ΜΕΡΟΣ ΙΙ

Ο ΚΥΚΛΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ

Κεφάλαιο 10

Στρατηγικές Εξόδου

Συγγραφείς:

Ειρήνη Βουδούρη,[1] *Λέκτορας*
Ανδρέας Καλογεράς, *Λέκτορας*

[1] Θερμές ευχαριστίες εκφράζονται στο Γιώργο Μούρτζο για τη συμβολή του στο πρώτο σχέδιο του κεφαλαίου.

Π Ε Ρ Ι Ε Χ Ο Μ Ε Ν Α

10.1 Εισαγωγή 206

10.2 Είδη Πτώχευσης – Χρεοκοπίας 206
10.2.1 Μερική Χρεοκοπία – Αναδιοργάνωση χρεών 208
10.2.1.1 Εναλλακτικές Εξυγίανσης μιας επιχείρησης, που συνδέονται με τη διαδικασία Αναδιοργάνωσης των χρεών της 208

10.3 Μεταβίβασης της Ιδιοκτησίας της Επιχείρησης 209
10.3.1 Μεταβίβαση σε Μέλη της Οικογένειας 210
10.3.2 Μεταβίβαση Κυριότητας σε Τρίτους 211
10.3.2.1 Απευθείας πώληση σε τρίτους 211
10.3.2.2 Πρόγραμμα προαίρεσης αγοράς μετοχών των εργαζομένων (Employee Stock Option Plan) 212
10.3.2.3 Διοικητική εξαγορά (Management Buy Out) 212

10.4 Παραρτήματα 213
10.4.1 Παράρτημα: Μελέτη Περίπτωσης: MANOS TRAVEL 213
10.4.2 Παράρτημα: Ελληνική Νομοθεσία 215

10.5 Οδηγός Βιβλιογραφίας 217

10.6 Κατάσταση Πινάκων 217

10.1 Εισαγωγή

Η λήξη μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας και η έξοδος της επιχείρησης από την αγορά, στην οποία λειτουργεί, δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκη αποτυχία. Η ανάγκη προσαρμογής στο ευμετάβλητο επιχειρηματικό περιβάλλον σε συνδυασμό με τη συστηματική παρακολούθηση ποικίλων ευκαιριών επιχειρηματικότητας, υπαγορεύουν σε αρκετές περιπτώσεις την υιοθέτηση στρατηγικών εξόδου από μία αγορά και εισόδου σε άλλες, περισσότερο «ελκυστικές». Από την άλλη η αποτυχία ως επιχειρηματική πραγματικότητα, δεν αποτελεί ένα απίθανο ενδεχόμενο για τις επιχειρήσεις. Είναι δε προφανές, πως νέες, μικρές επιχειρήσεις ή επιχειρήσεις που πρόσφατα εισήχθησαν σε συγκεκριμένες αγορές, είναι περισσότερο επιρρεπείς στην αποτυχία. Στις ΗΠΑ για παράδειγμα, περίπου οι μισές νεοσύστατες επιχειρήσεις αποτυγχάνουν στα πρώτα τους βήματα. Ιδιαίτερα σημαντικό είναι να γίνει διαχωρισμός επιχειρηματία – επιχείρησης στην περίπτωση της αποτυχίας. Ένας καταξιωμένος στο παρελθόν επιχειρηματίας, μπορεί να εμπλακεί σε μία επιχειρηματική αποτυχία, ανεξάρτητα από τις προσωπικές του ικανότητες που μπορεί να τον οδηγήσουν σε μια νέα επιτυχημένη επιχειρηματική δραστηριότητα στο μέλλον.

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι να παρουσιαστούν συνοπτικά οι διάφορες εναλλακτικές στρατηγικές εξόδου. Ο όρος «στρατηγικές εξόδου» εμπεριέχει εκτός από τις εναλλακτικές διακοπής δράσης μιας επιχείρησης και τις εναλλακτικές μεταβίβασης κυριότητας της επιχείρησης.

Συγκεκριμένα θα συζητηθούν θέματα που σχετίζονται με:

- Τη χρεοκοπία (ολική και μερική)
- Τη μεταβίβαση κυριότητας σταδιακή ή πλήρη.

10.2 Είδη Πτώχευσης - Χρεοκοπίας

Η ισχύουσα νομοθεσία περί πτώχευσης,[1] σε μία γενική μορφή, παραπέμπει στη δημιουργία ενός σχεδίου οριστικής τακτοποίησης οικονομικών οφειλών. Πιο συγκεκριμένα, επιχειρείται με τη συνδρομή του ανάλογου νομικού πλαισίου, η κάλυψη των υποχρεώσεων του επιχειρηματία/ χρεώστη, μέσω της κατά αναλογίας διάθεσης της περιουσίας της εταιρίας του στους πιστωτές.

Η όλη διαδικασία αποτίμησης και ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων μιας υπό πτώχευσης εταιρίας επιβλέπεται συστηματικά από τα αρμόδια Δικαστήρια, ενώ εξασφαλίζεται στο μέτρο του δυνατού η ισότιμη μεταχείριση των πιστωτών. Επιγραμματικά, υπάρχουν 2 βασικοί τύποι Πτώχευσης:

- **Ολική χρεοκοπία - ρευστοποίηση**: Αποτελεί την πιο συνήθη διαδικασία πτώχευσης κατά την οποία διορίζεται ένας διαχειριστής που αναλαμβάνει να συγκεντρώσει, αποτιμήσει και διανείμει την περιουσία της επιχείρησης.
- **Μερική χρεοκοπία / αναδιοργάνωση χρεών**: Επιδιώκεται η παράταση της δραστηριότητας της επιχείρησης, σε ένα καθεστώς προσωρινής επιτήρησης, με αντικειμενικό σκοπό τη δημιουργία μελλοντικής κερδοφορίας που θα ικανοποιήσει τις απαιτήσεις των πιστωτών (εκτενέστερη αναφορά θα ακολουθήσει σε επόμενη ενότητα του κεφαλαίου).

[1] Λεπτομερέστερη αναφορά σε στοιχεία της Ελληνικής Νομοθεσίας περί Πτώχευσης, δίνεται στο Παράρτημα του Κεφαλαίου.

Και στις δύο περιπτώσεις, η λεγόμενη πτωχευτική διαδικασία, μπορεί να ενεργοποιηθεί είτε από τον ίδιο τον επιχειρηματία / χρεώστη, είτε με πρωτοβουλία των βασικών πιστωτών της εταιρίας κατόπιν κατ' ιδίαν συνεννόησης τους. Βασικό κανόνα αποτελεί η απαγόρευση μεταβίβασης οποιουδήποτε «υπό δέσμευση» περιουσιακού στοιχείου της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, συγκεκριμένες προ της έναρξης της πτωχευτικής διαδικασίας μεταβιβάσεις περιουσίας, αλλά και συνάψεις δανείων ενδέχεται να παγώσουν ή να ακυρωθούν. Τέλος, η πτωχευτική νομοθεσία - με μικρές διαφοροποιήσεις σε ΗΠΑ και Ευρώπη - ορίζει την αρχή της κατά προτεραιότητας ικανοποίησης των πιστωτών. Στους επόμενους πίνακες παρουσιάζονται ο αριθμός των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων που χρεοκόπησαν το 2002 καθώς και σημαντικές ελληνικές επιχειρήσεις που χρεοκόπησαν το 2010.

Πίνακας 10.1

Εταιρικές Πτωχεύσεις στην Ευρώπη (2002)[1]

	2001	2002	Ποσοστιαία Μεταβολή
Αυστρία	5.178	5.254	+1.5
Βέλγιο	7.062	7.121	+0.8
Δανία	2.189	2.472	+12.9
Φινλανδία	2.077	2.802	+34.9
Γαλλία	34.876	38.688	+10.9
Γερμανία	32.390	37.700	+16.4
Ελλάδα	591	512	-110.4
Ιρλανδία	427	379	-11.2
Ιταλία	15.200	15.600	+2.6
Λουξεμβούργο	750	695	-7.3
Ολλανδία	4.329	4.802	+10.9
Νορβηγία	2.174	2.507	+15.3
Πορτογαλία	1.594	1.924	+20.7
Ισπανία	335	448	+310.7
Σουηδία	7.433	7.819	+5.2
Ελβετία	10.613	4.800	+32.9
Βρετανία	15.574	16.752	+7.6
Σύνολο	135.792	150.275	+10.7

Πίνακας 10.2

Χρεοκοπίες Επιχειρήσεων στην Ελλάδα το 2003

Εταιρία	Τομέας Δραστηριοποίησης
Connection	Ένδυση
Softex	Βιομηχανία Χάρτου
Υβόννη	Καλλυντικά
Zachs	Αλυσίδα Εμπορίας Ηλεκτρονικών
Manos	Τουριστικός Κλάδος

[1] Πηγή: Creditreform.

10.2.1 Μερική Χρεοκοπία – Αναδιοργάνωση Χρεών

Σε περίπτωση που η επιχείρηση αντιμετωπίζει πολύ έντονα προβλήματα ρευστότητας και βρίσκεται σε κατάσταση παύσης πληρωμών στους πιστωτές της αλλά υπάρχει η προσδοκία ότι η διάσωσή της είναι δυνατή η επιχείρηση μπορεί να τεθεί σε «δικαστικό διακανονισμό» και να προχωρήσει σε διαδικασία αναδιοργάνωσης με στόχο να διατηρηθεί η δραστηριότητα και η απασχόληση και να πραγματοποιηθεί η εκκαθάριση του παθητικού. Η διαδικασία συνοψίζεται στα εξής:

Μεγάλοι και μικρότεροι πιστωτές, καθώς και άλλοι φορείς νομίμων συμφερόντων (π.χ. μέτοχοι), καταθέτουν την υπόθεση στο αρμόδιο δικαστήριο. Στη συνέχεια και κατόπιν συνεννόησης όλων των εμπλεκομένων φορέων, κατατίθεται σχέδιο αναδιοργάνωσης μέσω του οποίου υποδεικνύονται τρόποι κάλυψης των απαιτήσεων των πιστωτών. Το αρμόδιο δικαστήριο εγκρίνει ή όχι τους προτεινόμενους όρους. Εφόσον το σχέδιο αναδιοργάνωσης γίνει αποδεκτό από το αρμόδιο δικαστήριο όλοι οι εμπλεκόμενοι (επιχείρηση-πιστωτές) οφείλουν να συμμορφωθούν με τους όρους του σχεδίου. Οι πιστωτές δεν μπορούν πλέον να στραφούν ατομικά κατά της επιχείρησης.

Οι αποφάσεις που λαμβάνονται στα πλαίσια ενός σχεδίου αναδιοργάνωσης παραπέμπουν γενικά στα εξής δύο ενδεχόμενα:

Παράταση: Οι πιστωτές μεταθέτουν χρονικά τις απαιτήσεις τους ώστε να εξασφαλίσει η επιχείρηση ζωτικό χρόνο και να ανακάμψει ώστε να τακτοποιήσει τις οφειλές της

Υποκατάσταση: Εφόσον οι μελλοντικές (μεσοπρόθεσμες) προοπτικές της επιχείρησης είναι ενθαρρυντικές, δεν αποκλείεται η περίπτωση ρύθμισης των χρεών μέσω της διάθεσης μετοχών στους πιστωτές.

Παρότι η παραπάνω διαδικασία εφαρμόζεται στην περίπτωση που υπάρχει διάχυτη η προσδοκία ότι η επιχείρηση θα μπορέσει να αντεπεξέλθει στις οικονομικές της υποχρεώσεις σε ένα εύλογο χρονικό διάστημα, αποφεύγοντας την οριστική πτώχευση, υπάρχουν ενστάσεις ως προς την αποτελεσματικότητα της:

- Η «υπό δικαστικό διακανονισμό» επιχείρηση τίθεται σε ένα ψυχολογικό τουλάχιστον καθεστώς ανασφάλειας και αποτυχίας.
- Μια τέτοια εξέλιξη έχει ως απτό αποτέλεσμα τη δυσκολία προσέλκυσης νέων πελατών, αλλά και την αδυναμία κλεισίματος συμφωνιών με διανομείς και προμηθευτές.

Έτσι τελικά παρά τις προσπάθειες αναδιοργάνωσης χρεών, μόλις το 20-25% των επιχειρήσεων που βρίσκονται σ' αυτή τη θέση κατορθώνουν να επανακάμψουν, αποφεύγοντας την οριστική πτώχευση. Ιδιαίτερα η ελληνική επιχειρηματική πραγματικότητα έχει να επιδείξει ιδιαίτερα φτωχά αποτελέσματα σε ότι αφορά στις δυνατότητες αποφυγής της αναγκαστικής εκκαθάρισης - ολικής πτώχευσης (βλέπε μελέτη περίπτωσης Manos Travel στο παράρτημα 1 του κεφαλαίου).

10.2.1.1 Εναλλακτικές Εξυγίανσης μιας Επιχείρησης, που συνδέονται με τη Διαδικασία Αναδιοργάνωσης των Χρεών της

Σε κανονικές συνθήκες, η όλη διαδικασία αναδιοργάνωσης των χρεών μιας επιχείρησης, συνεπάγεται σημαντικούς χρονικούς πόρους. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, ο επιχειρηματίας πρέπει να ενημερώνει συστηματικά τους πιστωτές σχετικά με την πορεία της επιχείρησης και να διακόψει την έκδοση οποιασδήποτε επιταγής που δεν καλύπτεται άμεσα από αντίστοιχες τραπεζικές καταθέσεις όψεως.

Είναι φανερό ότι η βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας του επιχειρηματία – και κατ' επέκταση, η βελτίωση της γενικότερης εταιρικής αξιοπιστίας – μπορεί να συμβάλει στην οικονομική εξυγίανση της επιχείρησης και να απομακρύνει την πιθανότητα εξόδου απ΄ την υφιστάμενη αγορά.

Η συμπεριφορά της Επιχείρησης μετά, αλλά και κατά την εξέλιξη της προσπάθειας Αναδιοργάνωσης των Χρεών της πρέπει να χαρακτηρίζεται από:

- Αποφυγή υπερβολικής αισιοδοξίας όταν η επιχείρηση παρουσιάζει σαφείς ενδείξεις ανάκαμψης.
- Προετοιμασία ενός ολοκληρωμένου επιχειρησιακού σχεδίου (Business Plan), το οποίο να περιλαμβάνει ευκρινείς στόχους.
- Σωστό σχεδιασμό ρευστότητας και αποφυγή κεφαλαιοποιήσεων.
- Συστηματική επαφή με τις εξελίξεις στην αγορά.
- Επισήμανση νευραλγικών σημείων που μπορούν να θέσουν την επιχείρηση εκ νέου σε κίνδυνο.
- Αξιοποίηση του ανθρωπίνου δυναμικού της επιχείρησης. Η αποτελεσματική ενεργοποίηση του ρόλου των εργαζομένων της επιχείρησης, δύναται να επανατοποθετήσει την τελευταία σε τροχιά ανάκαμψης. Η συσσωρευμένη πείρα των υπαλλήλων της επιχείρησης, οι ιδιαίτερες δεξιότητες και ικανότητες τους, η αντίληψη της κοινής προσπάθειας σε συνδυασμό με την κατάλληλη υποκίνηση απ' τη πλευρά της Διοίκησης, ενδέχεται να διαδραματίσουν ρόλο καταλυτικό στην όλη προσπάθεια εξυγίανσης.

Είναι σημαντικό ο επιχειρηματίας να «εκπαιδεύεται» από τα λάθη του. Προκειμένου να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα της επιχείρησης και να αποτραπεί η οριστική πτώχευση, επιβάλλεται η τήρηση των παραπάνω κανόνων. Μέσω της υιοθέτησης αυτών των βασικών κανόνων, είναι προφανές ότι η επιτυχία δεν είναι εγγυημένη, ωστόσο η επιχείρηση ενδέχεται να αποφύγει λάθη που θα την οδηγήσουν στην οριστική αποτυχία.

10.3 Μεταβίβαση της Ιδιοκτησίας της Επιχείρησης

Η μεταβίβαση της ιδιοκτησίας της επιχείρησης συμπεριλαμβάνεται στις εναλλακτικές στρατηγικές εξόδου που ενδέχεται να διαθέτει ένας επιχειρηματίας. Πολλές μορφές εταιρικών συμβάσεων περνούν στα χέρια άλλων μελών της οικογένειας του ιδιοκτήτη/ επιχειρηματία. Στην περίπτωση που δεν υπάρχει ενδιαφέρον από την πλευρά της οικογένειας, για την απόκτηση της εταιρικής κυριότητας, τότε οι επιλογές που έχει στη διάθεση του ο επιχειρηματίας είναι πουλήσει την επιχείρηση:

- σε στέλεχος / η της επιχείρησης
- σε τρίτο φορέα.

10.3.1 Μεταβίβαση σε Μέλη της Οικογένειας

Οι πιθανότητες επιτυχούς μεταβίβασης της επιχείρησης σε άλλα μέλη του οικογενειακού περιβάλλοντος του ιδιοκτήτη, είναι ιδιαίτερα περιορισμένες. Από παρατηρήσεις έχει εξαχθεί το συμπέρασμα ότι οι μισές από αυτές τις απόπειρες αποτυγχάνουν κατά τη μετάβαση απ' την πρώτη στη δεύτερη γενιά ιδιοκτησίας. Πολύ περισσότερο, η επιτυχής μετάβαση στη 3η γενιά, αφορά μόλις το 14% των περιπτώσεων κληρονομικής μεταβίβασης ιδιοκτησίας.

Ένα αποτελεσματικό σχέδιο μεταβίβασης της ιδιοκτησίας της επιχείρησης οφείλει να λαμβάνει υπόψη τις εξής κρίσιμες παραμέτρους:

- Το ρόλο του ιδιοκτήτη κατά τη διαδικασία μετάβασης: Θα συνεχίσει ο ιδιοκτήτης να απασχολείται στην εταιρία (πλήρως-μερικώς) ή θα παραιτηθεί;
- Ενδο-οικογενειακές ιδιαιτερότητες: Υπάρχει η περίπτωση συγκεκριμένα μέλη της οικογένειας να μην μπορούν να συνυπάρξουν και να συνεργαστούν μεταξύ τους;
- Σε ποιο ύψος προσδιορίζεται το εισόδημα (αμοιβή) των οικογενειακών μελών και μετόχων;
- Ποιες οι τρέχουσες συνθήκες της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση, κατά τη διαδικασία μεταβίβασης της κυριότητας;
- Ποια η αντιμετώπιση των σταθερών (αφοσιωμένων) πελατών;
- Ποιες οι φορολογικές επιπτώσεις από την μεταβίβαση;

Αξίζει να σημειωθεί ότι σε αρκετές περιπτώσεις, η μεταβίβαση της επιχείρησης σε άλλο μέλος της οικογένειας μπορεί να προκαλέσει εσωτερικά προβλήματα ανάμεσα στους εργαζομένους, πολύ περισσότερο όταν οι κληρονόμοι της επιχείρησης δεν διαθέτουν ανάλογες επιχειρηματικές δεξιότητες και γνώσεις. Δεν είναι σπάνιες οι περιπτώσεις που εργαζόμενοι / στελέχη με μακροχρόνια παρουσία και δραστηριότητα στην επιχείρηση δυσανασχετούν εντόνως με την επικείμενη ανάθεση καθηκόντων στο νέο επιχειρηματία.

Ωστόσο ένα νεότερο μέλος της οικογένειας του επιχειρηματία μπορεί να σημειώσει μεγαλύτερη επιτυχία κατά την ανάληψη των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, αν και εφόσον νωρίτερα έχει αναλάβει διάφορες λειτουργικές ευθύνες. Είναι ιδιαίτερα εποικοδομητικό για τον «νεοφώτιστο» επιχειρηματία να έχει έρθει σε επαφή με όσο το δυνατόν περισσότερα τμήματα της επιχείρησης. Αυτό θα τον βοηθήσει να αποκτήσει μια ολοκληρωμένη και εμπεριστατωμένη άποψη της συνολικής της λειτουργίας.

Σ΄ αυτή τη διαδικασία «εκπαίδευσης και εξοικείωσης» του νέου επιχειρηματία, σημαντικό ρόλο θα διαδραματίσουν τα στελέχη των διαφόρων τμημάτων της επιχείρησης, με τη συσσωρευμένη εμπειρία και γνώση που διαθέτουν. Ο νέος ιδιοκτήτης μπορεί να κερδίσει την αναγνώριση και την εμπιστοσύνη του ανθρωπίνου δυναμικού της επιχείρησης, μέσω των ιδιαίτερων ικανοτήτων του αλλά και της γενικότερης παρουσίας του.

Τέλος πολύ σημαντική μπορεί επίσης να αποδειχθεί η συνδρομή του αποχωρούντα επιχειρηματία στην όλη διαδικασία εκμάθησης του «κληρονόμου» του, μέσω της διοχέτευσης-μετάδοσης γνώσης και τεχνικών λήψης απόφασης.

10.3.2 Μεταβίβαση Κυριότητας σε Τρίτους

Δεν είναι σπάνια η περίπτωση κατά την οποία μέλη της οικογένειας του ιδιοκτήτη-επιχειρηματία δεν επιθυμούν την ανάληψη της εταιρίας. Σε ένα τέτοιο ενδεχόμενο, ο επιχειρηματίας που σκοπεύει να αποχωρήσει έχει δύο εναλλακτικές επιλογές:

- Να σχεδιάσει την σταδιακή του αποχώρηση μεταβιβάζοντας αρχικά μέρος της κυριότητας επιχείρησης με πώληση ποσοστού των μετοχών της σε στέλεχος της επιχείρησης ή τρίτο φορέα, με ή χωρίς ταυτόχρονη παραχώρηση της διοίκησης της επιχείρησης.
- Να πουλήσει εξ ολοκλήρου την επιχείρηση σε στέλεχος αυτής ή σε τρίτο φορέα.

Στην πρώτη περίπτωση ο προκάτοχος επιχειρηματίας διατηρεί για εύλογο χρονικό διάστημα μέρος της κυριότητας και της διοίκησης.

Η μεταβίβαση μέρους της επιχείρησης σε στέλεχος της, εξασφαλίζει τουλάχιστον ότι ο νέος επικεφαλής είναι εξοικειωμένος τόσο με τις διαδικασίες της εταιρίας, όσο και με τις συνθήκες της αγοράς. Από την άλλη η μερική πώληση της επιχείρησης σε τρίτο προϋποθέτει την εύρεση του κατάλληλου ατόμου που να πληροί τις προδιαγραφές και να ικανοποιεί τις ανάγκες της επιχείρησης, σαφώς μία διαδικασία ιδιαίτερα δύσκολη. Προβλήματα συμβατότητας νοοτροπιών μπορεί να καταλήξουν σε αναποτελεσματικότητα.

Ιδιαίτερη προσοχή στην περίπτωση μερικής μεταβίβασης απαιτεί η μορφή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος που θα προκύψει. Εφόσον ο προκάτοχος επιχειρηματίας σκοπεύει να διατηρήσει μέρος της ιδιοκτησίας, το ερώτημα που εγείρεται είναι πόσο σημαντική θα είναι η παρουσία του στις εταιρικές διαπραγματεύσεις. Ο νέος επικεφαλής είναι πολύ πιθανό να επιδιώξει απ΄ την πρώτη στιγμή τον έλεγχο της εταιρίας. Ο βαθμός πάντως στον οποίο θα αλλάξει χέρια η ιδιοκτησία, εξαρτάται από παράγοντες όπως οι διοικητικές ικανότητες του νέου επικεφαλής αλλά και η χρηματοπιστωτική του αξιοπιστία. Σημειώνεται ότι η ολοκλήρωση μιας μεταβίβασης ιδιοκτησίας ενδέχεται να καθυστερήσει ακόμα και αρκετά χρόνια.

Στη δεύτερη περίπτωση ο επιχειρηματίας μεταβιβάζει πλήρως, μέσω πώλησης των μετοχών, την κυριότητα και διοίκηση της επιχείρησης. Η εναλλακτική αυτή είναι επίσης γνωστή ως «στρατηγική συγκομιδής».

Στο πλαίσιο της στρατηγικής συγκομιδής, επιχειρηματίας έχει στη διάθεση του μια γκάμα εναλλακτικών λιγότερο ή περισσότερο πολύπλοκων. Η επιλογή της κατάλληλης εναλλακτικής θα εξαρτηθεί από τους στόχους που έχει θέσει ο προς αποχώρηση επιχειρηματίας.

10.3.2.1 *Απευθειας Πώληση σε Τριτους*

Η απόφαση πώλησης της επιχείρησης από τον επιχειρηματία μπορεί να πηγάζει από την επιθυμία του να εγκαταλείψει τον επιχειρηματικό στίβο γενικότερα ή από την επιλογή του να μεταφέρει την επιχειρηματική του δράση σε άλλες αγορές. Δεν λείπουν όμως και οι περιπτώσεις που η πώληση της επιχείρησης ταυτίζεται με μια τελευταία απόπειρα αποφυγής της χρεοκοπίας.

Η διαδικασία απευθείας πώλησης συνεπάγεται ένα αρκετά εκτεταμένο χρονικό διάστημα προετοιμασίας και υλοποίησης, εκτός και αν ο επιχειρηματίας βρίσκεται σε υπό την πίεση χρεών κατάσταση και βιάζεται να παραχωρήσει την κυριότητα με συνοπτικές διαδικασίες.

Ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα που σχετίζονται με την απ' ευθείας πώληση μιας επιχείρησης είναι ο καθορισμός της τιμής πώλησης της. Η εμφάνιση περιορισμένων δυνατοτήτων κερδοφορίας, φαινόμενα κακοδιαχείρισης, πολύ υψηλά κόστη κ.τ.λ. ζημιώνουν την εικόνα της επιχείρησης και καθιστούν δυσκολότερη την πώλησή της. Για αυτό ακριβώς το λόγο, εφόσον ο επιχειρηματίας λάβει την απόφαση πώλησης της εταιρίας του, οφείλει να κάνει τα εξής:

- Περικοπή εξόδων / ορθολογικότερη διοίκηση κόστους.
- Επανεπένδυση του μεγαλύτερου δυνατού μέρους των κερδών της επιχείρησης.

Ακολουθώντας ο επιχειρηματίας μια τέτοια στρατηγική, είναι πολύ πιο πιθανό να εξασφαλίσει ευνοϊκότερους για τον ίδιο όρους πώλησης της επιχείρησης του.

10.3.2.2 *Πρόγραμμα προαιρεσης αγοράς μετοχών των εργαζομένων (Employee Stock Option Plan)*

Το πρόγραμμα προαίρεσης αγοράς μετοχών (ΠΠΑΜ) από τους εργαζομένους μπορεί να λειτουργήσει κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις ως εναλλακτικό σχέδιο μεταβίβασης της ιδιοκτησίας στους τελευταίους. Αξίζει να σημειωθεί ότι πολλοί επιχειρηματίες υιοθετούν τέτοια προγράμματα χωρίς να έχουν την πρόθεση να αλλάξουν το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρίας τους. Εντούτοις, η διεθνής βιβλιογραφία συμπεριλαμβάνει το ΠΠΑΜ στις διαθέσιμες (αν και όχι τόσο δημοφιλείς) εναλλακτικές εξόδου / μεταβίβασης ιδιοκτησίας.

Η χρονική περίοδος μπορεί να είναι δύο, τρία ή περισσότερα έτη αναλόγως της πρόθεσης του επιχειρηματία για έξοδο από την επιχείρηση. Το Π.Π.Α.Μ. έχει διάφορα πλεονεκτήματα:

- Προσφέρει ένα μοναδικό κίνητρο στους εργαζόμενους για να αυξήσουν την αποδοτικότητά τους. Οι εργαζόμενοι αναγνωρίζουν ότι εργάζονται για το δικό τους όφελος και συνεπώς προσανατολίζουν τις προσπάθειές τους σε καινοτομίες που συνδράμουν στην μακροχρόνια επιτυχία της επιχείρησης.
- Παρέχει έναν μηχανισμό επιβράβευσης σε εργαζόμενους που ήταν αφοσιωμένοι στους σκοπούς της επιχείρησης ιδίως στις πιο δύσκολες περιόδους.
- Επιτρέπει την μεταβίβαση της επιχείρησης μέσω μιας προσεκτικά σχεδιασμένης και γραπτής συμφωνίας. Τέλος, η επιχείρηση επωφελείται και μέσω της έκπτωσης των εισφορών του Π.Π.Α.Μ. και τυχόν άλλων μερισμάτων που πληρώνονται επί μετοχών.

10.3.2.3 *Διοικητική εξαγορά (Management Buy Out)*

Η διοικητική εξαγορά αντιστοιχεί στην απ' ευθείας πώληση της επιχείρησης σε στέλεχος ή ομάδα στελεχών της, σε κάποια προκαθορισμένη τιμή. Η τιμή θα πρέπει να προσδιοριστεί από τον επιχειρηματία αφού αποτιμήσει τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία και καθορίσει την αξία των ιστορικών εσόδων τους.

Όταν η αξία της επιχείρησης είναι μεγάλη η αγορά της με προσωπικά κεφάλαια του στελέχους είναι απίθανη. Σ' αυτή την περίπτωση η χρηματοδότηση της πώλησης μπορεί να γίνει από κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου ή άλλους επενδυτές έναντι ποσοστού των μετοχών της επιχείρησης.

Η περίπτωση της διοικητικής εξαγοράς είναι ενδιαφέρουσα μορφή επένδυσης για επενδυτές όταν αφορούν επιχειρήσεις με ευοίωνες προοπτικές και στελέχη με αναγνωρισμένο έργο.

Άλλοι μέθοδοι μεταβίβασης ή πώλησης της επιχείρησης είναι μέσω της εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο ή ακόμα και της συγχώνευσης με μια άλλη επιχείρηση. Στα θέματα αυτά γίνεται αναφορά σε άλλα κεφάλαια.

Σε κάθε περίπτωση η επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής εξόδου πρέπει να γίνει έπειτα από προσεκτική αξιολόγηση του οφέλους της για τον επιχειρηματία και εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τους στόχους του επιχειρηματία.

10.4 **Παραρτήματα**

10.4.1 Παράρτημα: Μελέτη Περίπτωσης: MANOS TRAVEL

Η οικονομική κατάρρευση της Manos Travel αποτελούσε ‘κοινό μυστικό’ στην αγορά τα τελευταία δύο χρόνια, αλλά όχι και στους καταναλωτές, που βρέθηκαν εντελώς απροστάτευτοι. Έτσι, η είδηση της χρεοκοπίας έφτασε με τον χειρότερο δυνατό τρόπο στους πελάτες, καθώς τους ζητήθηκε να πληρώσουν οι ίδιοι είτε το ξενοδοχείο, είτε το αεροπορικό εισιτήριο επιστροφής, είτε και τα δύο.

Η επιχείρηση αποτελούσε έναν από τους μεγαλύτερους ταξιδιωτικούς οργανισμούς της χώρας, έχοντας εξυπηρετήσει τουλάχιστον 500.000 πελάτες στα 37 χρόνια λειτουργίας της. Όμως, τα τελευταία χρόνια οδηγήθηκε σε δυσχερή οικονομική κατάσταση και με υψηλότατα χρέη. Έτσι από τον Νοέμβριο 2002 η Manos Travel είχε τεθεί σε καθεστώς δικαστικής επιμελητείας με δικαστική απόφαση.[1]

Σύντομη Ιστορική Αναδρομή

Η Manos Travel Α.Ε. ιδρύθηκε το 1980 από τον κ. Μ. Τσατσάκη έπειτα από μετατροπή της Manos Travel ΕΠΕ, η οποία είχε ιδρυθεί το 1973 και προϋπήρχε από το 1965.

Από το 1980 έως το 1997 η επιχείρηση κατάφερε να δημιουργήσει ένα ισχυρό όνομα καθώς τα προϊόντα και οι υπηρεσίες της ήταν συνώνυμο της ποιότητας και της αξιοπιστίας. Κατά την ίδια περίοδο η Manos Travel ανέπτυξε ισχυρό δίκτυο ταξιδιωτικών γραφείων, μέσω franchising, καταφέρνοντας να γίνει ηγέτης στην αγορά εξερχόμενου τουρισμού.

Την περίοδο 1997 - 2000 η Manos Travel σε μια προσπάθεια περαιτέρω ανάπτυξης της προσπάθησε να μπει σε νέες αγορές με τη δημιουργία εταιρίας αερομεταφορών (Air Manos, το 1999), την αγορά και εκμετάλλευση ακινήτων και ξενοδοχείων.

Τον Ιανουάριο του 2000 ο όμιλος Manos πουλά τη θυγατρική του Manos Holidays (που είχε ιδρύσει το 1980), ένα εξειδικευμένο για Ελλάδα τουριστικό πρακτορείο, μεταβιβάζοντας κατά 100% την ιδιοκτησία της στο βρετανικό τουριστικό οργανισμό Airtours.

---

[1] Όπως εξηγεί ο κ. Σπύρος Γκίνης, πρόεδρος της Πανελλήνιας Ένωσης Ταξιδιωτικών Γραφείων, σύμφωνα με τον νόμο, «για ένα βραχύ χρονικό διάστημα η επιχείρηση μπορεί να λειτουργεί κανονικά, χωρίς να δέχεται "επιθέσεις" από τους πιστωτές, προκειμένου να διαπιστωθεί αν μπορεί ή όχι να επιβιώσει.

Τον Σεπτέμβριο του 2000 η πλειοψηφία των μετοχών της Manos περνά στην Autohellas-Hertz σε μια προσπάθεια αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της Manos και την ενίσχυση της ανάπτυξης της επιχείρησης.

Το 2002 η εταιρία βρίσκεται με υποθήκες και προσημειώσεις στο μεγαλύτερο μέρος της ακίνητης περιουσίας. Το τέλος του ίδιου έτους κηρύσσεται σε πτώχευση και αμέσως μετά τίθεται σε καθεστώς εξυγίανσης, υπό την εποπτεία δικαστικού επιτρόπου.

Στις 18 Δεκεμβρίου του 2002 η εταιρία αλλάζει ιδιοκτησία και περνά στην ιδιοκτησία της Ρέξκον Α.Ε. Ενώ συνεχίζεται η διαδικασία της εξυγίανσης της επιχείρησης ο Μ. Τσατσάκης υποβάλλει την παραίτησή του από τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου του Δ.Σ. στις 23/ 12/ 2002.

Γιατί η εταιρία βρέθηκε σε ιδιαίτερα δυσμενή θέση

Το ερώτημα τι οδήγησε τον κ. Μάνο Τσατσάκη στο αδιέξοδο, είναι δύσκολο να απαντηθεί.

Οι πωλήσεις της Manos Travel έφταναν το 1999 περίπου τα 32 εκατ. ευρώ (10,8 δισ. δρχ.) και τα κέρδη προ φόρων ξεπερνούσαν τις 590 χιλ. ευρώ (200 εκατ. δρχ.) δίνοντας της μερίδιο της αγοράς εξερχόμενου τουρισμού ανώτερο του 10%. Το 2000 η εταιρία εμφάνισε κύκλο εργασιών περίπου 30 εκατ. ευρώ και κέρδη προ φόρων 531 χιλιάδες ευρώ ενώ το 2001 οι πωλήσεις μειώθηκαν στο 30% των πωλήσεων του 2000.

Στο χαρτοφυλάκιο της Manos Travel συμπεριλαμβάνονταν οι εταιρίες Ελίκη ΑΕ, Φαίδων ΕΠΕ, Πολιτεία ΑΕ, Air Manos και η Manos Welcome Services. Πέραν αυτών η Manos είχε αναλάβει τη διαχείριση του ξενοδοχειακού συγκροτήματος Dionysos Village, ιδιοκτησίας της κατασκευαστικής εταιρίας Νέο Περιβάλλον ΑΚΕΤΕ, στη Σητεία της Κρήτης.

Όμως η πτώχευση της Manos Travel δεν αποτέλεσε 'κεραυνό εν αιθρία'. Η εταιρία που ίδρυσε το 1965 ο δαιμόνιος - κατά κοινή ομολογία - Αιγυπτιώτης αντιμετώπιζε στην πραγματικότητα προβλήματα τα τελευταία 15 χρόνια. Όπως υποστηρίζουν εμπειρογνώμονες της αγοράς, τα προβλήματα αυτά, τα οποία καταγράφονται σε πάνω από 10 συνεχόμενους ισολογισμούς, δεν είναι άσχετα από την «επιχειρηματική μεγαλομανία» του κ. Εμμανουήλ Τσατσάκη.[1]

Οι συνεχείς επεκτατικές κινήσεις του (εξαγορές ξενοδοχειακών μονάδων και ίδρυση της αεροπορικής εταιρίας) φόρτωσαν την εταιρία με χρέη άνω των 14,7 εκ. ευρώ (5 δισ. δρχ.), που ήταν αδύνατο να εξυπηρετηθούν. Οι πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων διαδεχόταν η μια την άλλη. Τα ξενοδοχεία πέρασαν στον έλεγχο πιστωτριών τραπεζών, ενώ η θυγατρική Manos Holiday, με έδρα το Λονδίνο, πουλήθηκε έναντι 7,5 εκατ. λιρών (περίπου 11,5 εκ. ευρώ), από τις οποίες όμως δεν μπήκε ούτε μία στα ταμεία του μητρικού ομίλου.

Από την επιτυχία κατά την περίοδο 1980-1997 που η φράση «Μόνος ή .. Manos» αποτελούσε ίσως το ισχυρότερο σήμα στο χώρο του τουρισμού, ο όμιλος πέρασε στην κρίσιμη περίοδο των νέων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων που τελικά αποδείχθηκαν μοιραίες στη μετέπειτα πορεία του.

«Ο χώρος των αερομεταφορών είναι καταπληκτική ευκαιρία για να κάνει κανείς μια μικρή περιουσία... από μια μεγαλύτερη» είχε πει «προφητικά» ο κ. Μάνος Τσατσάκης

[1] Πηγή: Π. Δημακουλέας, Εφημερίδα «Ημερησία» 25-02-03.

ανακοινώνοντας την είσοδό του στις αερομεταφορές. Η προσπάθεια για καθετοποίηση των υπηρεσιών και μελλοντική συμπίεση του κόστους κατέληξε σε αποτυχία και η Air Manos έβαλε 'λουκέτο' το καλοκαίρι του 2000.

Την ίδια κατάληξη είχαν και οι ενέργειες του ομίλου για αγορά ακινήτων όπως κτίριο 4.100 τετρ. μέτρων στην οδό Κατεχάκη, κτίριο στην οδό Χαριλάου Τρικούπη ή το ενδιαφέρον για τα Ξενία του ΕΟΤ. Για το μεγαλύτερο μέρος της ακίνητης περιουσίας υπάρχει σειρά υποθηκών και προσημειώσεων ύψους περίπου 6,5 εκατ. ευρώ κυρίως προς τη Γενική Τράπεζα και την Autohellas- Hertz.

Η τελευταία πράξη γράφτηκε την Τετάρτη 18 Δεκεμβρίου, όταν στον δεύτερο κατά σειρά πλειστηριασμό που προκάλεσε η Autohellas-Hertz, τις μετοχές της επιχείρησης αγόρασε, έναντι μόλις 165 χιλ. ευρώ, η εταιρία Ρέξκον Α.Ε, και λίγες μέρες αργότερα η Manos Travel κήρυξε πτώχευση.

Δικηγόροι των πιστωτών της Manos Travel εκτιμούν ότι σε ένα σχετικά βραχύ χρονικό διάστημα, η σημερινή διαδικασία πτώχευσης δεν θα έχει αποτέλεσμα και θα ακολουθήσει η διαδικασία εκκαθάρισης της εταιρίας.

Εξυγίανση

Σε ό,τι αφορά στα νέα δεδομένα που δημιουργούνται οι εξελίξεις στη διαδικασία εξυγίανσης της εταιρίας αναμένονται ραγδαίες. Τη θέση της Autohellas, που μαζί με τη Γενική Τράπεζα αποτελούσαν τους μεγαλύτερους πιστωτές της εταιρίας, έχει πάρει μια νέα εταιρία ενώ εκτός από την όλη διαδικασία βρίσκεται ο Μάνος Τσατσάκης.

Από την άλλη πλευρά η διαδικασία της εξυγίανσης συνεχίζεται και ο εντεταλμένος Επίτροπος θα να φέρει στους νέους πιστωτές και στη νέα διοίκηση το σχέδιο ρύθμισης.

Αν οι πιστωτές που συγκεντρώνουν το 60% του συνολικώς οφειλόμενου ποσού συνηγορήσουν στις διαδικασίες και τους όρους της εξυγίανσης που θα θέσει ο διορισμένος επίτροπος με βάση το νόμο, τότε η εταιρία θα συνεχίσει υπό το νέο καθεστώς τη λειτουργία της.

Σε αντίθετη περίπτωση η Manos Travel System θα ακολουθήσει τις διαδικασίες της εν λειτουργία εκκαθάρισης θέτοντας οριστικό τέρμα στην επιχείρηση με αποπληρωμή των οφειλών με τις προτεραιότητες που θέτει ο νόμος (π.χ. δημόσιο, ΙΚΑ, εργαζόμενοι).

10.4.2 Παράρτημα: Ελληνική Νομοθεσία

ΠΤΩΧΕΥΣΗ - ΚΑΤΑΓΓΕΛΙΑ - ΕΞΟΔΟΣ ΕΤΑΙΡΟΥ ΑΠΟ Ε.Π.Ε.
ΠΑΡΑΙΤΗΣΗ ΜΕΛΟΥΣ Δ.Σ. Α.Ε

Για να κηρυχθεί κάποιος σε πτώχευση απαιτείται η εμπορική ιδιότητα η οποία αποκτάται με τη διενέργεια εμπορικών πράξεων. Την εμπορική ιδιότητα αποκτούν:

α) Τα φυσικά πρόσωπα (επαγγελματίες και βιοτέχνες) με σύνηθες επάγγελμα την εμπορία καθώς και οι ομόρρυθμοι εταίροι Ο.Ε & Ε.Ε και

β) Τα νομικά πρόσωπα που διενεργούν εμπορικές πράξεις Ο.Ε Ε.Ε & Α.Ε Ε.Π.Ε.

Την εμπορική ιδιότητα δεν αποκτούν:

- Τα ετερόρρυθμα μέλη Ε.Ε τα μέλη ΕΠΕ και
- Οι μέτοχοι Α.Ε.

Για την κήρυξη των ανωτέρω προσώπων α & β σε κατάσταση πτώχευσης απαιτείται δικαστική απόφαση η οποία συνεπάγεται την απώλεια της εμπορικής ιδιότητας και αναγκαστικά κατά νόμο την αδυναμία άσκησης του εμπορικού επαγγέλματος.

Α. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΣΩΠΑ

1. Όταν η πτώχευση κηρύσσεται με αίτηση του ίδιου του έμπορου ο αιτών θεωρείται πτωχός και δεν μπορεί να ασκήσει την εμπορική δραστηριότητα από την ημερομηνία κατάθεσης των εμπορικών του βιβλίων στο Πρωτοδικείο.
   Από αυτό το χρονικό σημείο ο πτωχός δεν υπάγεται στην υποχρεωτική ασφάλιση του Ο.Α.Ε.Ε. (ΤΕΒΕ) και διαγράφεται από τα Μητρώα Ασφαλισμένων του Ταμείου.

2. Όταν η πτώχευση κηρύσσεται με αίτηση κάποιου από τους πιστωτές του, ο έμπορος δεν μπορεί να ασκήσει εμπορική δραστηριότητα από την ημερομηνία δημοσίευσης της απόφασης του πολυμελούς πρωτοδικείου οπότε και διαγράφεται από τα μητρώα ασφαλισμένων του Ταμείου από την ημερομηνία δημοσίευσης της απόφασης.

3. Εάν φυσικό πρόσωπο που έχει κηρυχθεί σε κατάσταση πτώχευσης ατομικώς ως έμπορος μετέχει και ως ομόρρυθμο μέλος σε ΟΕ ή ΕΕ η εταιρεία λύεται από την ημερομηνία κήρυξης του σε πτώχευση εκτός εάν έχει προβλεφτεί στο καταστατικό της εταιρείας ότι θα συνεχίζεται η λειτουργία της από τους υπολοίπους εταίρους.

Στην περίπτωση που δεν υπάρχει σχετικό άρθρο στο καταστατικό, η εταιρεία θεωρείται λυθείσα και διαγράφονται από τα μητρώα ασφαλισμένων του Ταμείου και οι υπόλοιποι εταίροι με την προϋπόθεση ότι δεν ασκούν άλλη δραστηριότητα ασφαλιστέα στον Ο.Α.Ε.Ε. (ΤΕΒΕ).

Αντίθετα η συμμετοχή του πτωχού ως ετερορρύθμου μέλους ΕΕ και ως μέλους ΕΠΕ ή μετόχου ΑΕ δεν επηρεάζει το νομικό πρόσωπο της εταιρείας και δεν επιφέρει λύση αυτής.

Διευκρινίζεται ότι ο ατομικά πτωχεύσας που θα συμμετάσχει ως ετερόρρυθμος εταίρος ΕΕ ως μέλος ΕΠΕ ή μέτοχος ΑΕ υποχρεούται στην ασφάλιση του Ο.Α.Ε.Ε. (ΤΕΒΕ) και στην καταβολή ασφαλιστικών εισφορών καθ' όλο το χρονικό διάστημα συμμετοχής του στην εταιρεία, σε αντίθεση με την περίπτωση συμμετοχής του ως ομόρρυθμου εταίρου ΟΕ ή ΕΕ όπου το χρονικό αυτό διάστημα δεν αναγνωρίζεται ως χρόνος ασφάλισης στον Ο.Α.Ε.Ε. (ΤΕΒΕ) και επιστρέφονται τυχόν καταβληθείσες εισφορές.

Β. ΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΣΩΠΑ

Όπως τα φυσικά πρόσωπα έτσι και τα νομικά πρόσωπα κηρύσσονται σε πτώχευση είτε με αίτηση των μελών τους και κατάθεση των εμπορικών τους βιβλίων στο πρωτοδικείο, είτε με αίτηση των πιστωτών τους και μετά από έκδοση σχετικής απόφασης του πρωτοδικείου.

α) Πτώχευση ΟΕ και Ε.Ε επιφέρει την λύση της καθώς και την πτώχευση των ομόρρυθμων εταίρων οι οποίοι δεν μπορούν πλέον - ως πτωχοί - να ασκούν ατομικά εμπορική δραστηριότητα ή να είναι ομόρρυθμα μέλη σε άλλη Ο.Ε ή ΕΕ.

β) Πτώχευση ΕΠΕ ή ΑΕ επιφέρει λύση της εταιρείας αλλά όχι και πτώχευση των μελών ή μετόχων της ατομικά.

Διαγράφονται από τον Ο.Α.Ε.Ε. (ΤΕΒΕ) ως μέλη ή μέτοχοι των συγκεκριμένων εταιρειών, παραμένουν όμως στην ασφάλιση του Ταμείου σε περίπτωση συμμετοχής τους σε οποιαδήποτε άλλη εταιρεία ή σε περίπτωση άσκησης ατομικής εμπορικής δραστηριότητας.

Η δικαστική απόφαση για την κήρυξη σε πτώχευση ΕΠΕ ή ΑΕ υποβάλλεται στις διατυπώσεις δηλ. καταχώρηση στο ΜΑΕ και δημοσίευση στο ΦΕΚ.

10.5 Οδηγός Βιβλιογραφίας

Δημακουλέας, Π. «Η Υπόθεση Χρεοκοπίας της Εταιρίας Manos», Εφημερίδα “Ημερησία”, Φύλλο της 25-02-01.

Κριμπάς, Δ. (1994), «Εμπορικαί Εταιρίαι», Εκδόσεις «Το Οικονομικό», Σμπίλιας, Αθήνα.

Hisrich, D.R. and Peters, M., Entrepreneurship, pp. 220-329, 5th edition, Irwin McGraw Hill.

Johnson, G. and Scholes, K., Exploring Corporate Strategy, Sixth edition, Prentice Hall.

10.6 Κατάσταση Πινάκων

Πίνακας 10.1: Εταιρικές Πτωχεύσεις στην Ευρώπη (2002)[1] _____ 207

Πίνακας 10.2: Χρεοκοπίες Επιχειρήσεων στην Ελλάδα το 2003_____ 207

[1] Πηγή: Creditreform.