



ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ

Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Εισηγητής: Γκιαουράκης Αριστόδημος ΑΜ 1241

Επιβλέπων: Σκουλουδάκης Εμμανουήλ

©
2022



HELLENIC MEDITERRANEAN UNIVERSITY

**SCHOOL OF MANAGEMENT AND ECONOMICS
SCIENCE**

**DEPARTMENT OF MANAGMENT SCIENCE AND
TECHNOLOGY**

Acquisitions and Business Mergers

DIPLOMA THESIS

Student : Gkiaourakis Aristodimos N 1241

Supervisor : Skouloudakis Emmanouil

©
2022

Υπεύθυνη Δήλωση: Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της πτυχιακής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην πτυχιακή εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος σπουδών του Τμήματος Διοικητικής Επιστήμης και Τεχνολογίας του ΕΛ.ΜΕ.ΠΑ.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία περιγράφει τόσο την έννοια της εξαγοράς όσο και την έννοια της συγχώνευσης μεταξύ εταιρειών. Συγκεκριμένα, θα αναλυθούν οι μορφές και τα είδη των εξαγορών και συγχωνεύσεων (Ε&Σ) που χρησιμοποιούνται ανάλογα με την περίπτωση της κάθε εταιρείας, όπως επίσης και τα κύματα Ε&Σ ανά τα χρόνια σε Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (ΗΠΑ) και σε χώρες της Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Επιπλέον, δίνεται έμφαση στα κίνητρα που οδηγούν μια εταιρεία να προχωρήσει σε διαδικασία εξαγοράς/συγχώνευσης με μία άλλη, περιγράφοντας αναλυτικά τις 5 θεωρίες που ωθούν την εταιρεία σε αυτές τις αποφάσεις. Επιπρόσθετα, γίνεται αναφορά στις στρατηγικές και στις τακτικές που ακολουθούν οι αγοράστριες εταιρείες προκειμένου να επιτύχουν μια Ε&Σ, καθώς και οι μορφές άμυνας οι οποίες μπορούν να εφαρμοστούν από τις εταιρείες-στόχου ώστε να ικανοποιηθούν και τα συμφέροντα/αιτήματα των στελεχών της αγοραζόμενης εταιρείας. Εν συνεχεία, θα αναλυθούν τα βασικά στάδια αποτίμησης της εταιρείας-στόχου εξαγοράς, αποτυπώνοντας και τα υποδείγματα μέσω των οποίων μπορεί να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση της αγοράζουσας εταιρείας. Παράλληλα, παρατίθεται μια αναφορά για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί στην ελληνική επικράτεια, καθώς και τους λόγους για τους οποίους οι συγκεκριμένες ενέργειες (Ε&Σ) γίνονται σε μικρότερη συχνότητα σε σχέση με τις αντίστοιχες ενέργειες που πραγματοποιούνται σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τέλος, πραγματοποιείται μια περιγραφή 2 μελετών περίπτωσης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπου θα αναλυθούν οι συμφωνίες που είχαν συνάψει οι εκάστοτε εταιρείες και συνεπώς, μια σύγκριση των στοιχείων και των δεδομένων των συγκεκριμένων μελετών περίπτωσης.

Λέξεις Κλειδιά : Εξαγορές, Συγχωνεύσεις, Εταιρείες, Κύματα Ε&Σ, ΗΠΑ, ΕΕ, Θεωρίες, Τράπεζες

ABSTRACT

This thesis describes both the meaning of a takeover and the concept of a merger between companies. In particular, depending on each different company, the forms and types of A&M will be analyzed, as well as the waves of A&M over the years in the United States of America (USA) and in European Union Countries (EU). In addition, emphasis is placed on the motivations that lead a company to proceed with an acquisition process /merger with another, describing in detail the 5 theories that lead the company to these decisions. In addition, reference is made to the strategies and tactics that the takeover companies follow in order to achieve an A&M, as well as the forms of defense that can be applied by the companies being targeted in order to satisfy the interests/demands of the executives of the acquired company. Subsequently, the basic stages of valuation of the acquisition target company will be analysed, outlining the models through which the valuation of the purchasing company can be carried out. At the same time, a report is given on the acquisitions and mergers that have taken place in Greek territory, as well as the reasons why specific courses of action (A&M) are utilised less frequently than their corresponding actions carried out in other European Union Countries. Finally, a description of 2 case studies of financial institutions are carried out, where the agreements entered into by the respective companies will be analyzed and therefore, a comparison of the elements and data of the specific case studies.

Key Words : Acquisitions, Mergers, Companies, A&M Waves, USA, EU, Theories, Banks

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	vi
ΛΙΣΤΑ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	vii
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ.....	viii
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	x
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΟΡΙΣΜΟΙ - ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ	3
1.1 Εισαγωγή	3
1.2 Ιστορική εξέλιξη των Ε&Σ	3
1.2.1 «Κύματα» συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α.	4
1.2.2 «Κύματα» συγχωνεύσεων στις χώρες της Ε.Ε.....	8
1.3 Τα είδη και μορφές των Ε&Σ.....	10
1.3.1 Τα είδη των Ε&Σ.....	10
1.3.2 Οι μορφές των Ε&Σ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΚΙΝΗΤΡΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	17
2.1 Εισαγωγή	17
2.2 Οικονομικές θεωρίες	17
2.3 Διοικητικές θεωρίες.....	21
2.4 Χρηματοοικονομικές θεωρίες.....	22
2.5 Στρατηγικές θεωρίες.....	24
2.6 Θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ Ε&Σ ΚΑΙ ΜΟΡΦΕΣ ΑΜΥΝΗΣ.....	25
3.1 Εισαγωγή	25
3.2 Στρατηγικές & τακτικές αγοραστών (Bidders).....	25
3.2.1 Τα στάδια διαδικασίας Ε&Σ	25
3.2.2 Η επίπτωση των στρατηγικών των αγοραστών	28
3.3 Στρατηγικές εταιρειών-στόχων εξαγοράς (Targets).....	29
3.3.1 Τα κίνητρα της αντίστασης στην εξαγορά	29
3.3.2 Οι στρατηγικές αμύνης των εταιρειών-στόχων εξαγοράς.....	30

3.3.3 Η επίπτωση των μορφών άμυνας	33
3.4 Παράγοντες επιτυχίας μιας Ε&Σ.....	33
3.5 Προϋποθέσεις επιτυχίας μιας Ε&Σ	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΣΤΟΧΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	36
4.1 Εισαγωγή	36
4.2 Βασικά στάδια αποτιμήσεως της εταιρείας	36
4.3 Υποδείγματα και προσεγγίσεις αποτιμήσεων	36
4.3.1 Αποτίμηση βάσει στοιχείων της αγοράς	37
4.3.2 Αποτίμηση βάσει στοιχείων εισοδήματος ή κερδών.....	41
4.3.3 Αποτίμηση βάσει στοιχείων του ενεργητικού και μη κανονικών κερδών	45
4.4 Το ζήτημα των συνεργειών στις Ε&Σ	47
4.4.1 Πηγές συνεργειών	47
4.4.2 Στοιχεία κόστους.....	47
4.4.3 Καθαρή Συνέργεια	48
4.4.4 Καθορισμός της Ελάχιστης & Ανώτατης Τιμής Εξαγοράς.....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ....	50
5.1 Εισαγωγή	50
5.2 Ε&Σ στην Ελλάδα.....	50
5.2.1 Η έλλειψη ανταγωνισμού	54
5.2.2 Η ευμετάβλητη νομοθεσία και γραφειοκρατία.....	54
5.2.3 Η εγωκεντρική στάση των εταιρειών	54
5.2.4 Το ιδιόρρυθμο εργασιακό καθεστώς.....	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ (CASE STUDIES)	56
6.1 Εισαγωγή	56
6.2 Τράπεζα Πειραιώς & Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος	56
6.2.1 Η ιστορία της Τράπεζας Πειραιώς	56
6.2.2 Η ιστορία της Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος.....	57
6.2.3 Η αρχική συμφωνία και η μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων	58

6.2.4 Μη μεταβιβαζόμενα στοιχεία κατά την αρχική μεταβίβαση.....	61
6.2.5 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων μετά την Εξαγορά.....	63
6.3 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. & Catalunya Banc S.A.....	66
6.3.1 Η ιστορία της Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. (BBVA)	66
6.3.2 Η ιστορία της Catalunya Banc S.A.	67
6.3.3 Η αρχική συμφωνία συγχώνευσης	67
6.3.4 Ο υπολογισμός και οι αλλαγές στην μετοχή της απορροφώμενης τράπεζας	69
6.3.5 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων μετά την συγχώνευση	70
6.4 Σύγκριση των Case Studies.....	74
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΕΠΙΛΟΓΟΣ	76
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	77
A. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ	77
B. ΕΛΛΗΝΙΚΗ.....	82
Γ. ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....	83

ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1.1. Ε&Σ ανά χώρα της Ε.Ε (1993-2005).....	9
Πίνακας 3.1. Βασικές μορφές άμυνας κατά την περίοδο πριν την προσφορά.....	31
Πίνακας 3.2. Βασικές μορφές άμυνας κατά την περίοδο μετά την προσφορά.....	32
Πίνακας 6.1. Ανάλυση του Ενεργητικού της «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε», πριν και μετά την εξαγορά (σε χιλιάδες €).....	63
Πίνακας 6.2. Ανάλυση των Υποχρεώσεων της «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε», πριν και μετά την εξαγορά (σε χιλιάδες €).....	64
Πίνακας 6.3. Ανάλυση των Ιδίων Κεφαλαίων της «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε», πριν και μετά την εξαγορά (σε χιλιάδες €).....	65
Πίνακας 6.4. Ανάλυση του Ενεργητικού της «BBVA», πριν και μετά την συγχώνευση (σε εκατομμύρια €).....	71
Πίνακας 6.5. Ανάλυση των Υποχρεώσεων και Ιδίων Κεφαλαίων της «BBVA», πριν και μετά τη συγχώνευση (σε εκατομμύρια €).....	72

ΛΙΣΤΑ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Γράφημα 1.1. Τα κύματα των Ε&Σ στις Η.Π.Α. (1985-2017).....	8
Γράφημα 1.2. Ο όγκος των Ε&Σ στην Ευρώπη, Ασία και Η.Π.Α. (1985-2004).....	10
Γράφημα 5.1. Συμφωνίες Ε&Σ στην Ελλάδα (1991-1997).....	51
Γράφημα 5.2. Ε&Σ στην Ελλάδα (2008-2021).....	52
Γράφημα 5.3. Κατηγορίες Ε&Σ στην Ελλάδα (2008-2021).....	53

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

BBVA = Banco Bilbao Vizcaya Argentaria

BP = British Petroleum

CRCA = Current Replacement Cost of Assets

CX Banc = CatalunyaCaixa / Catalunya Banc

DCF = Discounted Cash Flows Models

DDM = Discounted Dividend Models

ESOPs = Employee Stock Ownership Plans

EU = European Union

FROB = Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria

HOL = Hellas Online

J.P Morgan = John Pierpont Morgan

LBOs = Leveraged Buy-Outs

MBOs = Management Buy-Outs

NAFTA = North American Free Trade Agreement

PE = Price to Earnings Ratio

PEST = Political, Economic, Social, Technological

SWOT = Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats

USA = United States of America

AMK = Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

ΑΤΕ = Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος

ΕΕ = Ευρωπαϊκή Ένωση

ΕΛΠΕ = Ελληνικά Πετρέλαια

ΕΜΕ = Επιτροπή Μέτρων Εξιχνίασης

ΕΟΚ = Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας

ΕΠΑΘ = Επιτροπής Πιστωτικών και Ασφαλιστικών Θεμάτων

Ε&Σ = Εξαγορές & Συγχωνεύσεις

ΕΤΒΑ = Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως

ΗΠΑ = Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής

ΜΜΕ = Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης

ΟΝΕ = Οικονομική και Νομισματική Ένωση

ΤΑΟΛ = Ταμείο Αμύνης Οινοπαραγωγών Λευκάδας

ΤΕΚΕ = Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων

ΤΧΣ = Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Στο σημείο αυτό, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέπων καθηγητή μου, κύριο Σκουλουδάκη Εμμανουήλ, για τη συνεργασία μας καθώς και την πολύτιμη βοήθεια του, στην ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τις τελευταίες δεκαετίες έχουν πραγματοποιηθεί χιλιάδες εξαγορές και συγχωνεύσεις (Ε&Σ) σε ολόκληρο τον κόσμο. Από τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (ΗΠΑ) μέχρι τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και από Ινδία μέχρι την Κίνα. Οι Ε&Σ μπορούν να πραγματοποιηθούν με αρκετούς τρόπους, ανάλογα κυρίως με τον κλάδο που δραστηριοποιούνται και τη φάση του κύκλου ζωής που βρίσκεται η εταιρεία. Στην συγκεκριμένη εργασία γίνεται μια προσπάθεια να αναλυθούν οι Ε&Σ, τόσο σε παγκόσμια κλίμακα όσο και στον ελληνικό χώρο. Επίσης, γίνεται αναφορά στα κίνητρα και στις στρατηγικές που ακολουθούν οι εταιρείες, καθώς και στους τρόπους άμυνας και αποτίμησης των εταιρειών-στόχων εξαγοράς. Τέλος, πραγματοποιούνται δύο μελέτες εξαγοράς και συγχώνευσης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και σύγκριση αυτών.

Συγκεκριμένα, ο σκοπός της παρούσας πτυχιακής εργασίας είναι να περιγράψει αναλυτικά τις βασικές έννοιες και διαδικασίες που πραγματοποιούνται κατά τη διαδικασία μιας Ε&Σ. Εξετάζει με απλό και αναλυτικό τρόπο τις έννοιες και τα βήματα μιας Ε&Σ, ώστε να μπορεί να κατανοήσει ο οποιοσδήποτε τι εννοούμε με τον όρο «Εξαγορά και Συγχώνευση». Τα κεφάλαια εναλλάσσονται σύμφωνα με τα βήματα που θα ακολουθηθούν για τη πραγματοποίηση μιας Ε&Σ, αναλύοντας πλήρως με εύκολο και κατανοητό τρόπο την όλη διαδικασία.

Η εργασία ακολουθεί την παρακάτω δομή: Το πρώτο κεφάλαιο αναφέρεται στα είδη και τις μορφές των Ε&Σ, καθώς και στα κύματα αυτών, που πραγματοποιήθηκαν ανά τα χρόνια, κυρίως στις Η.Π.Α. αλλά και στην Ε.Ε. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναφέρονται και αναλύονται τα κίνητρα με τα οποία οι εταιρείες καταφεύγουν σε Ε&Σ. Έπειτα, στο τρίτο κεφάλαιο περιγράφονται τόσο οι στρατηγικές που χρειάζεται να ακολουθήσει μία εταιρεία όσο και οι μορφές άμυνας που μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε μια διαδικασία Ε&Σ. Το τέταρτο κεφάλαιο μελετάει και περιγράφει τους τρόπους με τους οποίους μπορεί να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση μιας εταιρείας-στόχου κατά τη διαδικασία της εξαγοράς. Στο πέμπτο κεφάλαιο παρατίθενται εξαγορές και συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν στην ελληνική αγορά, καθώς και οι λόγοι που συντελούν στο μικρό όγκο τους (Ε&Σ) στη συγκεκριμένη αγορά. Στο έκτο κεφάλαιο έχουμε τη παρουσίαση και ανάλυση Μελετών Περίπτωσης, όπου η μία

περίπτωση αφορά την εξαγορά μεταξύ της «Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος» από τη «Τράπεζα Πειραιώς» και η άλλη περίπτωση αφορά τη συγχώνευση της «Catalunya Banc» με την «Banco Bilbao Vizcaya Argentaria». Τέλος, στο έβδομο και τελευταίο κεφάλαιο, παρατίθεται ο επίλογος της παρούσας πτυχιακής εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΟΡΙΣΜΟΙ - ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

1.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναλυθούν τόσο τα κύματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων (Ε&Σ) που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ από το 1890 έως το 2015, όσο και στην ΕΕ από το 1987 έως 2007. Επιπροσθέτως, θα γίνει περιγραφή και ανάλυση στα είδη και στις μορφές των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Με τον όρο εξαγορές και συγχωνεύσεις, ονομάζεται η μέθοδος με την οποία δύο εταιρίες ενώνονται μεταξύ τους με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους (Κυριαζής Δ., 2016). Οι Ε&Σ έκαναν την εμφάνιση τους για πρώτη φορά στα τέλη του 19ο αιώνα. Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια ραγδαία αύξηση του φαινομένου αυτού, τόσο σε μαζικό όσο και σε δυναμικό χαρακτήρα. Η μέθοδος αυτή αποτελεί ένα από τους βασικότερους τρόπους υλοποίησης στρατηγιών για την ανάπτυξη και επέκταση μιας εταιρείας.

1.2 Ιστορική εξέλιξη των Ε&Σ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν μια στρατηγική ανάπτυξης για τις εταιρείες τόσο σε περιόδους ύφεσης όσο και σε περιόδους άνθησης. Οι Ε&Σ είναι μια δραστηριότητα αιώνων που συνέβη κατά «κύματα». Εξετάζοντας τις Ε&Σ ανά τον κόσμο παρατηρούμε ότι στις ΗΠΑ οι Ε&Σ κατέχουν ιστορία πάνω των 100 ετών, στο Ηνωμένο Βασίλειο η έναρξη αυτή, λαμβάνει χώρα τη δεκαετία του 1960, ενώ στις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι ένα φαινόμενο το οποίο έχει παρατηρηθεί κυρίως από την δεκαετία του 1990 και μετά. Μέχρι σήμερα, δεν έχει αναπτυχθεί κάποια ολοκληρωμένη θεωρία για την εξήγηση του φαινομένου αυτού, παρότι υπάρχουν διάφοροι επιμέρους παράγοντες που επιτελούν σημαντικό ρόλο στην αύξηση της δραστηριότητας των Ε&Σ (Κυριαζής Δ., 2016).

Τέτοιοι παράγοντες είναι:

- **Οι αναδιαρθρώσεις σε κλάδους**, καθώς έχει παρατηρηθεί ότι σημαντική αύξηση της δραστηριότητας υφίστανται συγκεκριμένοι κλάδοι και άλλοι όχι.

- **Η εξέλιξη στις νέες τεχνολογίες**, όπως στους τομείς πληροφορική, τηλεπικοινωνίες, κλπ.
- **Οι κυβερνητικές ρυθμίσεις ή απορρυθμίσεις**, δηλαδή τα νομοθετικά, φορολογικά κλπ. πλαίσια τα οποία επηρεάζουν άμεσα και τις επιχειρήσεις.
- **Η φιλελευθεροποίηση των αγορών**, το κίνημα του καπιταλισμού της παγκόσμιας αγοράς και η ιδιωτικοποίηση των κρατικών επιχειρήσεων οδήγησαν σε σημαντική αύξηση του αριθμού των υποψηφίων για συγχώνευση. Η απελευθέρωση ορισμένων τομέων, όπως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, συνέβαλε επίσης στην αυξημένη παγκόσμια συγκέντρωση.
- **Η μακροοικονομική κατάσταση**, αναφέρεται στην γενικότερη εικόνα δηλαδή τα ζητήματα όπως η παραγωγή, το επίπεδο τιμών, η ανεργία, η οικονομική ανάπτυξη, η συνολική επένδυση, το διεθνές εμπόριο κλπ.
- **Η υπερβάλλουσα ρευστότητα**, δηλαδή η ανάπτυξη της διεθνούς αγοράς καθιστά δυνατή την εύρεση κεφαλαίων που απαιτούνται για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων.
- **Ψυχολογικά κίνητρα**, δηλαδή ο φόβος των διοικητικών στελεχών ορισμένων εταιρειών, όπου αν δεν καταφέρουν να αναπτυχθούν κάποια άλλη εταιρεία θα προσπαθήσει να τις «αφανίσει».
- **Η ανάπτυξη νέων εταιρειών**, όπου έχει επηρεάσει πολλά από τα κύματα των Ε&Σ όπως για παράδειγμα η δημιουργία χιλιάδων εταιρειών στον τομέα της τεχνολογίας όπου καθόρισαν τόσο το πέμπτο όσο και το έκτο κύμα Ε&Σ.

Υπάρχουν βέβαια και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τα κύματα των Ε&Σ σε παγκόσμιο επίπεδο, όμως οι παραπάνω θεωρούνται οι πιο συνηθισμένοι που έχουν παρατηρηθεί.

1.2.1 «Κύματα» συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α.

Η οικονομική ιστορία αναφέρει τουλάχιστον 7 σημαντικά χρονικά πλαίσια εξέλιξης των Ε&Σ στις ΗΠΑ από το 1890 (σύμφωνα με την καταγεγραμμένη γνώση που έχουμε από τότε) μέχρι σήμερα (Κυριαζής Δ., 2016). Τα επτά σημαντικά κύματα συγχωνεύσεων είναι τα εξής:

1. Το πρώτο κύμα, από την περίοδο του 1890 μέχρι το 1905.

Στο **πρώτο κύμα**, παρατηρήθηκε μια πληθώρα οριζόντιων συγχωνεύσεων που δημιούργησαν μεγάλα μονοπώλια, παρόλο που υπήρχε νόμος που τα απαγόρευε. Εκείνη την περίοδο δημιουργήθηκαν μεγάλες εταιρείες όπως American Tobacco, Dupont, Eastman Kodak, General Electric, US Steel, etc. Επίσης, μέσω της ανάπτυξης του σιδηροδρομικού δικτύου, οι εταιρείες μπόρεσαν να ξεφύγουν πέρα από τα τοπικά όρια δραστηριότητας. Η χρηματοδότηση για τις συγχωνεύσεις παρέχόταν από μεγάλες τράπεζες όπως Jacob Schiff of Kuhn Loeb & Co, John Pierpont Morgan (J.P Morgan) etc.

2. Το δεύτερο κύμα, από την περίοδο του 1916 μέχρι το 1929.

Στο **δεύτερο κύμα**, το οποίο πραγματοποιήθηκε κατά τη διάρκεια του Α Παγκοσμίου Πολέμου, παρατηρήθηκε πληθώρα κάθετων συγχωνεύσεων που δημιούργησαν ολιγοπώλια. Στο συγκεκριμένο κύμα, έχουμε τη δημιουργία μόνο ολιγοπωλίων, καθώς υπήρξε αυστηρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία, λόγω του ότι η κυβέρνηση επιθυμούσε τη συνεργασία μεταξύ των εταιρειών. Η χρηματοδότηση για τις συγχωνεύσεις παρέχόταν από μεγάλες τράπεζες και οι νεοσύστατες εταιρείες απολάμβαναν σημαντικά οφέλη από τη δημιουργία οικονομικών κλίμακας. Επιπλέον, κατά την περίοδο αυτή έχουμε την απόφαση του Ανώτατου Δικαστηρίου των Η.Π.Α για την διάσπαση της Standard Oil.

3. Το τρίτο κύμα, από την περίοδο του 1955 μέχρι το 1969.

Στο **τρίτο κύμα**, έχουμε την ανάπτυξη των conglomerates που αποτέλεσαν την τάση για την επέκταση των επιχειρήσεων σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες, εξαιτίας της αυστηρής αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας. Τη συγκεκριμένη περίοδο σχηματίστηκαν μεγάλοι κολοσσοί, κυρίως από μη συσχετιζόμενες επιχειρήσεις (Κυριαζής Δ., 2016).

4. Το τέταρτο κύμα, από την περίοδο του 1984 μέχρι και το 1989.

Το **τέταρτο κύμα**, χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές και πωλήσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων, οι οποίες αποτελούν περίπου το 20% με

30% της δραστηριότητας των εξαγορών (Κυριαζής Δ., 2016). Στην συγκεκριμένη περίοδο έχουμε την αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση (δηλαδή το λεγόμενο de-conglomeration), τη συγκέντρωση στα core-activities και την αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης (outsourcing). Παράλληλα, η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από την εκτενή χρήση ομολόγων υψηλού κινδύνου και δανειακών κεφαλαίων, με σκοπό την χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου Leveraged Buy-Outs (LBOs) (Shleifer and Vishny, 1991).

5. Το πέμπτο κύμα, από την περίοδο του 1993 μέχρι το 2000.

Το πέμπτο κύμα θεωρείται το μεγαλύτερο σε σχέση με τα προηγούμενα κύματα, τόσο από πλευράς αριθμών συναλλαγών όσο και από πλευρά της αξίας. Χαρακτηρίζεται κυρίως από τις προσφορές με ανταλλαγή μετοχών και τη ταχεία άνοδο στις τιμές των μετοχών (Κυριαζής Δ., 2016).

Τα αίτια και τα χαρακτηριστικά που αποτέλεσαν το 5ο κύμα μπορούν να προσδιοριστούν ως εξής:

1. Η δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών, όπως North American Free Trade Agreement (NAFTA), Ε.Ε., Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου, κ.λπ.
2. Η αναδιάρθρωση των κλάδων που ήταν σε φάση ωριμότητας, όπως αυτοκινητοβιομηχανίες, βιομηχανίες τροφίμων, τράπεζες, κ.λπ.
3. Η ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών, όπως τηλεπικοινωνίες, διαδίκτυο, κ.λπ.
4. Η παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών.
5. Η απορρύθμιση και φιλελευθεροποίηση αγορών και οι ιδιωτικοποιήσεις κλάδων, όπως επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και υγείας, τραπεζικά ιδρύματα, κ.λπ.

Την περίοδο της δεκαετίας του 1990, ο αριθμός των Ε&Σ αυξήθηκε δραματικά, φτάνοντας σε αξία τα \$6,5 τρις. Μόνο κατά το έτος 1998 και 1999 πραγματοποιήθηκαν περίπου 22.100 Ε&Σ, συνολικής αξίας \$3,38 τρις. Το συγκεκριμένο κύμα έληξε το 2001 με το σπάσιμο της «φούσκας» των εταιρειών νέας τεχνολογίας.

6. Το έκτο κύμα, από την περίοδο του 2003 μέχρι το 2007.

Το **έκτο κύμα**, χαρακτηρίζεται από την συγκέντρωση στους κλάδους των καυσίμων, μετάλλων, τραπεζών, τηλεπικοινωνιών, υγείας και εταιρειών κοινής ωφέλειας. Τα αίτια του συγκεκριμένου κύματος, μπορούν να εντοπιστούν και στην αυξημένη ρευστότητα και στο φθηνό δανεισμό, εξαιτίας των χαμηλών επιτοκίων, γι' αυτό το λόγω και οι προσφορές με μετρητά ήταν κυρίαρχες σε αυτό το κύμα (Harford, 2005). Τα κύρια χαρακτηριστικά που αποτέλεσαν το έκτο κύμα είναι τα εξής [(Dobbs, 2006),(Capaldo, 2009)]:

- Οι Ε&Σ που προερχόταν από private equity funds είχαν αυξηθεί σημαντικά σε σχέση με το 2000.
- Η περίοδος 2003 και μετά καλύπτει ένα νέο κύμα Ε&Σ, με την μεγαλύτερη αξία σε παγκόσμιο επίπεδο των συναλλαγών, περίπου στα \$4,6 τρις, να πραγματοποιείται το 2007.
- Στο τελευταίο κύμα των Ε&Σ παρατηρήθηκε ότι οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιρειών, κέρδιζαν πολύ περισσότερο σε σχέση με την περίοδο 1998-2000 (πέμπτο κύμα).

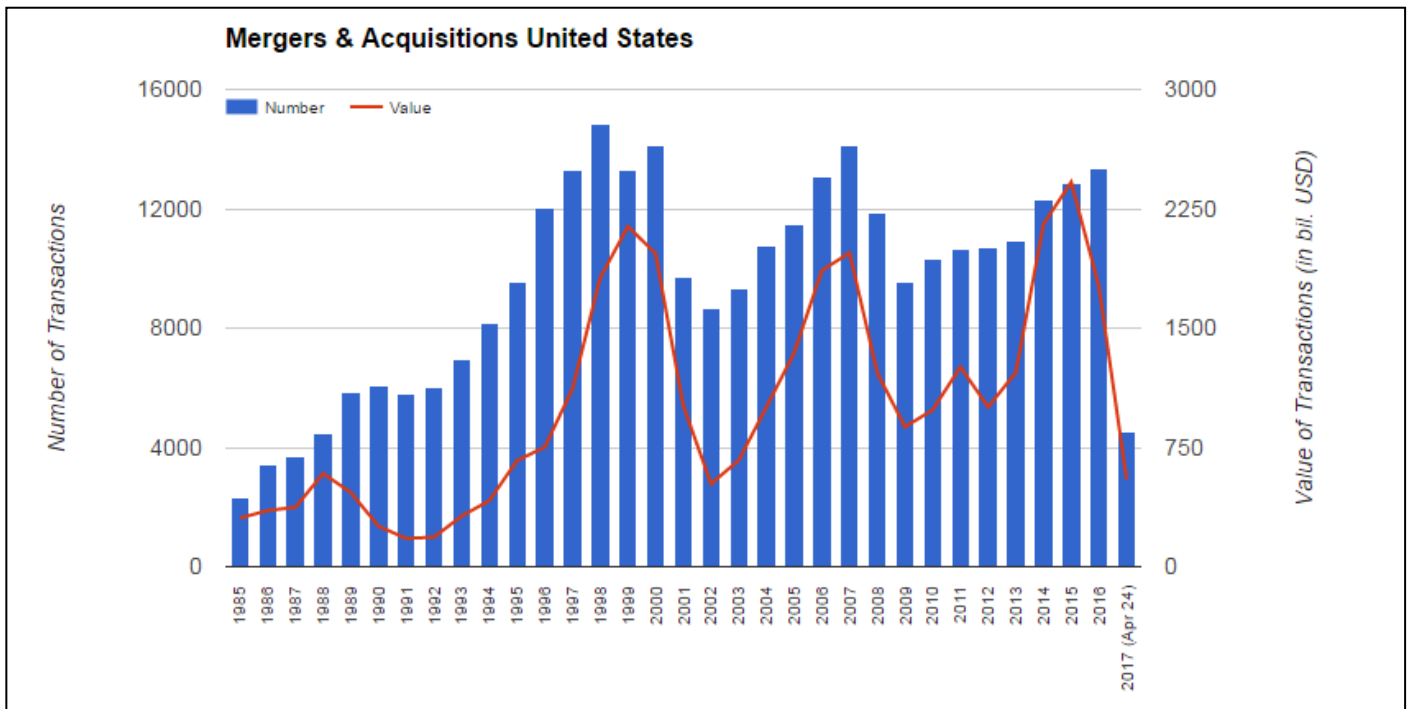
Τα χαμηλά επιτόκια, η αυξημένη ρευστότητα, ο φθηνός δανεισμός, η υπερπροσφορά διαθέσιμων κεφαλαίων, είχαν σαν αποτέλεσμα να ξεσπάσει το 2007 η κρίση των subprime mortgages, η οποία οδήγησε την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση.

7. Το έβδομο κύμα, από την περίοδο του 2013 μέχρι το 2015.

Το **έβδομο κύμα**, θεωρείται το μεγαλύτερο όλων από πλευράς αξίας συναλλαγών, καθώς το 2015 η αξία σε παγκόσμιο επίπεδο έφτασε τα \$4,9 τρις, σε σχέση με τα \$4,6 τρις το 2007. Τόσο στο έκτο όσο και στο έβδομο κύμα, πρωτεύοντα ρόλο στην δημιουργία τους κατείχε η κεφαλαιακή ρευστότητα, καθώς η νομισματική πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης που ακολούθησε αρχικά η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. και σε μεταγενέστερο χρόνο η πολιτική των χαμηλών επιτοκίων της Ευρωπαϊκής

Κεντρικής Τράπεζας, έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη δημιουργία του κύματος αυτού (Κυριαζής Δ., 2016).

Γράφημα 1.1. Τα κύματα των Ε&Σ στις Η.Π.Α. (1985-2017).



Πηγή: Timothy Taylor, Snapshots of Merger and Acquisition Activity (2017).

1.2.2 «Κύματα» συγχωνεύσεων στις χώρες της Ε.Ε.

Το 1986 σηματοδότησε τη δημιουργία της «Ενιαίας Αγοράς» και για το λόγο αυτό το κύμα Ε&Σ που γνώρισε η Ευρώπη στα τέλη της δεκαετίας του '80 (1987-1992) αντιπροσώπευε, στην πραγματικότητα, το πρώτο ευρωπαϊκό κύμα. Το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών έλαβε χώρα στα τέλη της δεκαετίας του '90 (1995-2001) και το τελευταίο κύμα ξεκίνησε γύρω στο 2003 και έληξε το 2007, με το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης.

Η παγκοσμιοποίηση, τα χαμηλά επιτόκια, η τεχνολογική καινοτομία, η εισαγωγή του ευρώ, η απορρύθμιση και η ιδιωτικοποίηση καθώς και η έκρηξη των χρηματοπιστωτικών αγορών και η υπάρχουσα ρευστότητα οδήγησαν στην αύξηση της δραστηριότητας Ε&Σ, σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

1. Το πρώτο κύμα, από την περίοδο του 1987 μέχρι το 1992.

Στο πρώτο κύμα, η αξία των Ε&Σ αυξήθηκε από \$21 δις το 1985, σε \$158 δις το 1989 και στη συνέχεια το 1991 η αξία τους μειώθηκε στα \$90 δις.

2. Το δεύτερο κύμα, από την περίοδο του 1995 μέχρι το 2001.

Στο δεύτερο κύμα, η αξία των Ε&Σ το 2000 αυξήθηκε στα \$1.083 τρις, ενώ το 2001 μειώθηκε κατακόρυφα φτάνοντας τα \$462 δις.

3. Το τρίτο κύμα, από την περίοδο του 2003 μέχρι το 2007.

Στο τρίτο κύμα, η αξία των Ε&Σ από \$618 δις το 2003, έφτασε σε \$841 δις το 2004 και στη συνέχεια το 2005 η αξία τους εκτοξεύθηκε στα \$1,2 τρις.

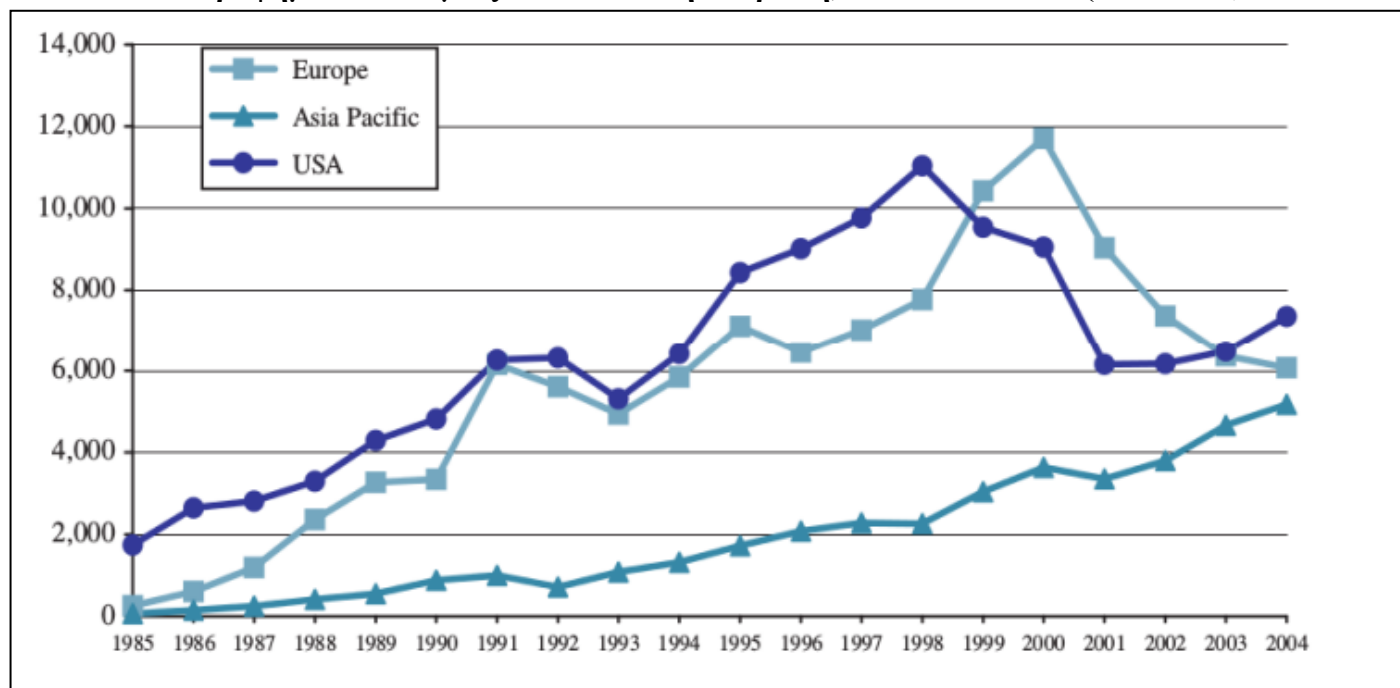
Στο συγκεκριμένο κύμα, παρατηρήθηκε ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των Ε&Σ αφορούσε τον κλάδο της ενέργειας (14% το 2003, 21% το 2004 και 15% το 2005) με τα μεγαλύτερα ποσά να προέρχονται από την Μεγάλη Βρετανία.

Πίνακας 2.1. Ε&Σ ανά χώρα της Ε.Ε (1993-2005).

Countries	Number M&A 1993-2001	% M&A 1993-2001	Number M&A 2002-2005	% M&A 2002- 2005
United Kingdom	932	47.53 (1)	475	59.23 (1)
France	308	15.71 (2)	106	13.22 (2)
Germany	269	13.72 (3)	57	7.11 (3)
Sweden	150	7.65 (4)	43	5.36 (5)
Norway	95	4.84 (5)	40	4.99 (6)
Italy	83	4.23 (6)	45	5.61 (4)
Finland	73	3.72 (7)	11	1.37 (8)
Denmark	51	2.60 (8)	25	3.12 (7)
<i>Total</i>	<i>1,961</i>	<i>100.00</i>	<i>802</i>	<i>100.00</i>

Πηγές: 1993-2001 Thomson Financial SDC, see Martynova and Renneboog (2006), 2002-2005, our elaborations of Datastream and Lexis-Nexis data, ranking shown in brackets.

Γράφημα 1.2. Ο όγκος των Ε&Σ στην Ευρώπη, Ασία και Η.Π.Α. (1985-2004).



Πηγή: Martynova M., Renneboog L. (2008)

1.3 Τα είδη και μορφές των Ε&Σ

Τα είδη των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με βάση διάφορα κριτήρια όπως: τη νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης, την ταξινόμηση με βάση τον τρόπο της προσφοράς, την ταξινόμηση με βάση τη διάθεση και την στάση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρίας, την ταξινόμηση με βάση την συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας και την ταξινόμηση με βάση τις αποσχίσεις που ακολουθούν τις κινήσεις των Ε&Σ (Κυριαζής Δ., 2016).

1.3.1 Τα είδη των Ε&Σ

Η νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης.

Σύμφωνα με το Ελληνικό νομικό πλαίσιο υπάρχουν δυο είδη:

➤ **Εξαγορά**

Οι εξαγορές αφορούν την διαδικασία απόκτησης του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) από μια άλλη (εξαγοράζουσα). Με την διαδικασία αυτή, η εταιρεία που αγόρασε το τμήμα αυτό (αγοράστρια) έχει τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Η εξαγοραζόμενη εταιρεία μπορεί να εξακολουθεί να υφίσταται ως νομική οντότητα και μετατρέπεται σε θυγατρική εταιρία της εξαγοράζουσας. Η εξαγορά της εταιρίας μπορεί να γίνει κυρίως με καταβολή μετρητών ή με ανταλλαγή/αγορά μετοχών (Κυριαζής Δ., 2016).

➤ **Συγχώνευση**

Οι συγχωνεύσεις αφορούν την ενοποίηση δυο ή περισσότερων εταιριών. Συμβαίνει όταν μια εταιρία προχωράει σε αγορά μιας άλλης, με σκοπό την απορρόφηση της σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή. Η διαδικασία αυτή αναφέρεται και στα περιουσιακά στοιχεία της αγοραζόμενης εταιρείας, τα οποία απορρόφησε η αγοράστρια εταιρία. Η απορροφώμενη εταιρεία παύει να υφίσταται ως νομική οντότητα ενώ η απορροφώσα αποκτά όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της απορροφώμενης (Κυριαζής Δ., 2016).

1.3.2 Οι μορφές των Ε&Σ

Οι μορφές όπου διακρίνονται οι Ε&Σ με βάση τα διάφορα κριτήρια τους είναι:

I. Ταξινόμηση με βάση τον τρόπο της προσφοράς.

➤ **Δημόσιες προσφορές προς τους μέτοχους**

Η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημόσια πρόσκληση ώστε να αγοράσει ένα μέρος από τις κοινές μετοχές της αγοραζόμενης εταιρίας. Συνήθως το ποσοστό αγοράς ξεπερνά το 51% (Αγαλλοπούλου, 2000). Η διαδικασία αυτή πραγματοποιείται μέχρι μία συγκεκριμένη ημερομηνία και σε μία

συγκεκριμένη τιμή. Οι μέτοχοι οι οποίοι θα προχωρήσουν στην προσφορά των μετοχών τους, πληρώνονται είτε σε χρήμα είτε σε αξιόγραφα της αγοράζουσας επιχείρησης (Pazarskis, 2014). Στην συγκεκριμένη διαδικασία, δεν απαιτείται η έγκριση από τη γενική συνέλευση των μετόχων, καθώς η διοίκηση συμβάλει στην επιτυχή έκβαση της εξαγοράς.

➤ **Μάχες μέσω αντιπρόσωπων**

Η διαδικασία αυτή αναφέρεται στην προσπάθεια μιας μερίδας μετόχων ή της διεύθυνσης να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρείας και του διοικητικού συμβουλίου, προτρέποντας τους υπόλοιπους μετόχους να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων (Κυριαζής Δ., 2016).

II. Ταξινόμηση με βάση τη διάθεση και την στάση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

➤ **Φιλική**

Η φιλική είναι μία εξαγορά που πραγματώνεται όταν το διοικητικό συμβούλιο συνεργάζεται για την πραγματοποίηση της εξαγοράς. Η διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας συμφωνεί με το αντίτιμο της εξαγοράς και ενημερώνει τους μετόχους της εταιρείας προκειμένου να εγκριθεί η συμφωνία (Morck, Shleifer and Vishny, 1988a).

➤ **Εχθρική**

Η εχθρική είναι μία εξαγορά που πραγματώνεται όταν το διοικητικό συμβούλιο (εταιρείας-στόχου) δεν προχωράει στην έγκριση της εξαγοράς και καταφεύγει σε αμυντικές ενέργειες. Στην προκειμένη περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνεται στους μετόχους της εταιρείας-στόχου, συνήθως μέσω του χρηματιστηρίου, αυξάνοντας ταυτόχρονα και το αντίτιμο προκειμένου να τους δελεάσει περισσότερο (Morck, Shleifer and Vishny, 1988a).

III. Ταξινόμηση με βάση την συσχέτιση ή μη, του Κλάδου δραστηριότητας.

➤ **Συσχετισμένες**

Οι **συσχετισμένες συγχωνεύσεις** είναι αυτές που αφορούν την στρατηγική της συσχετισμένης διαφοροποίησης (Κυριαζής Δ., 2016) και διακρίνονται σε:

i. Οριζόντιες συγχωνεύσεις

Οι **οριζόντιες συγχωνεύσεις** περιλαμβάνουν δύο εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και οι οποίες μετέχουν στην ίδια αγορά. Με την συγκεκριμένη διαδικασία, έχουμε την συνένωση δύο ανταγωνιστικών εταιρειών με σκοπό να παραμείνει η μία από τις δύο. Με τον τρόπο αυτό, η νέα εταιρεία αυξάνει το μερίδιο αγοράς της καθώς και τον βαθμό με τον οποίο συγκεντρώνεται στην προκείμενη αγορά (Gaughan, 2002).

ii. Κάθετες συγχωνεύσεις

Οι **κάθετες συγχωνεύσεις** είναι η συνένωση δύο επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά τμήματα των λειτουργιών της αλυσίδας αξίας. Με τη συγκεκριμένη διαδικασία μία εταιρεία μπορεί να επεκταθεί είτε προς τα εμπρός είτε προς τα πίσω, έτσι ώστε να μπορεί να ενσωματωθεί είτε με μία επιχείρηση-προμηθευτή είτε με μία επιχείρηση-πελάτη. Με τον τρόπο αυτό, η εταιρεία θα μπορεί να διασφαλίζει την παροχή προϊόντων με σταθερή και υψηλή ποιότητα και ταυτόχρονα να εξαλείφει τις σχέσεις εξάρτησης που υπήρχαν από συγκεκριμένους προμηθευτές. Μια επιτυχημένη κάθετη συγχώνευση ισχυροποιεί τη θέση της νέας εταιρείας στην αγορά και μειώνει τον ανταγωνισμό (Παπαδάκης, 2002).

iii. Ο τύπος Concentric

Ο **τύπος Concentric** αφορά σε συγχωνεύσεις-εξαγορές μεταξύ εταιρειών που αξιοποιούν την ίδια τεχνολογία ή η μία εξαρτάται από την τεχνολογία της άλλης.

➤ **Ασυσχέτιστες**

Οι **ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις** οδηγούν σε συγκρότηση εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους, των οποίων οι δραστηριότητες δεν συνδέονται μεταξύ τους. Η συγκεκριμένη διαδικασία αντιπροσωπεύει συνενώσεις εταιρειών που είτε παράγουν διαφορετικά προϊόντα είτε πωλούν τα προϊόντα τους σε ξεχωριστές αγορές. Ο όμιλος εταιρειών (που δημιουργείται) μέσω της διαδικασίας αυτής, προχωράει τόσο στην επέκταση/αύξηση των προϊόντων του, όσο και στην επέκταση του, στις αγορές.

IV. Ταξινόμηση με βάση τις αποσχίσεις που ακολουθούν τις κινήσεις των Ε&Σ.

➤ **Sell-offs**

Με τον όρο **Sell-offs** εννοούμε την πώληση τμημάτων ή επιχειρηματικών μονάδων της εταιρείας, με αντάλλαγμα μετρητά ή αξιόγραφα της αγοράζουσας εταιρείας (Weston, 2004).

➤ **Spin-offs**

Με τον όρο **Spin-offs** εννοούμε την πώληση θυγατρικής εταιρείας από τη μητρική και την δημιουργία μιας νέας ανεξάρτητης εταιρείας. Η διαδικασία αυτή πραγματοποιείται με την αναλογική διανομή των μετοχών της θυγατρικής της εταιρείας στους μετόχους της μητρικής (Weston, 2004).

➤ **Split-offs**

Με τον όρο **Split-offs** εννοούμε την μεταβίβαση των μετοχών της θυγατρικής εταιρείας σε κάποιους από τους μετόχους της μητρικής. Η διαδικασία αυτή, πραγματοποιείται μέσω ανταλλαγής των μετοχών που κατέχουν οι μέτοχοι στη μητρική εταιρεία (Weston, 2004).

➤ **Split-ups**

Με τον όρο **Split-ups** εννοούμε την διαίρεση της μητρικής εταιρείας σε πολλές ξεχωριστές εταιρείες, μέσω μιας αλυσίδας αποσκιρτήσεων. Η εταιρεία παύει να υφίσταται και οι μετοχές της κατανέμονται στους μετόχους της (Weston, 2004).

➤ **Carve-outs**

Με τον όρο **Carve-outs** εννοούμε την μείωση του ποσοστού ιδιοκτησίας που κατέχει η μητρική εταιρεία στη θυγατρική και κατ' επέκταση την παραίτηση από τα δικαιώματα της, προχωρώντας σε Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου (ΑΜΚ) δια δημόσιας εγγραφής της θυγατρικής της (Weston, 2004).

➤ **Liquidations**

Με τον όρο **Liquidations** εννοούμε την εκκαθάριση-πώληση όλων των περιουσιακών στοιχείων που διαθέτει η εταιρεία, ούτως ώστε να παύσει να υπάρχει πλέον.

V. Άλλες διακρίσεις επιχειρηματικών μετατροπών που αποτελούν μορφές Ε&Σ.

➤ **Management Buy-Outs (MBOs)**

Το **MBOs** είναι μία μορφή εξαγοράς όπου έχουμε την απόκτηση του ελέγχου της εταιρείας από μια ομάδα διοικητικών στελεχών ή/και άλλης ομάδας επενδυτών που μετατρέπεται σε μη εισηγμένη. Οι αγοραστές καταβάλλουν ένα μέρος του κεφαλαίου, ενώ τα υπόλοιπα κεφάλαια για τη συγκεκριμένη διαδικασία αντλούνται από επενδυτικές τράπεζες σε μορφή δανειακού και μετοχικού δανεισμού.

➤ **Leveraged Buy-Outs (LBOs)**

Με το **LBOs** προχωράμε στην εξαγορά όλων των περιουσιακών στοιχείων ή μετοχών μιας εταιρείας από μία ομάδα επενδυτών, διαμέσου μιας συναλλαγής

που χρηματοδοτείται κυρίως με δανεισμό. Μετά τη διαδικασία της εξαγοράς, η αγοραζόμενη εταιρεία λειτουργεί σαν εταιρεία κλειστού τύπου.

➤ **Reverse LBOs**

Με το **Reverse LBOs** μία εταιρεία που έχει μετατραπεί σε ιδιωτική, γίνεται ξανά εισηγμένη, πιθανότατα μέσω της πώλησης της μετοχής των αρχικών επενδυτών με δημόσια εγγραφή στο ευρύ επενδυτικό κοινό (Κυριαζής Δ., 2016).

Αφού καλύψαμε το κεφάλαιο με τους ορισμούς και τις βασικές έννοιες, στο επόμενο κεφάλαιο θα εξετάσουμε τα κίνητρα με τα οποία οι εταιρείες μπορούν να οδηγηθούν σε Ε&Σ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΚΙΝΗΤΡΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

2.1 Εισαγωγή

Στην συγκεκριμένη ενότητα θα αναλυθούν τα κίνητρα με τα οποία οι εταιρείες μπορούν να οδηγηθούν σε μια Ε&Σ. Τα κίνητρα με τα οποία οι εταιρείες καταφεύγουν σε Ε&Σ, θα πρέπει να μελετώνται σε σύγκριση με τους εναλλακτικούς τρόπους μεγέθυνσης οι οποίοι βρίσκονται διαθέσιμοι. Οπότε, υπάρχουν κάποια βασικά κίνητρα τα οποία ωθούν τις εταιρείες στις Ε&Σ (Κυριαζής Δ., 2016), όπως:

1. Οικονομικές θεωρίες
2. Διοικητικές θεωρίες
3. Χρηματοοικονομικές θεωρίες
4. Στρατηγικές θεωρίες
5. Θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών

2.2 Οικονομικές θεωρίες

Οι θεωρίες αυτές υποστηρίζουν ότι τα κίνητρα των Ε&Σ είναι κατά κύριο λόγο οικονομικά. Στη συγκεκριμένη ομάδα εντάσσονται οι ακόλουθες θεωρίες:

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

Η θεωρία αυτή στηρίζεται πάνω στη νεοκλασική οικονομική προσέγγιση, η οποία υποστηρίζει ότι οι εταιρείες, για να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον, προβάλλουν στόχους για τη μεγιστοποίηση των κερδών, που μεταφράζεται σε μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων [(Alchian, 1950), (Friedman, 1953), (Becker, 1962)].

Η μεγιστοποίηση των κερδών από τις Ε&Σ μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε, **I) από την αύξηση της αποτελεσματικότητας** που οδηγεί στη μείωση του κόστους των προϊόντων, είτε **II) από την αύξηση της δύναμης στην αγορά** που οδηγεί στην αύξηση των τιμών των προϊόντων (Κυριαζής Δ., 2016).

I. Η αυξημένη αποτελεσματικότητα αποκτάται μέσω της επίτευξης συνεργιών σε:

- **Λειτουργικό επίπεδο**

Οι συνέργειες του **λειτουργικού επιπέδου**, προκύπτουν από τις οικονομίες φάσματος, από τις οικονομίες κλίμακος, καθώς και από τις οικονομίες μάθησης και εμπειρίας. Οι οικονομίες φάσματος και μάθησης πραγματοποιούνται περισσότερο στην περίπτωση των συγχωνεύσεων εταιρειών με ασυσχέτιστες ή/και συσχετισμένες δραστηριότητες, ενώ οι οικονομίες κλίμακος, μπορούν να πραγματοποιηθούν στην περίπτωση των οριζόντιων συγχωνεύσεων (Κυριαζής Δ., 2016).

- **Διοικητικό επίπεδο**

Οι συνέργειες του **διοικητικού επιπέδου** προκύπτουν από την αντικατάσταση μιας μη αποδοτικής ομάδας management της εξαγοραζόμενης εταιρείας από μία αποτελεσματική, που θα προέρχεται από την εξαγοράζουσα εταιρεία, ή από το μοίρασμα των ικανοτήτων των διοικητικών ομάδων των συγχωνευόμενων εταιρειών (Κυριαζής Δ., 2016).

- **Χρηματοοικονομικό επίπεδο**

Οι συνέργειες του **χρηματοοικονομικού επιπέδου** μπορούν να προκύψουν από:

- i. **Την αυξημένη δανειακή ικανότητα** που προέρχεται από τη διαφορά μεταξύ των συγχωνευμένων εταιρειών και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης ή από την μείωση της συσχέτισης των ταμειακών ροών των συγχωνευμένων εταιρειών, ώστε οι ροές της μιας εταιρείας, να «ασφαλίζουν» τις ροές της άλλης. Με τον τρόπο αυτό, μειώνεται ο κίνδυνος χρεωκοπίας της ενιαίας εταιρείας (Lewellen, 1971).

- ii. **Τη διαφορά μεταξύ πλεοναζόντων ταμειακών ροών** στην εταιρεία του **bidder** και επενδυτικών ευκαιριών της εταιρείας του **target** [(Markham, 1973), (Myers and Majluf, 1984)].
- iii. **Τις φορολογικές εξοικονομήσεις** που προκύπτουν, είτε με τη μεταφορά ζημιών από τη μία εταιρεία στην άλλη, ώστε να επιτύχουμε μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή, είτε από φορολογικά κίνητρα που παρέχει η εκάστοτε κυβέρνηση, όπως για παράδειγμα: μειωμένους φορολογικούς συντελεστές σε συγχωνεύσεις εταιρειών [(Auerbauch and Reishus, 1987), (Hayn, 1989), (Κυριαζής Δ., 2016)].

II. Η αύξηση της δύναμης στην αγορά.

Η αύξηση της δύναμης στην αγορά προέρχεται κυρίως μέσω της οριζόντιας συγχώνευσης και είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος που μπορεί να κατευθύνει την ενιαία εταιρεία σε αύξηση της κερδοφορίας της, με αποτέλεσμα την δημιουργία μονοπωλιακών κερδών. Το συγκεκριμένο φαινόμενο παρατηρείται και στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων (Κυριαζής Δ., 2016).

2. **Ασυμμετρία πληροφόρησης.**

Βάση της **ασυμμετρίας πληροφόρησης**, οι Ε&Σ προκαλούνται λόγω των διαφορετικών εκτιμήσεων στην αξία των εταιρειών-στόχων που προέρχονται από την ασύμμετρη κατανομή των πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών στην αγορά. Με άλλα λόγια, αυτό που παρακινεί την διοίκηση της αγοράστριας εταιρείας (bidder) να προχωρήσει σε προσφορά εξαγοράς/συγχώνευσης μίας άλλης εταιρείας, είναι ότι στηρίζεται στις προνομιακές πληροφορίες, ότι η εταιρεία αυτή είναι υποτιμημένη από την αγορά και κατά συνέπεια, πραγματοποιώντας την εξαγορά/συγχώνευση, μπορεί να αξιοποιήσει την πραγματική δύναμη, που θα του προσφέρει η εταιρεία. Το γεγονός ότι ένας bidder μπορεί να αποδώσει στην εξαγοραζόμενη εταιρεία μία υψηλότερη αξία, μεταφέρει ένα μήνυμα στην αγορά και συγκεκριμένα στους άλλους επίδοξους bidders, ότι η πραγματική αξία της συγκεκριμένης εταιρείας είναι μεγαλύτερη και αυτό έχει ως αποτέλεσμα να υπάρχουν περιθώρια κέρδους (Κυριαζής Δ., 2016).

Η μελέτη που πραγματοποιήθηκε από τους Bradley, Kim and Desai το 1983, δεν επιβεβαίωσε απερίφραστα τη σχέση μεταξύ της δραστηριότητας των εξαγορών/συγχωνεύσεων και της ασυμμετρίας των πληροφοριών. Η συγκεκριμένη μελέτη έδειξε, ότι οι υψηλές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών-στόχων (targets) που έχουν δεχθεί τη δημόσια προσφορά, δεν διατηρούνται εάν οι προσφορές αποτύχουν εξαιτίας συνεργειών που δεν πραγματοποιήθηκαν, κάτι το οποίο μεταφράζεται ως εξασθένηση της θέσης της εταιρείας, έναντι του ανταγωνισμού που υπάρχει (Bradley, Kim and Desai, 1983).

3. Θεωρία οικονομικής διαταράξεως των αγορών.

Η θεωρία της οικονομικής διαταράξεως αναφέρεται στις αντιδράσεις των επενδυτών για τους εξωγενείς παράγοντες όπως ρευστότητα, νέες τεχνολογίες και υποκατάστατα προϊόντα, αύξηση οικονομικής δραστηριότητας κλπ. Όταν συμβαίνουν τέτοιου είδους διαταραχές, ο επενδυτής γίνεται απαισιόδοξος για το μέλλον και εκτιμάει πως η αγορά αυτή, δεν έχει κριθεί ορθά, συνεπώς διακόπτει την διαδικασία εξαγοράς/συγχώνευσης της εταιρείας, δίνοντας την σκυτάλη σε άλλους επενδυτές. Το φαινόμενο αυτό, προκαλεί αρκετές μεταβολές στις τιμές των μετοχών των εταιρειών-στόχων [(Gort, 1969), (Mitchell and Mulherin, 1996), (Harford, 2005), (Κυριαζής Δ., 2016)].

4. Θεωρία υπεραντίδρασης και υπερτίμησης της αγοράς.

Η θεωρία υπεραντίδρασης και υπερτίμησης της αγοράς αναφέρεται στο ότι, οι αγορές έχουν την τάση να αντιδρούν υπερβολικά στις ανακοινώσεις ευχάριστων ή δυσάρεστων πληροφοριών, σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο. Αυτό συμβαίνει λόγω της μη-ορθολογικής ψυχολογίας των επενδυτών. Το φαινόμενο αυτό, έχει ως αποτέλεσμα να πραγματοποιούνται εξαγορές/συγχωνεύσεις με ανταλλαγή των μετοχών όταν υπάρχει άνοδος των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές, δηλαδή οι εταιρείες εκμεταλλεύονται τις υπερτιμημένες μετοχές για να αγοράσουν/συγχωνευθούν με άλλες εταιρείες, οι οποίες κατέχουν λιγότερο υπερτιμημένες μετοχές [(Gort, 1969), (Geroski, 1984), (Shiller, 1984 & 1989), (DeBondt and Thaler, 1985), (DeBondt and Thompson, 1992), (Shleifer and Vishny, 2003)].

5. Θεωρία παιγνίων.

Η **θεωρία των παιγνίων** εστιάζει κυρίως στην «λήψη σωστών αποφάσεων», όταν εκείνοι που λαμβάνουν αποφάσεις, δρουν ορθολογικά. Η συγκεκριμένη θεωρία περιγράφει την αντίδραση των εταιρειών σε πιθανές ενέργειες των ανταγωνιστών τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι Ε&Σ των πετρελαϊκών εταιρειών την περίοδο του 1991-2001, μεταξύ των British Petroleum (BP)-Amoco, BP-Conoco, Chevron-Texaco και Mobil-Exxon (Κυριαζής Δ., 2016).

2.3 Διοικητικές θεωρίες

Οι **διοικητικές θεωρίες** αναφέρονται στις καταστάσεις που υπάρχουν στις αγορές στις οποίες δεν επικρατεί τέλειος ανταγωνισμός, με συνέπεια οι μάνατζερ των εταιρειών να προσπαθούν να επιτύχουν την αύξηση του μεγέθους, αντί για την αύξηση των κερδών [(Winter, 1964), (Marris, 1964), (Galbraith, 1967)].

Οι διοικητικές θεωρίες μπορούν να διακριθούν σε δύο κατηγορίες:

1. Πρόβλημα αντιπροσώπευσης.

Στους σύγχρονους επιχειρηματικούς οργανισμούς παρατηρείται η διάκριση μεταξύ των ιδιοκτητών-μετοχών και των εκπροσώπων-εργαζομένων, με συνέπεια να δημιουργούνται διαφορετικά συμφέροντα μεταξύ τους. Συγκεκριμένα, οι managers δεν ακολουθούν τα συμφέροντα για τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων και από την άλλη πλευρά οι μέτοχοι, δεν μπορούν να ελέγξουν αποτελεσματικά την απόδοση των μάνατζερ, προχωρώντας στην επιβολή σημαντικών κοστών ελέγχου. Το συγκεκριμένο πρόβλημα δημιουργείται κυρίως όταν οι μάνατζερ δεν κατέχουν καμία ιδιοκτησία του κεφαλαίου της εταιρείας τους. Με την εξαγορά/συγχώνευση άλλων εταιρειών, οι managers αποκτούν κίνητρο, ώστε να αυξήσουν το μέγεθος της εταιρείας τους καθώς και το κύρος τους, εις βάρος της κερδοφορίας. Με την ύπαρξη των ελεύθερων ταμειακών ροών (Free Cash Flows), έχουμε την ενθάρρυνση των managers να ασχοληθούν με δραστηριότητες που αφορούν εξαγορές/συγχωνεύσεις,

αντί να μοιράζουν μερίσματα. Για τον παραπάνω λόγο, έχουν τη δυνατότητα να λαμβάνουν αποφάσεις που τελικά μειώνουν την αξία των μετοχών. Το συγκεκριμένο πρόβλημα μπορεί να ελαχιστοποιηθεί, εάν τα συμφέροντα των μετόχων συμφωνούν με αυτά των διοικήσεων [(Jensen and Meckling, 1976), (Mueller, 1980), (Fama, 1980), (Fama and Jensen, 1983), (Jensen, 1986), (Golubov, Petmezas and Travlos, 2012)]. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω κάποιων βελτιωμένων εσωτερικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης όπως:

- Η Ιδιοκτησία μετοχών από τη διοίκηση.
- Τα συστήματα ανταμοιβών της διοίκησης.
- Το υψηλό ποσοστό ιδιοκτησίας μεγάλων μετόχων.
- Η ύπαρξη μηχανισμών αμύνης για προσφορές εχθρικών εξαγορών.
- Ο διαχωρισμός του ρόλου του Γενικού Διευθυντή από αυτόν του Προέδρου και συμμετοχή μη εκτελεστικών διευθυντών στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας.

2. Αλαζονεία των διοικητικών στελεχών.

Σύμφωνα με τον Roll (1986), τα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών που στο παρελθόν είχαν καλή απόδοση, πολλές φορές καταφεύγουν σε λανθασμένες εκτιμήσεις για την εξαγορά/συγχώνευση εταιρειών. Αυτό συμβαίνει εξαιτίας της υπερβολικής αισιοδοξίας και εμπιστοσύνης που τρέφουν στις ικανότητές τους, να αναγνωρίσουν επενδυτικές ευκαιρίες (Roll, 1986).

2.4 Χρηματοοικονομικές θεωρίες

Οι χρηματοοικονομικές θεωρίες αποτελούν ανάμειξη των διοικητικών και οικονομικών θεωριών, υπό την προϋπόθεση ότι το ρόλο για την προώθηση της μεγιστοποίησης των κερδών, κάτω από τους περιορισμούς που θέτει το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, τον κατέχει η ίδια η αγορά, αξιοποιώντας τον μηχανισμό των εξαγορών/συγχωνεύσεων (Κυριαζής Δ., 2016).

Οι χρηματοοικονομικές θεωρίες μπορούν να διακριθούν σε δύο κατηγορίες:

1. Εταιρικός έλεγχος της αγοράς.

Σύμφωνα με τον Manne (1965) ο **εταιρικός έλεγχος της αγοράς** πραγματοποιείται σε περίπτωση που οι managers λαμβάνουν αποφάσεις που ζημιώνουν τα συμφέροντα των μετόχων, προκαλώντας μείωση της αξίας των μετοχών, των συγκεκριμένων εταιρειών. Με τον εταιρικό έλεγχο η αγορά μέσω του μηχανισμό των εξαγορών/συγχωνεύσεων επεμβαίνει προκειμένου, είτε να εκδιώξει την αναποτελεσματική ομάδα management, εάν ολοκληρωθεί η εξαγορά, είτε να τους δώσει την ευκαιρία να προχωρήσουν στην αποκατάσταση της απόδοσης της εταιρείας τους, εάν ματαιώσουν την επικείμενη εξαγορά. Παράλληλα, οι εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλή απόδοση προ της προσφοράς εξαγοράς, γίνονται στόχος εξαγοράς και στη συνέχεια τελικά εξαγοράζονται. Με την συγκεκριμένη διαδικασία έχουμε την ύπαρξη εχθρικών εξαγορών οι οποίες λειτουργούν ως πειθαρχικός μηχανισμός της αγοράς [(Fredman, 1953), (Baumol, 1965), (Manne, 1965), (Jensen and Ruback, 1983), (Holl and Pickering, 1988), (Morck, Shleifer and Vishny, 1988a), (Holl and Kyriazis, 1997)].

2. Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών.

Η **θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών** αποτελεί, μία επιλογή περιουσιακών στοιχείων αντί για αξιογράφων και θεωρεί ως κατάλληλη επιλογή πέρα των άλλων λύσεων, τις εξαγορές εταιρειών. Η επιλογή μιας εξαγοράς, αποτελεί ένα δικαίωμα αγοράς (Call-Option) στα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας, που ξεκινά μία σειρά από επιλογές στρατηγικού χαρακτήρα. Αντίθετα, η πώληση της εταιρείας αποτελεί ένα δικαίωμα πώλησης (Put-Option). Το στοιχείο του κινδύνου υπάρχει σε διάφορα σημεία της διαδικασίας της εξαγοράς/συγχώνευσης, με τη διαφορά ότι στην περίπτωση των Real-Options, ο κίνδυνος είναι πολύ μεγαλύτερος, λόγω του ότι δεν είναι δυνατή η ακύρωση του συμβολαίου και ο καταμερισμός του κινδύνου σε κάποιον τρίτο που ενεργεί ως εγγυητής (Κυριαζής Δ., 2016)

2.5 Στρατηγικές θεωρίες

Οι στρατηγικές θεωρίες είναι αλληλένδετες με τις οικονομικές θεωρίες, που αναλύθηκαν προηγουμένως. Σύμφωνα λοιπόν με τον Porter (1985), αποτελεί απόρροια επιλογής της κατάλληλης στρατηγικής, η απόφαση του εξωτερικού τρόπου ανάπτυξης μέσω των εξαγορών, πάντα σε ισορροπία με την κατάλληλη επιλογή στρατηγικών όπως διαφοροποίηση προϊόντων, ηγεσία κόστους κλπ., με σκοπό τη δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος (Porter, 1985).

2.6 Θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών

Η θεωρία αυτή, αντιμετωπίζει τις διαδικασίες διοικητικών αποφάσεων μέσα σε ένα οργανισμό ως μη-ορθολογικές, που είναι ευάλωτες σε ένα σύνολο διάφορων πιέσεων, κυρίως πολιτικού χαρακτήρα. Μέσα σε έναν οργανισμό υπάρχουν διαφορετικοί υπεύθυνοι, ο καθένας με διαφορετικά κριτήρια, προσδοκίες και προτεραιότητες σχετικά με μία εξαγορά/συγχώνευση. Με αυτό τον τρόπο, δημιουργείται η ανάγκη για ένα ενιαίο συντονισμό και διαχείριση, των πολύπλοκων διαδικασιών και διοικητικών αποφάσεων, για τη συγκεκριμένη ενέργεια (εξαγορά/συγχώνευση) (Κυριαζής Δ., 2016).

Αναλύοντας τα κίνητρα των Ε&Σ στο κεφάλαιο αυτό, παρακάτω θα εξετάσουμε τόσο τις στρατηγικές που ακολουθούν οι αγοράστριες εταιρείες (Bidders) όσο και τις μορφές άμυνας που μπορούν να εφαρμόσουν οι εταιρείες-στόχοι (Targets).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ Ε&Σ ΚΑΙ ΜΟΡΦΕΣ ΑΜΥΝΗΣ

3.1 Εισαγωγή

Σε αυτή την ενότητα θα αναλυθούν 2 κατηγορίες, η μία αφορά τις στρατηγικές που ακολουθούνται σε Ε&Σ και η άλλη κατηγορία αφορά τις μορφές άμυνας που μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε διαδικασίες Ε&Σ.

Τα κίνητρα που ακολουθούν οι διοικήσεις και οι μέτοχοι των δύο εταιρειών μπορεί να διαφέρουν μεταξύ τους. Τα κίνητρα που στοχεύει η αγοράστρια εταιρεία είναι να ολοκληρωθεί γρήγορα και με το χαμηλότερο δυνατό κόστος η εξαγορά, ενώ από την άλλη πλευρά τα κίνητρα της εξαγοραζόμενης εταιρείας είναι η προσπάθεια αύξησης του τιμήματος εξαγοράς της ή ακόμα και η προσπάθεια ματαίωσης της εξαγοράς. Η τελευταία περίπτωση μπορεί να οφείλεται στα διαφορετικά συμφέροντα που έχουν μεταξύ τους οι 2 εταιρείες ή στο ότι η αγοράστρια εταιρεία επιθυμεί την μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων. Επομένως, για να ολοκληρωθεί η διαδικασία εξαγοράς μεταξύ δύο εταιρειών, η αγοράστρια εταιρεία (Bidder) θα πρέπει να αποκτήσει τουλάχιστον το 50% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας-στόχου (Target) [(shareholder entrenchment hypothesis – Stulz, 1988)(Κυριαζής Δ., 2016)].

3.2 Στρατηγικές & τακτικές αγοραστών (Bidders)

3.2.1 Τα στάδια διαδικασίας Ε&Σ

Χρειάζεται να καθοριστεί από την πλευρά του αγοραστή, ο λόγος της στρατηγικής εξαγορών σε συνάρτηση με την εταιρική στρατηγική, επιλέγοντας την κατάλληλη εταιρεία-στόχο (Κυριαζής Δ., 2016). Σε αυτή την περίπτωση θα χρειαστεί να διασπάσουμε σε έξι στάδια τη διαδικασία των συγχωνεύσεων:

1. Η ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής και στρατηγικής εξαγορών.

Στο στάδιο αυτό αναφέρεται η επιλογή της καταλληλότερης εταιρικής στρατηγικής σε σχέση με τις ανταγωνιστικές στρατηγικές. Οι στρατηγικές αναλύσεις τύπου

SWOT, PEST και 5 δυνάμεις του Porter βοηθούν στην κατάληξη της εταιρικής στρατηγικής, η οποία μπορεί να είναι κάθετη ή οριζόντια ολοκλήρωση, συσχετισμένη ή άσχετη διαφοροποίηση ή/και εσωτερική ή εξωτερική ανάπτυξη (Κυριαζής Δ., 2016).

2. Η επιλογή κατάλληλης εταιρείας ή πολλών εταιρειών-στόχων εξαγοράς.

Στο συγκεκριμένο στάδιο πραγματοποιείται η αξιολόγηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας, βάσει 2 κριτηρίων:

- i.** Της στρατηγικής καταλληλότητας της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη εταιρεία, προκειμένου να επιτευχθεί το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.
- ii.** Της δημιουργίας αξίας από την διαδικασία της συγχώνευσης η οποία ερμηνεύεται σε απόδοση πάνω από το κόστος κεφαλαίου.

Η εξαγοραζόμενη εταιρεία θα πρέπει να ακολουθεί τα κριτήρια του Bidder, τα οποία έχουν σχέση με τη στρατηγική του. Προκειμένου να αναγνωρίζεται η υποψήφια εταιρείας-στόχος, χρειάζεται να δημιουργηθεί μια λίστα υποψηφίων εταιρειών. Η λίστα αυτή θα βασίζεται στα κριτήρια εξαγοράς, σε φορολογικά και νομικά θέματα κλπ. Μια καλή λύση ώστε να επιλεγεί η κατάλληλη εταιρεία-στόχος, μπορεί να θεωρηθεί η ανάλυση SWOT (Κυριαζής Δ., 2016).

3. Η οικοδόμηση της συμφωνίας εξαγοράς και διαπραγμάτευση.

Το συγκεκριμένο στάδιο αναφέρεται στα τεχνικά θέματα (Κυριαζής Δ., 2016), τα οποία έχουν σχέση με:

- i.** Την επιλογή συμβουλευτικών μελών, όπως φορολογικών συμβουλών, δικηγόρων, επενδυτικών τραπεζών κλπ.
- ii.** Τον λεπτομερή έλεγχο της εταιρείας στόχου από μία εξειδικευμένη ομάδα συμβούλων/ελεγκτών, με σκοπό την αναζήτηση και την συγκέντρωση της πληροφορίας που αφορά τις πλευρές της εξαγοραζόμενης εταιρείας (φορολογικές, οικονομικές, νομικές κλπ.).

- iii. Την αποτίμηση της εταιρείας-στόχου, χρησιμοποιώντας τις κατάλληλες μεθόδους και τον καθορισμό της κλίμακας τιμών του premium, που είναι πρόθυμη να καταβάλει η εξαγοράζουσα εταιρεία προκειμένου να αποκτήσει τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης.
- iv. Ο καθορισμός των θέσεων που θα καταλάβει το κάθε στέλεχος της διοικητικής ομάδας μετά τη διαδικασία της εξαγοράς/συγχώνευσης.

4. Η ανάπτυξη των διαφόρων τακτικών εξαγοράς από πλευράς Bidder, σύμφωνα με το ισχύον νομικό πλαίσιο.

Το στάδιο αυτό αναφέρεται κυρίως στις ενέργειες οι οποίες πρέπει να πραγματοποιηθούν τόσο κατά την περίοδο πριν την προσφορά όσο και για την περίοδο μετά από αυτήν, προκειμένου με πιο γρήγορους ρυθμούς και με το λιγότερο δυνατό κόστος να αποκτηθεί η εταιρείας-στόχος (Κυριαζής Δ., 2016).

Οι ενέργειες που πρέπει να ακολουθηθούν για την επίτευξη των παραπάνω, είναι η εξής:

- i. Ο περιορισμός του κόστους συναλλαγής για διαφημίσεις, αμοιβές σε συμβούλους και δικηγόρους, Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης (Μ.Μ.Ε.) κλπ.
- ii. Ο περιορισμός του control premium της προσφοράς.
- iii. Η απόκτηση μετοχών από την εταιρεία-στόχο. Η ενέργεια αυτή πραγματοποιείται μέσω της πώλησης ή αγοράς ιδιωτικών πακέτων, δίνοντας τη δυνατότητα στην αγοράστρια εταιρεία, να επιτύχει και ταυτόχρονα να μειώσει το bid premium [(Shleifer and Vishny, 1986),(Κυριαζής Δ., 2016)].
- iv. Η δημιουργία σχέσεων με τα διοικητικά στελέχη της εταιρείας-στόχου, προκειμένου η διαδικασία της προσφοράς να γίνει φιλική. Με αυτό τον τρόπο, ελαχιστοποιείται η αύξηση του bid premium και ταυτόχρονα πολλαπλασιάζονται οι πιθανότητες επιτυχίας του bid (Κυριαζής, 2016).

- v. Ο καθορισμός των τακτικών επίθεσης σε περίπτωση εχθρικών προσφορών (Κυριαζής, 2016). Ορισμένες από τις τακτικές αυτές είναι:
- Οι ισχυρές σχέσεις με την κυβέρνηση και με ενδιαφερόμενες ομάδες, πέρα των μετόχων.
 - Η δυσφήμιση της παρούσας διοικητικής ομάδας της εταιρείας-στόχου.
 - Η εξασφάλιση μετοχών από την αγορά.
 - Η δημιουργία συμμαχιών με μεγάλους μετόχους όπως τράπεζες, επενδυτές κλπ.
 - Η επιλογή πεπειραμένου συμβούλου, όπως δικηγόρου, ελεγκτή κτλ.
 - Η ανανέωση των όρων προσφοράς και του bid premium.
 - Η επιλογή του κατάλληλου «timing» π.χ. όταν το PE (Price to Earnings Ratio) της εταιρείας-στόχου είναι χαμηλό, σε αντίθεση με τους ανάλογους δείκτες της αγοράστριας εταιρείας.

5. Η ενσωμάτωση της εξαγορασθήσας εταιρείας.

Στο στάδιο αυτό αναφέρεται η διαχείριση των προβλημάτων της εξαγοραζόμενης εταιρείας καθώς και η διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού, όπως εταιρική κουλτούρα θέματα προσωπικού κλπ. Άλλες ενέργειες που πρέπει να πραγματοποιηθούν είναι η ενοποίηση των συστημάτων παραγωγής, πληροφόρησης και οργάνωσης των εμπλεκόμενων εταιρειών (Bidder-Target) (Κυριαζής Δ., 2016).

6. Η αξιολόγηση της εξαγοράς/συγχώνευσης και εκμάθησης.

Το τελευταίο στάδιο αφορά την εξαγωγή συμπερασμάτων για το τι πραγματοποιήθηκε ή δεν πραγματοποιήθηκε σωστά και αν η διαδικασία της εξαγοράς/συγχώνευσης ήταν επιτυχής ή όχι (Κυριαζής Δ., 2016).

3.2.2 Η επίπτωση των στρατηγικών των αγοραστών

Μελέτες που βασίζονται στην περίπτωση του bidder's toehold, όπου προσφέρεται σε μετόχους της εταιρείας-στόχου, μας εμφανίζουν ουδέτερα αποτελέσματα (Κυριαζής Δ., 2016). Οι δύο επιπτώσεις μπορούμε να χαρακτηρίσουμε είναι:

- Η διαδικασία πληρωμής (μετρητά αντί μετοχές) επηρεάζει με θετικό πρόσημο την απόδοση των μετόχων των εμπλεκόμενων εταιρειών (Bidder-Target) καθώς και το τελικό αποτέλεσμα της προσφοράς [(Travlos, 1987), (Jenkinson and Mayer, 1991), (Sudarsanam, Holl and Salami, 1996), (Κυριαζής Δ., 2016)].
- Το ποσοστό των μετοχών όπου κατέχουν μεγάλοι μέτοχοι, επενδυτές και διοικητικά στελέχη της εταιρείας-στόχου, επηρεάζουν την απόδοση των μετοχών των εμπλεκόμενων εταιρειών καθώς και το τελικό αποτέλεσμα της προσφοράς [(Holl and Kyriazis, 1997), (Malatesta and Walkling, 1988)].

3.3 Στρατηγικές εταιρειών-στόχων εξαγοράς (Targets)

3.3.1 Τα κίνητρα της αντίστασης στην εξαγορά

Εξαιτίας της αντιπροσώπευσης, τα κίνητρα που έχουν οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου, δεν συμβαδίζουν με αυτά των διοικητικών στελεχών. Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης καθορίζει σε μεγάλο βαθμό την διάθεση (εχθρική ή φιλική) του bid. Επομένως, πρέπει να εξετάζονται τα κίνητρα της αντίστασης των στελεχών της εταιρείας-στόχου (Κυριαζής, 2016). Τέτοια κίνητρα είναι:

- Η αύξηση της αξίας των μετοχών τους, αποκτώντας μεγαλύτερο bid premium.
- Η προσπάθεια των διοικητικών στελεχών να κρατήσουν την θέση τους και κατ' επέκταση όλα τα προνόμια που απορρέουν από αυτήν.

Ανάλογα λοιπόν με κίνητρα που θα εφαρμοστούν κατά την περίοδο της προσφοράς, θα εξαρτηθεί η στάση των στελεχών.

Με βάση τα παραπάνω φαίνεται ότι η επίδραση της αντίστασης των διοικήσεων των εταιρειών-στόχων πάνω στον πλούτο των μετόχων, κατά την διάρκεια των προσφορών E&S, δεν είναι μια σχέση η οποία μπορεί να προβλεφθεί εύκολα, εξαιτίας 2 παραγόντων:

1. Της πιθανότητας που υπάρχει να βοηθήσει στην αύξηση της αξίας της εταιρείας, πετυχαίνοντας ένα αυξημένο premium bid.

2. Της πιθανότητας να μπλοκαριστεί η εξαγορά/συγχώνευση της εταιρείας και να αντικατασταθεί η αναποτελεσματική ομάδα management, η οποία προχωράει σε λανθασμένες αποφάσεις και σε κακή αξιοποίηση των πόρων της εταιρείας.

Τόσο η διοίκηση της εταιρείας-στόχου όσο και οι μέτοχοι της, θα προσπαθούν να επωφεληθούν από την διαδικασία εξαγοράς της εταιρείας τους. Όμως οι αποφάσεις που θα παρθούν και από τις 2 πλευρές θα είναι σύμφωνα με τα συμφέροντά τους. Από τη μεριά της διοίκησης θα υπάρχουν προσπάθειες για την πώληση της εταιρείας σε μια αξιόλογη προσφορά, καθώς όμως και την προσπάθεια διατήρησης των θέσεων τους, μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας Ε&Σ. Αντίθετα, από τη μεριά των μετόχων οι οποίοι επιθυμούν και αυτοί μια αξιόλογη προσφορά προκειμένου να επωφεληθούν από τη συγκεκριμένη διαδικασία κυρίως προς το οικονομικό κομμάτι, χωρίς να τους ενδιαφέρει πολλές φορές η άποψη και οι αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου, για το πώς θα πρέπει να κινηθούν για την επίτευξη της διαδικασίας Ε&Σ.

Επομένως, οι σχέσεις του διοικητικού συμβουλίου με τους μετόχους της εταιρείας-στόχου πάντα θα διαφέρουν ανάλογα με τα συμφέροντα των δύο αυτών εμπλεκομένων. Ανεξάρτητα από το τι επιζητά η κάθε ομάδα (διοικητικό συμβούλιο-μέτοχοι) από την ολοκλήρωση της Ε&Σ της εταιρείας-στόχου, θα ήταν καλό η ύπαρξη συνεργασίας και από και τις δύο πλευρές, προκειμένου να επωφεληθούν όλοι από τη διαδικασία αυτή.

3.3.2 Οι στρατηγικές αμύνης των εταιρειών-στόχων εξαγοράς

Οι στρατηγικές αμύνης των εταιρειών-στόχων παρατηρούνται κυρίως στις Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο. Αυτό οφείλεται στο ότι συγκεκριμένες χώρες χρησιμοποιούν τον μηχανισμό της πειθαρχίας της αγοράς, για εταιρείες όπου η διοίκηση τους είναι μη αποτελεσματική. Από το 1999 το φαινόμενο των εχθρικών εξαγορών αρχίζει να εμφανίζεται και σε χώρες της Ε.Ε. Κάποια χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι το 1999 στην Ελλάδα η εξαγορά της τράπεζας εργασίας από την Eurobank και το 2000 στην Γερμανία με την εξαγορά της Mannesmann από τη Vodafone (Κυριαζής Δ., 2016).

Οι στρατηγικές άμυνας διακρίνονται στις εξής κατηγορίες:

1. Μορφές άμυνας που πραγματοποιούνται κατά την περίοδο πριν την προσφορά.

Η παρακάτω στρατηγικές έχουν ως στόχο την αύξηση του κόστους εξαγοράς, προκειμένου να κριθεί αδύνατη η απόκτηση της εταιρείας-στόχου (Κυριαζής Δ., 2016).

Πίνακας 3.1. Βασικές μορφές άμυνας κατά την περίοδο πριν την προσφορά.

Στρατηγική	Αποτέλεσμα
A. Εσωτερικές άμυνες	
1. Η βελτίωση λειτουργικής αποτελεσματικότητας και μείωση του κόστους.	Αύξηση των κερδών ανά μετοχή και της αξίας της εταιρείας.
2. Η επιχειρηματική αναδιάρθρωση δραστηριοτήτων.	Αύξηση των κερδών και της αξίας της επιχείρησης.
3. Η αλλαγή της δομής ιδιοκτησίας (αύξηση των δανειστών έναντι των μετόχων, καθιέρωση μετοχών με αυξημένα δικαιώματα ψήφου, αγορές ιδίων μετοχών από πολλούς οι βασικούς μετόχους κλπ.).	Δύσκολο να αποκτήσει τον έλεγχο ο bidder και δύσκολο να πραγματοποιηθεί ένα LBO.
4. Οι αλλαγές στη δομή της διοίκησης, όπως διοικητικά συμβούλια με μεγάλη διάρκεια θητείας των περισσοτέρων μελών και καθορισμός αποζημιώσεων μέλλον Δ.Σ.	Αύξηση του χρόνου και του κόστους για τον bidder.
5. Οι πολιτικοί και οι δημόσιες σχέσεις με συνδικαλιστικές ενώσεις και ταμεία εργαζομένων.	Χρήσιμες συμμαχίες, Employee Stock Ownership Plans (ESOPs).
B. Εξωτερικές άμυνες	
1. Οι καλές σχέσεις με τους μετόχους και τους επενδυτές ιδίως θεσμικούς.	Εξασφάλιση υποστήριξης από τους βασικούς μετόχους.
2. Η επικοινωνία και η καλή πληροφόρηση αναλυτών σχετικά με την εταιρική στρατηγική, επενδυτικά προγράμματα και πολιτικές χρηματοδότησης.	Μείωση του κινδύνου υποτίμησης των μετοχών, αύξηση του κόστους εξαγοράς.
3. Η δημόσια εικόνα.	Εχθρικότητα της κοινής γνώμης απέναντι στον εισβολέα.
4. Η συμμαχία με άλλες επιχειρήσεις, αμοιβαίες μετοχικές συνεργασίες με άλλες επιχειρήσεις.	Εξαιρετικά δύσκολη έως αδύνατη η απόκτηση ελέγχου.
5. Έλεγχος για pre-bid stake building.	Έγκαιρη ενεργοποίηση των στρατηγικών άμυνας.

Πηγή: Sudarsanam (1991)

2. Μορφές άμυνας που πραγματοποιούνται κατά την περίοδο μετά την προσφορά.

Παρακάτω θα δούμε μια ακολουθία από επιθέσεις σε στρατηγική του bidder, αναφορικά με την πρόταση εξαγοράς (Κυριαζής Δ., 2016).

Πίνακας 3.2. Βασικές μορφές άμυνας κατά την περίοδο μετά την προσφορά.

Μορφές Άμυνας	Περιγραφή και Σκοπός
1. Κείμενο απάντησης στην προσφορά.	Επίθεση στη λογική και στους όρους εξαγοράς.
2. Κείμενο μορφών άμυνας.	Αναφορά στην απόδοση και στις προοπτικές της εταιρείας target και επίθεση στην απόδοση και στις προοπτικές του bidder.
3. Προβλέψεις κερδών.	Προβλέψεις αυξημένων κερδών ώστε να φαίνεται εξευτελιστική η προσφορά του bidder.
4. Υπόσχεση για αύξηση μελλοντικών μερισμάτων.	Αύξηση αποδόσεων μετοχών υπό την τωρινή διοίκηση και σύγκριση με τις αποδόσεις που υπόσχεται ο bidder.
5. Αναπροσαρμογή αξίας περιουσιακών στοιχείων.	Αναπροσαρμογές αξίας υλικών και άυλων παγίων στοιχείων, ώστε να φαίνεται ότι ο bidder υποτιμά τον target.
6. Εκστρατεία αναζήτησης συμμάχων.	Προσπάθεια προσέλκυσης και άλλων υποψηφίων bidders.
7. Προσφυγή στις εποπτικές αρχές και στην επιτροπή ανταγωνισμού και μονοπωλίων.	Προσπάθεια για απαγόρευση της συγχώνευσης από τις εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές.
8. Προσφυγή στα δικαστήρια.	Προσπάθεια για απαγόρευση της συγχώνευσης από τις δικαστικές αρχές.
9. Εξαγορές άλλων εταιρειών και αποσχίσεις θυγατρικών και κλάδων.	Μεγάλη και απρόβλεπτη αύξηση του κόστους του bidder καθώς και σύγχυση της στρατηγικής του.
10. Συμμαχίες με συνδικαλιστικές ενώσεις και πολιτικούς.	Political lobbying εναντίον του bidder.
11. Συμμαχία με αγοραστές/προμηθευτές.	Προσπάθεια πειθούς των Αντιμονοπωλιακών αρχών ότι οι ελεύθερες σχέσεις με τους προμηθευτές και αγοραστές θα πληγούν.
12. Επίθεση στον bidder σε περιφερειακά θέματα.	π.χ. κατηγορίες κατά του bidder για θέματα διακρίσεων με βάση το φύλο, φυλή, ηλικία και μειονοτικά θέματα, οικολογικές ανησυχίες κλπ.
13. Αρνητική διαφήμιση του bid.	Μέσω M.M.E.

Πηγή: Sudarsanam (1991)

3.3.3 Η επίπτωση των μορφών άμυνας

Έπειτα από μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί, έχουν παρατηρηθεί ορισμένες επιπτώσεις που προκαλούν οι μορφές άμυνας. Τέτοιες επιπτώσεις είναι οι εξής:

- Σε μια εχθρική προσφορά τα κόστη άμυνας θεωρούνται αρκετά υψηλά τόσο για τους μετόχους της εταιρείας-στόχου, όσο και για τους μετόχους της αγοράστριας εταιρείας (Κυριαζής Δ., 2016).
- Οι διάφορες μορφές άμυνας πολλαπλασιάζουν τις πιθανότητες αποτυχίας της προσφοράς [(Walkling, 1985), (Subarsanam, 1994), (Holl and Kyriazis, 1996)].
- Τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών σχετικά με τις επιπτώσεις που έχουν οι διάφορες μορφές αμύνης και η αντίσταση, πάνω στον πλούτο των μετοχών της εταιρείας-στόχου, είναι ανάμεικτα (Κυριαζής Δ., 2016).
- Σε περίπτωση που η μορφή άμυνας έχει σκοπό να ματαιώσει την συγχώνευση, η οποία θα οδηγήσει σε δημιουργία αξίας, τότε αυτό θα επιβαρύνει τα συμφέροντα των μετόχων της εταιρείας-στόχου (Κυριαζής Δ., 2016).
- Με τις μορφές άμυνας, οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου έχουν ως σκοπό να αυξήσουν το ποσό της προσφοράς και τους όρους εξαγοράς (Κυριαζής Δ., 2016).

3.4 Παράγοντες επιτυχίας μιας Ε&Σ

Υπάρχουν αρκετοί παράγοντες επιτυχίας μιας εξαγοράς/συγχώνευσης εταιρειών. Παρακάτω θα αναλυθούν ορισμένοι από αυτούς τους παράγοντες, κάποιιοι εκ των οποίων είναι:

1. Η διάθεση της εξαγοράς/συγχώνευσης

Η φιλικότητα που εμπνέει η εξαγορά/συγχώνευση αποτελεί καθοριστικό παράγοντα στη διαδικασία της δημιουργίας αξίας. Αντίθετα, οι εχθρικότητα της εταιρείας-στόχου μπορεί να καταστρέψει την αξία αυτήν, για την αγοράστρια εταιρεία.

2. Η οργανωσιακή μάθηση

Αναφέρεται στην έρευνα που πραγματοποιείται από τα στελέχη της αγοράστριας εταιρείας σε παλαιότερες εξαγορές που έχουν προβεί, όσο και σε άλλες εξαγορές στον κλάδο, προκειμένου να κατέχουν την απαιτούμενη γνώση πάνω στις διαδικασίες αυτές.

3. Η έμφαση στην καινοτομία

Με την καινοτομία οι εταιρείες καταφέρνουν να επιτύχουν σε ένα περιβάλλον το οποίο αλλάζει συνεχώς και με αυτό τον τρόπο να αποκτήσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και ισχυρές σχέσεις με διάφορες ομάδες συμφερόντων στην αγορά.

4. Οι διασυνοριακές εξαγορές

Αναφέρεται στις διεθνείς E&Σ που πραγματοποιούνται με στόχο τη δημιουργία πλούτου μέσα από την αύξηση του μεριδίου αγοράς και την είσοδο της αγοράστριας εταιρείας σε μια νέα αγορά.

5. Οι χρηματοοικονομικοί παράγοντες

Χρηματοοικονομικοί παράγοντες μπορούν να θεωρηθούν το ποσοστό ιδιοκτησίας από στελέχη στην εταιρεία-στόχο, ο βαθμός συμμετοχής της αγοράστριας εταιρείας στην εταιρεία-στόχο πριν από τη διαδικασία εξαγοράς, ο βαθμός συσχέτισης, η υποαπόδοση της εταιρείας-στόχου πριν από τη διαδικασία εξαγοράς κλπ.

6. Η ενσωμάτωση της πληροφοριακής τεχνολογίας

Αφορά την απαραίτητη πλέον συμμετοχή των υπευθύνων από την πληροφοριακή τεχνολογία στις διαπραγματεύσεις της εξαγοράς, για τη καταγραφή όλου του εξοπλισμού, των συμβολαίων και την αξία τους, προκειμένου να δημιουργηθούν δυνατές συνεργίες.

3.5 Προϋποθέσεις επιτυχίας μιας E&Σ

Μια E&Σ μπορεί να θεωρηθεί επιτυχημένη κρίνοντας την βάση κάποιων μεθόδων, κάποιοι εκ των οποίων είναι:

1. Η μελέτη λογιστικής

Η συγκεκριμένη μέθοδος έχει να κάνει με την ανάλυση εταιρικών οικονομικών δεδομένων (ισολογισμών, ισοζυγίων κλπ.), ιδιαίτερα με την ανάλυση των μεταβολών στα καθαρά κέρδη, στην αποδοτικότητα των επενδυτικών κεφαλαίων και των ιδίων κεφαλαίων, στα κέρδη ανά μετοχή, στα πάγια περιουσιακά στοιχεία κλπ.

2. Η μελέτη ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων

Η αναλυτική έρευνα για επιχειρηματικά γεγονότα περιλαμβάνει την αξιολόγηση των αντιδράσεων των τιμών των μετοχών σε ανακοινώσεις για πιθανές Ε&Σ. Η αντίδραση της τιμής της μετοχής υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ της πραγματικής τιμής και της αναμενόμενης τιμής.

3. Η μελέτη ανάλυσης των δηλώσεων των στελεχών των εταιρειών

Η μέθοδος αυτή βασίζεται σε εταιρικές δηλώσεις στελεχών και είναι μια μεθοδολογία που βασίζεται στην υποκειμενικότητα. Εφαρμόζεται με την εξέταση των στελεχών των εταιρειών, μέσω συνεντεύξεων ή ερωτηματολογίων.

Κάθε μία από τις παραπάνω μεθόδους αξιολόγησης της επιτυχίας μιας Ε&Σ, έχει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά της. Η έλλειψη συνδυασμού των τριών παραπάνω προσεγγίσεων είναι πολύ συχνή κατά τη διάρκεια μιας διαδικασίας Ε&Σ. Η λογιστική μελέτη επιλέγεται σε επιχειρηματικό επίπεδο και έπειτα σε μεταγενέστερο στάδιο εάν είναι απαραίτητο επιλέγεται και η μελέτη της ανάλυσης των επιχειρηματικών γεγονότων. Η τελευταία μελέτη επιλέγεται σπάνια, αλλά αξίζει να αναφερθεί ότι ένας σημαντικός λόγος για τις αποτυχίες των Ε&Σ είναι ο ρόλος που διαδραματίζουν τα στελέχη της εταιρείας κατά τη διάρκεια της θητείας τους στην εταιρεία και η επιχειρηματική κουλτούρα που ασπάζονται.

Έπειτα από την ανάλυση των στρατηγικών των Bidders, των μορφών άμυνας των Targets και των παραγόντων επιτυχίας μιας Ε&Σ, στο επόμενο κεφάλαιο θα περιγράψουμε τα υποδείγματα αποτίμησης μιας εταιρεία-στόχου εξαγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΣΤΟΧΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

4.1 Εισαγωγή

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο θα αναλυθούν οι διαδικασίες αποτίμησης μιας εταιρείας με τη χρήση υποδειγμάτων και προσεγγίσεων. Ο σκοπός των διαδικασιών αυτών, είναι να προσδιοριστεί μια εύλογη αξία για την εταιρεία-στόχο, όπου θα ενσωματωθεί με την σημερινή της αξία, πριν την εξαγορά. Αυτό περιλαμβάνει και την προστιθέμενη αξία που προσμένει ότι θα της δώσει η αγοράστρια εταιρεία, μέσω της αξιοποίησης των διαφόρων πόρων και ικανοτήτων της (Κυριαζής Δ., 2016).

4.2 Βασικά στάδια αποτιμήσεως της εταιρείας

Η διαδικασία αποτιμήσεως για μια εταιρεία-στόχο αποτελείται από 4 στάδια (Κυριαζής Δ., 2016) που πρέπει να έχουν πραγματοποιηθεί πριν την εξαγορά, όπως:

- Η εκτίμηση για μια εύλογη αξία της εταιρείας.
- Η εκτίμηση της αξίας των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων και των συνεργειών που θα δημιουργηθούν από τη διαδικασία της συγχώνευσης.
- Η εκτίμηση μιας αναμενόμενης πραγματικής αξίας μετά τη διαδικασία της συγχώνευσης.
- Ο προσδιορισμός του μέγιστου ποσού που μπορεί να φτάσει το premium.

4.3 Υποδείγματα και προσεγγίσεις αποτιμήσεων

Υποδείγματα και τεχνικές αποτίμησης εταιρειών παρατηρούνται τόσο στην πράξη όσο και στην βιβλιογραφία, καθώς η χρήση τους εξαρτάται από πολλούς παράγοντες (Κυριαζής Δ., 2016). Συνήθως εξετάζεται:

- Εάν η εταιρεία έχει μεγάλη αύξηση κερδών.
- Εάν η εταιρεία ανήκει σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά ή όχι
- Εάν η εταιρεία είναι νέας τεχνολογίας ή όχι.

Τα υποδείγματα αποτίμησης εταιρειών μπορούν να διακριθούν σε 3 κατηγορίες:

1. Αποτίμηση βάσει στοιχείων της αγοράς (Κυριαζής Δ., 2016).

- i.** Αποτίμηση βάσει χρηματιστηριακών τιμών.
- ii.** Βάσει συγκρίσιμων συναλλαγών.
- iii.** Βάσει δεικτών αγοράς ή Μέθοδος συγκρίσιμων εταιρειών για το σύνολο και τον κλάδο, σε συνδυασμό με τους αντίστοιχους της συγκεκριμένης επιχείρησης.

2. Αποτίμηση βάσει στοιχείων εισοδήματος ή κερδών (Κυριαζής Δ., 2016).

- i.** Βάσει προεξοφλημένων μερισμάτων και προεξοφλημένων ταμειακών ροών.
- ii.** Βάσει πολλαπλασιαστών κερδών και πολλαπλασιαστών ενεργητικού της εταιρείας.

3. Αποτίμηση βάσει στοιχείων του ενεργητικού και μη κανονικών κερδών (Κυριαζής Δ., 2016).

- i.** Βάση της προσαρμοσμένης καθαρής θέσης της εταιρείας.
- ii.** Βάσει των επιπλέον ή μη κανονικών κερδών.

4.3.1 Αποτίμηση βάσει στοιχείων της αγοράς

Στη συγκεκριμένη κατηγορία θα αναλυθούν οι επιμέρους 3 μέθοδοι.

i. Βάσει χρηματιστηριακών τιμών.

Μέσω της μεθόδου αυτής, εξετάζονται διάφορα χαρακτηριστικά αγοράς της εταιρείας-στόχου. Κάποια εκ των οποίων είναι:

- Τα ιστορικά στοιχεία της χρηματιστηριακής τιμής μετοχής και του όγκου των συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν σε χρονική περίοδο από 1 μήνα μέχρι 3-5 χρόνια. Η διαδικασία αυτή πραγματοποιείται προκειμένου να απομονωθούν έκτακτες συναλλαγές μεγάλης αξίας, σε υψηλή τιμή που τυχόν είχαν πραγματοποιηθεί (Κυριαζής Δ., 2016).
- Τα ιστορικά στοιχεία της πορείας που έχει καταγράψει η μετοχή ταυτόχρονα με την πορεία συγκεκριμένων χρηματιστηριακών δεικτών (Κυριαζής Δ., 2016).

Επίσης, για να πραγματοποιηθεί η συγκεκριμένη μέθοδος, οι εμπλεκόμενες εταιρείες πρέπει να είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

ii. Βάσει συγκρίσιμων συναλλαγών.

Μέσω της μεθόδου αυτής, πραγματοποιείται η εξέταση του τιμήματος το οποίο καταβλήθηκε σε εξαγορές συγκρίσιμου τύπου, παρόμοιου κλάδου με την εταιρεία-στόχο. Η αποτίμηση στηρίζεται σε εταιρείες οι οποίες έχουν πάρει μέρος σε παρόμοιες διαδικασίες συναλλαγών συγχωνεύσεων. Σημαντικό χαρακτηριστικό της συγκεκριμένης διαδικασίας είναι η ανίχνευση των κατάλληλων χαρακτηριστικών των συγκρίσιμων εταιρειών. Στη μέθοδο αυτή υπάρχουν τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα (Κυριαζής Δ., 2016). Κάποια εκ των οποίων είναι:

Πλεονεκτήματα

- Οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να συνδυάζουν διαφοροποιημένες δραστηριότητες.
- Οι συναλλαγές εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιούνται, περιλαμβάνουν premia, προκειμένου τα αποτελέσματα της μεθόδου των συγκρίσιμων εταιρειών, να κατευθύνονται προς τα πάνω.
- Η καλύτερη και πιο γρήγορα εφαρμόσιμη μέθοδος, σε σχέση με τη μέθοδο των συγκρίσιμων εταιρειών.

Μειονεκτήματα

- Μπορεί τελικά να μην είναι παρόμοιες οι συναλλαγές.
- Χρειάζεται σημαντικός βαθμός υποκειμενικής διαίσθησης, κρίσης και εμπειρίας.
- Είναι δύσκολη σε βάθος χρόνου, η αναζήτηση συγκρίσιμων συναλλαγών.
- Να υπάρχουν διαφορές στα αποτελέσματα των συγκεκριμένων δεικτών.

iii. Βάσει δεικτών συγκρίσιμων εταιρειών.

Η μέθοδος αυτή, η οποία είναι ευρέως γνωστή, αποτελείται από διάφορα στάδια, όπως:

- 1. Η κατασκευή δείγματος εταιρειών με ορισμένα κριτήρια** (Κυριαζής Δ., 2016).
 - Το μέγεθος της εταιρείας.
 - Η ηλικία της εταιρείας.
 - Οι μελλοντικές προοπτικές της και οι πρόσφατες τάσεις.
 - Οι μέθοδοι παραγωγής και τα παρόμοια προϊόντα.
- 2. Ο υπολογισμός των βασικών δεικτών για κάθε επιχείρηση** (Κυριαζής Δ., 2016).
 - Τα καθαρά κέρδη ανά εργαζόμενο.
 - Οι πωλήσεις προς τα έσοδα ανά εργαζόμενο.
 - Οι πωλήσεις προς το ενεργητικό.
 - Η αξία της εταιρείας προς τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων.
 - Η χρηματιστηριακή αξία των ιδίων κεφαλαίων προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων.
 - Η χρηματιστηριακή αξία των ιδίων κεφαλαίων προς τα κέρδη ανά μετοχή ή προς τα λειτουργικά κέρδη.

- Η χρηματιστηριακή αξία των ιδίων κεφαλαίων προς τις πωλήσεις της εταιρείας.

3. Ο υπολογισμός της μέσης τιμής των βασικών δεικτών του δείγματος των επιχειρήσεων.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι η συγκεκριμένη μέθοδος χαρακτηρίζεται τόσο από πλεονεκτήματα όσο και από μειονεκτήματα (Κυριαζής Δ., 2016). Ορισμένα από αυτά είναι:

Πλεονεκτήματα

- Χρησιμοποιείται για την αναζήτηση της δίκαιης αξίας, από αναλυτές επενδυτικών οίκων.
- Χρησιμοποιείται για την εκτίμηση μιας εταιρείας η οποία δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο.
- Χρησιμοποιείται σε δικαστικές υποθέσεις.
- Χρησιμοποιείται κοινή λογική.
- Μπορούν να χρησιμοποιηθούν οι τιμές της αγοράς.

Μειονεκτήματα

- Οι διαφορετικοί δείκτες ενδέχεται να έχουν διαφορετικές αποτιμήσεις.
- Οι δείκτες μπορεί να διαφέρουν αρκετά μεταξύ των επιχειρήσεων του δείγματος.
- Χαρακτηρίζεται αρκετά δύσκολη, η εύρεση συγκρίσιμων εταιρειών.

4. Ο υπολογισμός της δίκαιης αξίας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.

4.3.2 Αποτίμηση βάσει στοιχείων εισοδήματος ή κερδών

Στη συγκεκριμένη κατηγορία θα αναλυθούν οι επιμέρους 2 μέθοδοι.

i. Βάσει προεξοφλημένων μερισμάτων και προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

Η συγκεκριμένη μέθοδος χωρίζεται σε 2 υποδείγματα, τα οποία είναι:

1. Το υπόδειγμα προεξοφλημένων μερισμάτων (Discounted Dividend Models - DDM)

Το υπόδειγμα αυτό σύμφωνα με τον Gordon, M. (1962) περιγράφει τα μερίσματα που έχουν καταβληθεί στην τελευταία λογιστική χρήση. Το DDM κάνει προβλέψεις σχετικά με το προεξοφλητικό επιτόκιο και το ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων, με σκοπό τον υπολογισμό των προεξοφλημένων μερισμάτων.

Προκειμένου να καταλάβουμε τον τρόπο που προκύπτει το συγκεκριμένο υπόδειγμα, θα πρέπει να περιγράψουμε ορισμένες αρχές [Gordon, M. (1962), (Κυριαζής Δ., 2016)]. Κάποιες εκ των οποίων είναι:

- Η παρούσα αξία χαρακτηρίζεται η αξία της μετοχής των μερισμάτων που θα καταβληθεί στους εκάστοτε επενδυτές μαζί με την παρούσα αξία της αναμενόμενης τιμής, στο τέλος της περιόδου πρόβλεψης.
- Δεν εξαρτάται από τον επενδυτικό ορίζοντα η συνολική παρούσα αξία.
- Η παρούσα αξία της τελικής τιμής μηδενίζεται, καθώς ο χρονικός ορίζοντας τείνει στο άπειρο με αποτέλεσμα αυτό που παραμένει είναι η παρούσα αξία των μερισμάτων.
- Καθώς ο επενδυτικός ορίζοντας αυξάνεται, αυξάνεται και το τμήμα που αντιστοιχεί στην παρούσα αξία, σε σχέση με το αντίστοιχο (τμήμα), της παρούσας αξίας της τελικής τιμής.

- Σε αντίθεση με την αποτίμηση των ομολόγων, η οποία έχει συγκεκριμένη χρονική περίοδο λήξης, οι μετοχές μιας εταιρείας δεν έχουν τέτοιου είδους περιορισμό.
- Η αξία της μετοχής μιας εταιρείας θα παραμείνει ίδια, ανεξάρτητα από την χρονική περίοδο πρόβλεψης, εάν και εφόσον οι επενδυτές έχουν συμφωνήσει τόσο με τις προοπτικές της εταιρείας, όσο και με την παρούσα αξία της εταιρείας.

Παρακάτω περιγράφονται τα μοντέλα της εσωτερικής αξίας της μετοχής ανάλογα με τις εκάστοτε περιόδους:

$$\text{One period Model} \quad V_0 = \frac{D_1}{1 + K_e}$$

$$\text{Two period Model} \quad V_0 = \frac{D_1}{1 + K_e} + \frac{D_2 + P_2}{1 + K_e}$$

$$\text{Multi - period Model} \quad V_0 = \frac{D_1}{1 + K_e} + \frac{D_2 + P_2}{1 + K_e} + \frac{D_n + P_n}{(1 + K_e)^n}$$

Όπου:

- V_0 = Η εσωτερική αξία της μετοχής σήμερα.
- D_n = Τα μερίσματα για «n» χρονικές περιόδους.
- P_n = Η τερματική αξία της μετοχής για «n» χρονικές περιόδους.
- K_e = Το κόστος κεφαλαίου.

2. Το υπόδειγμα προεξοφλημένων ταμειακών ροών (Discounted Cash Flows Models - DCF)

Για να εφαρμοστεί το υπόδειγμα αυτό θα χρειαστεί να ακολουθηθούν συγκεκριμένα στάδια (Κυριαζής Δ., 2016) όπως είναι:

- Ο υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου της απορροφώμενης εταιρείας, βάσει των τρεχόντων χαρακτηριστικών κινδύνου και κεφαλαιακής δομής.
- Ο υπολογισμός των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών της απορροφώμενης εταιρείας, για χρονική περίοδο συνήθως 5-10 ετών.
- Ο υπολογισμός της υπολειμματικής ή τελικής αξίας της απορροφώμενης εταιρείας στο τέλος της περιόδου, όπου πραγματοποιούνται οι προβλέψεις.
- Ο υπολογισμός των προεξοφλημένων προβλεπόμενων ταμειακών ροών και της τελικής αξίας της απορροφώμενης εταιρείας, με τη χρήση του προαναφερόμενου κόστους κεφαλαίου, για την αναζήτηση μιας αρχικής αποτίμησης της εταιρείας (απορροφώμενη).
- Η αφαίρεση της αξίας των δικαιωμάτων μειοψηφίας και της αξίας του δανεισμού, για τον καθορισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της απορροφώμενης εταιρείας.
- Η προσθήκη της τρέχουσας αξίας των μη λειτουργικών στοιχείων.
- Η προσθήκη των μη λειτουργικών επιπλέον ταμειακών εισροών & εκροών, όπως: η πώληση περιουσιακών στοιχείων κ.λπ.
- προσδιορισμός του ποσού του premium, που θα προκύψει από την προστιθέμενη αξία στους μετόχους της απορροφώμενης εταιρείας.
- Η σύγκριση της αποτίμησης της αξίας της εταιρείας πριν την εξαγορά, σε σχέση με την αξία της εταιρείας τώρα, προκειμένου να υπολογισθεί η προστιθέμενη αξία της συγκεκριμένης εξαγοράς.

Τέλος, για τη διαδικασία πρόβλεψης των ταμειακών ροών χρειάζονται να πραγματοποιηθούν 2 ενέργειες (Κυριαζής Δ., 2016):

1. Να ερευνηθεί η πορεία και η δομή των διαθέσιμων ιστορικών στοιχείων των ταμειακών ροών παρελθουσών χρήσεων της εταιρείας.
2. Να πραγματοποιηθούν συγκεκριμένες διαδικασίες για τις αλλαγές και την αναδιάρθρωση, που πρόκειται να προχωρήσει η απορροφώσα εταιρεία στην απορροφώμενη.

ii. Βάσει πολλαπλασιαστών κερδών και πολλαπλασιαστών ενεργητικού της εταιρείας

Στη μέθοδο αυτή περιγράφεται η σχέση που δημιουργείται μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και της αγοραίας αξίας τους. Παρακάτω αναφέρεται το υπόδειγμα που είναι γνωστό ως δείκτης του οικονομολόγου Tobins (1969):

Tobin's Q = Αγοραία αξία εταιρείας / Τρέχον κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων της (Current Replacement Cost of Assents - CCRCA).

Όπου:

Όλα τα παραπάνω, δηλαδή η αγοραία αξία και το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, αναφέρονται στην τιμή που πρέπει να δοθεί για την αντικατάσταση ενός ήδη υπάρχοντος περιουσιακού στοιχείου, με ένα άλλο το οποίο έχει παρόμοια χαρακτηριστικά.

Σκοπός του υποδείγματος αυτού είναι να εξετάσει αν υπάρχει ή όχι απόκλιση της αγοραίας αξίας από την πραγματική. Οπότε ο δείκτης $Q > 1$ αναφέρεται στο ότι η αγορά δίνει μια υπεραξία στην εταιρεία καθώς θεωρεί ότι η συγκεκριμένη εταιρεία έχει στην κατοχή της άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως μελλοντικές επενδύσεις [(Tobins, 1969), (Κυριαζής Δ., 2016)].

Επομένως η αξία μιας εταιρείας αποτελείται από 2 στοιχεία, όπως περιγράφεται παρακάτω:

$$\text{Αξία εταιρείας} = \text{Κόστος αντικατάστασης περιουσιακών στοιχείων} + \text{Αξία αναπτυξιακών επιλογών.}$$

Τέλος, κατά την αποτίμηση μιας εταιρείας εμφανίζονται οι διάφορες δυσκολίες οι οποίες δυσχεραίνουν το έργο [(Tobins, 1969), (Κυριαζής Δ., 2016)]. Τέτοιες δυσκολίες μπορεί να είναι:

- Η αναζήτηση ενός προτύπου Q για τον κλάδο.
- Ο υπολογισμός των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης καθώς και της διαφήμισης, που δημιουργείται από τα άυλα περιουσιακά στοιχεία.
- Οι αναπτυξιακές επιλογές.
- Το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, διότι δεν υπάρχει για όλα τα περιουσιακά στοιχεία αγορά μεταχειρισμένων και επίσης, λόγω της αναπροσαρμογής της αξίας των παγίων, τα λογιστικά βιβλία εμπεριέχουν ένα σύνολο τόσο ιστορικού κόστους όσο και τρέχοντος κόστους.

4.3.3 Αποτίμηση βάσει στοιχείων του ενεργητικού και μη κανονικών κερδών

Στη συγκεκριμένη κατηγορία θα αναλυθούν οι επιμέρους 2 μέθοδοι.

i. Βάσει της προσαρμοσμένης καθαρής θέσης της εταιρείας.

Η συγκεκριμένη μέθοδος προσδιορίζει την καθαρή θέση της εταιρείας στόχου. Υπάρχουν διάφορα στοιχεία τα οποία συμπληρώνουν την καθαρή θέση (Κυριαζής Δ., 2016). Κάποια εκ των οποίων είναι:

- Η μείωση/η αύξηση των προβλέψεων.

- Η μείωση/η αύξηση των φορολογικών υποχρεώσεων.
- Οι υπεραξίες του χαρτοφυλακίου χρεογράφων.
- Οι υπεραξίες του χαρτοφυλακίου συμμετοχών.
- Οι ανατιμήσεις της αξίας των περιουσιακών παγίων στοιχείων.

Η μέθοδος αυτή, χρησιμοποιείται κυρίως σε εταιρείες που έχουν χαρτοφυλάκιο χρεογράφων ή μεγάλη αξία παγίων (Κυριαζής Δ., 2016).

ii. Βάσει των επιπλέον ή μη κανονικών κερδών.

Με τη μέθοδο αυτή συνδυάζονται τα ίδια κεφάλαια με τα μη κανονικά κέρδη, με σκοπό την αποτίμηση της εταιρείας. Ο υπολογισμός των μη κανονικών κερδών πραγματοποιείται με τη διαφορά μεταξύ των κερδών τέλους χρήσης και της αναμενόμενης απόδοσης της αξίας των ιδίων κεφαλαίων, στην αρχή της χρήσης. Επομένως, τα μη κανονικά κέρδη της επιχείρησης θα πρέπει να είναι θετικά ή τα πραγματοποιηθέντα κέρδη της, να υπερβαίνουν το κόστος χρήσης του ενεργητικού ή των ιδίων κεφαλαίων (Ohlson J., 2005). Παρακάτω περιγράφεται ο τύπος:

$$Vequity = BE_t + \sum_{t=1}^n \frac{AE_t}{(1 + C_e)^t} + \frac{TV(AE_n)}{(1 + C_e)^n}$$

Όπου:

- BE_t = Αξία των ιδίων κεφαλαίων στο τέλος του χρόνου t .

Όπου το $BE_t = BE_{t-1} + (X_t - Div_t)$

- BE_{t-1} = Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων στην αρχή του χρόνου t .
- X_t = Κέρδη χρήσεως στο τέλος του χρόνου t .
- Div_t = Μέρισμα χρήσεως στο τέλος του χρόνου t .

- AE_t = Μη κανονικά κέρδη στο τέλος του χρόνου t .

Όπου το $AE_t = X_t - (BE_{t-1} * C_e)$

- C_e = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου στο τέλος του χρόνου t .

➤ $TV(AE_n) = \text{Τερματική αξία των μη κανονικών κερδών.}$

$$\text{Όπου το } TV(AE_n) = \frac{AE_n * (1 + g)}{(C_e - g)}$$

- $g = \text{Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης των } AE.$

4.4 Το ζήτημα των συνεργειών στις Ε&Σ

Μετά από τις μεθόδους αποτίμησης, μέσω των οποίων θα βρεθεί η αξία της εταιρείας-στόχου, θα χρειαστεί να υπολογισθούν τα κόστη και οι συνέργειες της συγχώνευσης τα οποία θα προκύψουν. Η Καθαρή Συνέργεια προέρχεται από τη διαφορά των 2 αυτών παραγόντων (Κυριαζής Δ., 2016).

4.4.1 Πηγές συνεργειών

Οι πιο βασικές πηγές συνεργειών που μπορεί προκύψουν, είναι (Κυριαζής Δ., 2016):

- Μείωση κόστους από τα έξοδα διοίκησης, τα γενικά έξοδα και τη μισθοδοσία.
- Μεγάλες ταμειακές ροές της ενιαίας εταιρείας και αδιάθετη δανειακή ικανότητα της εταιρείας-στόχου.
- Έσοδα που αποκτήθηκαν από την προσέγγιση νέων πελατών, νέας τεχνολογίας κλπ.
- Πιθανές υπεραξίες υλικών και άυλων περιουσιακών στοιχείων.
- Μετακίνηση ζημιών, από τη μια εταιρεία στην άλλη, ώστε να προκύψουν φορολογικά οφέλη.

4.4.2 Στοιχεία κόστους

Στοιχεία κόστους, μπορούν να χαρακτηριστούν τα εξής (Κυριαζής Δ., 2016):

- Κόστη για τον ανασχεδιασμό δραστηριοτήτων και διαδικασιών.
- Συμβόλαια και συμβάσεις που έχουν πραγματοποιηθεί στο παρελθόν με πελάτες, οι οποίοι δεσμεύουν αρνητικά την επιχείρηση για το μέλλον.

- Χαμηλή απόδοση των εργαζομένων και χαμηλή ποιότητα στα προϊόντα.
- Υψηλό κόστος πρόσληψης και εκπαίδευσης νέου προσωπικού, καθώς και αυξημένα ποσοστά μεταθέσεων των υπαλλήλων σε άλλες εταιρείες.
- Φορολογικές εκκρεμότητες, περιβαλλοντικά προβλήματα κλπ.
- Αυξημένα κόστη μισθοδοσίας, συγκριτικά με τον κλάδο.

4.4.3 Καθαρή Συνέργεια

Η Καθαρή συνέργεια προέρχεται από τη διαφορά της παρούσας αξίας των ταμειακών εισροών από τις «Πηγές συνεργειών» και των ταμειακών εκροών από τα «Στοιχεία κόστους» (Κυριαζής Δ., 2016).

4.4.4 Καθορισμός της Ελάχιστης & Ανώτατης Τιμής Εξαγοράς

- Η Ελάχιστη Τιμή Εξαγοράς (PV_{MIN}), χαρακτηρίζεται η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία ή η παρούσα αξία της εταιρείας.
- Η Μέγιστη Τιμή Εξαγοράς (PV_{MAX}), προέρχεται από το άθροισμα της Καθαρής Συνέργειας και της Ελάχιστης Τιμής.
- Η Τελική Τιμή (P_F), είναι το άθροισμα της Ελάχιστης Τιμής και ενός ποσοστού « α » από την παρούσα αξία της Καθαρής Συνέργειας ($0 \leq \alpha \leq 1$).

Τα παραπάνω μπορούν να παρουσιαστούν ως εξής:

- $PV_{MIN} = (MV_T \text{ ή } PV_T)$
- $PV_{MAX} = PV_{NS} + PV_{MIN}$
- $P_F = PV_{MIN} + \alpha * PV_{NS}$, όπου $0 \leq \alpha \leq 1$
- $(PV_T \text{ ή } MV_T) < P_F < (PV_T \text{ ή } MV_T) + PV_{NS}$

Όπου:

- $PV_T =$ Η παρούσα αξία της εταιρείας.
- $MV_T =$ Η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας.
- $PV_{NS} =$ Η καθαρή συνέργεια.

Επομένως, η επιδίωξη της αγοράστριας εταιρείας είναι να ελαχιστοποιήσει το τίμημα, ενώ αντίθετα η εξαγοραζόμενη εταιρεία έχει ως σκοπό να μεγιστοποιήσει το τίμημα αυτό. Εναλλακτικά, το τίμημα μπορεί να οριστεί ως η διαφορά της αξίας της εταιρείας πριν από την διαδικασία εξαγοράς και της αξίας της εταιρείας μετά την εξαγορά (Κυριαζής Δ., 2016).

Αφού καλύψαμε και τα υποδείγματα αποτίμησης μιας εταιρείας-στόχου, στο επόμενο κεφάλαιο θα αναλύσουμε τις εξαγορές και συγχωνεύσεις στην ελληνική αγορά καθώς και τους λόγους που συντελούν στον μικρό όγκο τους, σε αυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

5.1 Εισαγωγή

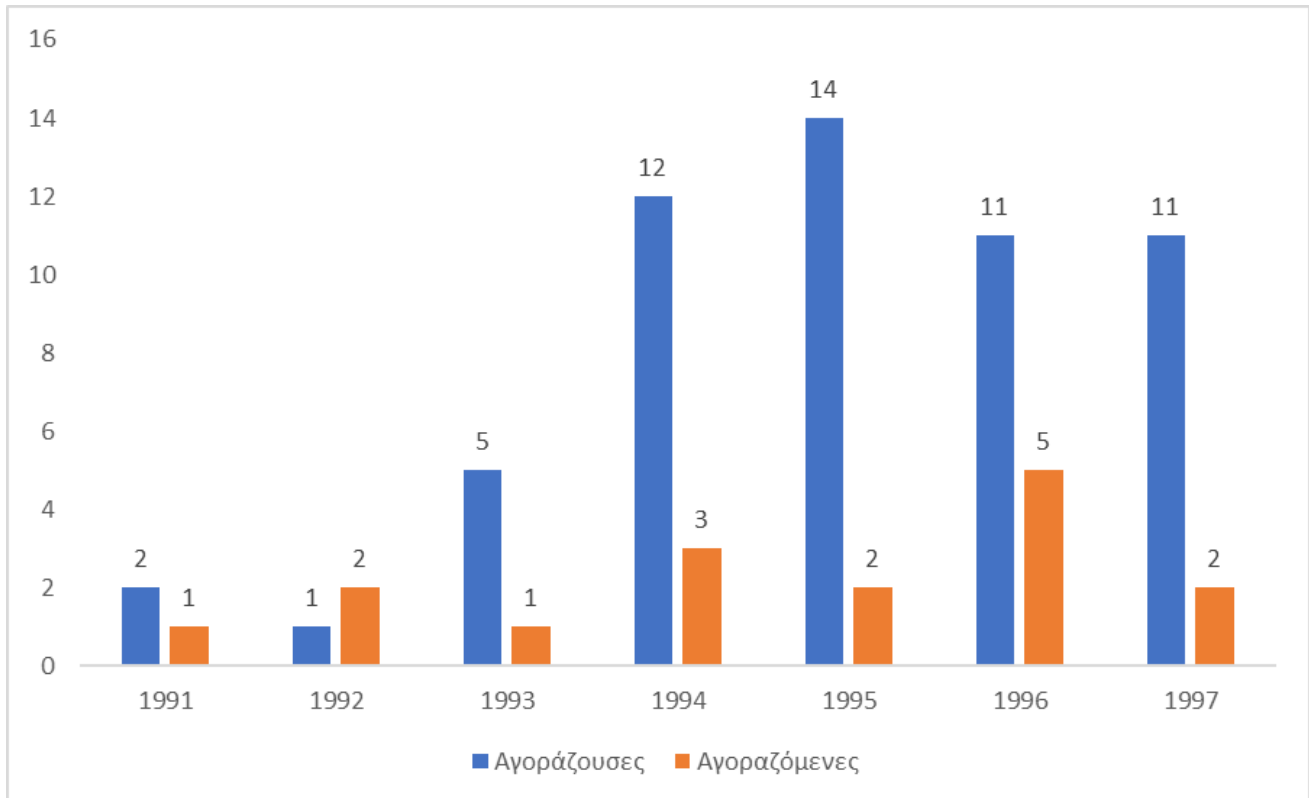
Η ιστορία των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα είναι αρκετά μικρή, εξαιτίας του βάθους και του μικρού μεγέθους που επικρατεί στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Το πρώτο κύμα Ε&Σ στην Ελλάδα εμφανίστηκε την δεκαετία του 1990 με τη σημαντικότερη περίοδο να καταγράφεται από το 1997 έως το 1999. Το δεύτερο κύμα Ε&Σ εμφανίζεται από το 2002 ως το 2006, όπου πραγματοποιήθηκαν σημαντικές συμφωνίες (Κυριαζής Δ., 2016). Τέλος, από το 2018 μέχρι σήμερα παρατηρείται μια αυξητική τάση στις Ε&Σ στην Ελλάδα.

5.2 Ε&Σ στην Ελλάδα

Οι εξελίξεις που διαμορφώθηκαν στις αρχές του 1990 στους κόλπους της τότε Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ) κατά το πέρασμα στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), έδωσαν τη δυνατότητα στις ελληνικές επιχειρήσεις να κατευθυνθούν και αυτές, στην διαδικασία των Ε&Σ, ξεκινώντας με αυτό τον τρόπο, το πρώτο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα (Κυριαζής Δ., 2016).

Το κύμα αυτό, διεκόπη στα μέσα της ίδιας δεκαετίας και αναζωπυρώθηκε σημαντικά από το 1997 έως το 1999, συμπίπτοντας με την περίοδο της ελληνικής χρηματιστηριακής έκρηξης, που δημιουργήθηκε εκείνη την εποχή, εν όψει των προοπτικών για την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ. Η συγκεκριμένη περίοδος, αποτελείται από μεγάλες συγχωνεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων όπως Eurobank-Τράπεζα Εργασίας, Τράπεζα Πειραιώς-Τράπεζα Εγνατίας & Χίου, Alpha Bank-Ιονική Τράπεζα κλπ. (Κυριαζής Δ., 2016).

Γράφημα 5.1. Συμφωνίες Ε&Σ στην Ελλάδα (1991-1997).



Πηγή: Παναγιώτη Γ. Πρωτόπαπα, Νικολάου Γ. Τραυλού, Νικολάου Β. Τσαγκαράκη "Πρωτόπαπα Α.Ε.", ALBA, Greece, και Cardiff Business School, U.K., Πανεπιστήμιο Πειραιώς «ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ» (2003).

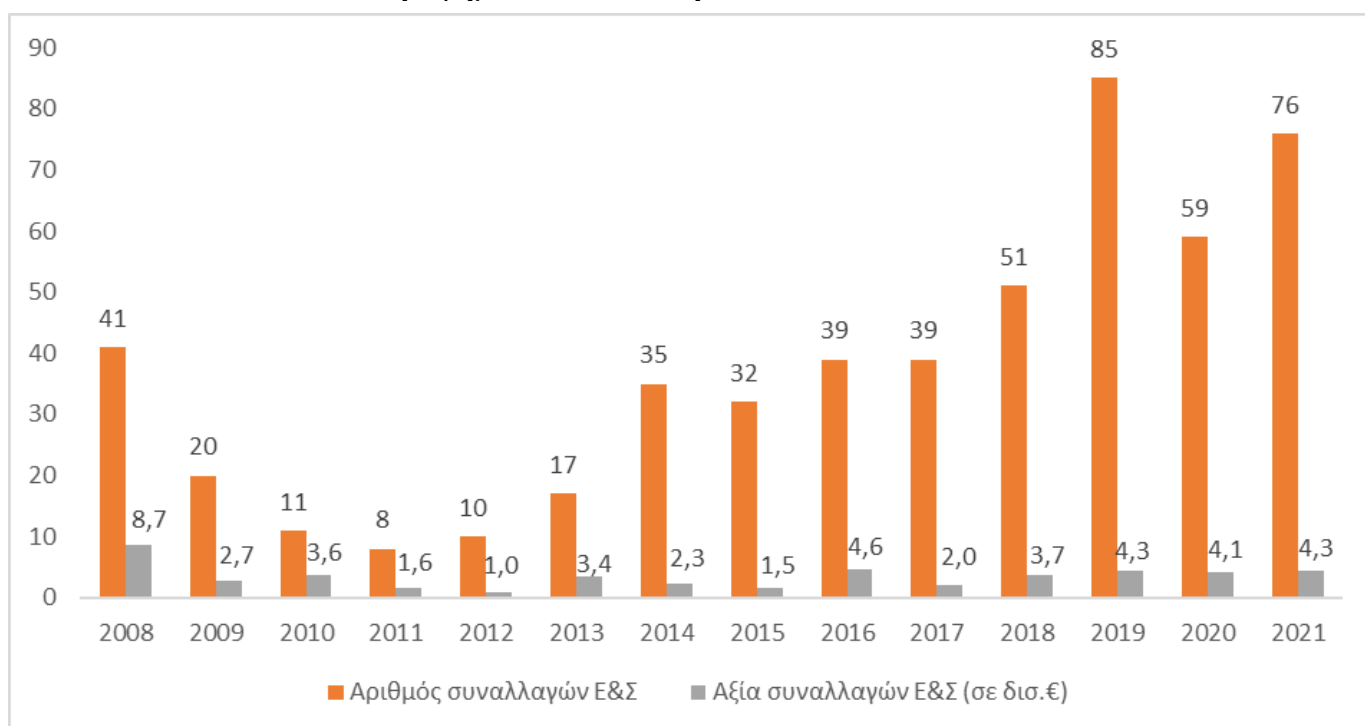
Στο παραπάνω διάγραμμα παρουσιάζονται οι συμφωνίες που πραγματοποιήθηκαν τόσο από τις αγοραζόμενες εταιρείες όσο και από τις αγοράζουσες.

Έπειτα, από το 2002 έως το 2006, έχουμε την εμφάνιση του δεύτερου κύματος εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα. Στο συγκεκριμένο κύμα πραγματοποιήθηκαν αρκετά σημαντικές συγχωνεύσεις, καθώς επηρεάστηκε κυρίως ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών (όπως Vodafone-Panafon και Cosmote-Γερμανός), ο κλάδος των τραπεζών (όπως Τράπεζα Πειραιώς-Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως (ΕΤΒΑ) κλπ.), και τέλος ο κλάδος της βιομηχανίας (όπως Phillip Morris-Παπαστράτος, Ελληνικά Πετρέλαια (ΕΛΠΕ)-Πετρόλα κ.λπ.) (Κυριαζής Δ., 2016).

Την ίδια περίοδο παρατηρείται αύξηση στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις με ελληνικές εταιρείες, κυρίως στον κλάδο των τραπεζών, όπως για παράδειγμα, η εξαγορά της Τουρκικής Τράπεζας «FinansBank» από την Εθνική Τράπεζα (Κυριαζής Δ., 2016).

Από το 2010, όπου ξεκίνησε η μεγάλη ύφεση μέχρι και το 2017, οι Ε&Σ μειώθηκαν αρκετά, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν πραγματοποιήθηκαν μεγάλες συμφωνίες όπως η εξαγορά της Praktiker Hellas από την Fairfax, της Hellas Online (HOL) από την Vodafone κλπ., καθώς και η συγχώνευση της Τράπεζας Πειραιώς με την Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος (ATE Bank) (Κυριαζής Δ., 2016).

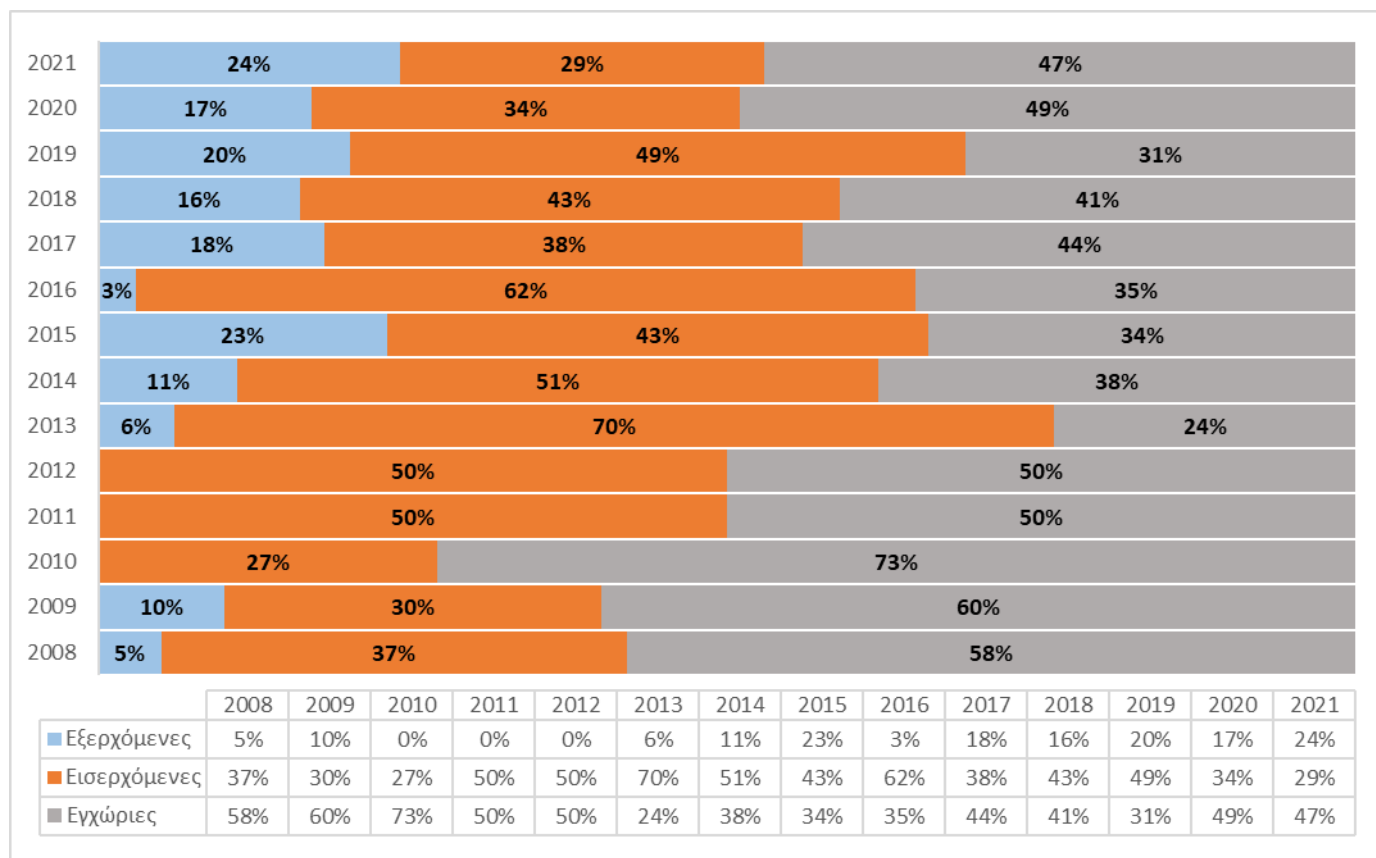
Γράφημα 5.2. Ε&Σ στην Ελλάδα (2008-2021).



Πηγή: PWC Greece (2022).

Στο παραπάνω γράφημα παρουσιάζεται τόσο ο αριθμός συναλλαγών όσο και η αξία συναλλαγών (σε δις €) των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα για το έτος 2008 έως 2021.

Γράφημα 5.3. Κατηγορίες Ε&Σ στην Ελλάδα (2008-2021)



Πηγή: PWC Greece (2022).

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται Οι κατηγορίες εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα για το έτος 2008 έως 2021. Τα μεγαλύτερα ποσοστά παρατηρούνται τόσο στις εξερχόμενες όσο και στις εισερχόμενες Ε&Σ, ενώ τα χαμηλότερα ποσοστά πηγάζουν από τις εγχώριες.

Η Ελλάδα βρίσκεται αρκετά πίσω σε σχέση με άλλες χώρες όσον αφορά στις διαδικασίες εξαγοράς και συγχώνευσης μιας εταιρείας. Υπάρχουν αρκετοί λόγοι που συντελούν στο μικρό όγκο των Ε&Σ κάποιοι εκ των οποίων είναι:

1. Η έλλειψη ανταγωνισμού.
2. Η ευμετάβλητη νομοθεσία και γραφειοκρατία.
3. Η εγωκεντρική στάση που υιοθετούν οι εταιρείες.
4. Το ιδιόρρυθμο εργασιακό καθεστώς.

5.2.1 Η έλλειψη ανταγωνισμού

Ο ανταγωνισμός μεταξύ των εταιρειών έχει μειωθεί δραματικά λόγω της οικονομικής αβεβαιότητας που επικρατεί τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα. Οι περισσότερες επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από μικρού έως μεσαίου μεγέθους, αυτό έχει ως σκοπό οι μεγάλες εταιρείες να επιλέγουν την τιμή η οποία τους εξυπηρετεί καλύτερα, με συνέπεια οι υπόλοιπες επιχειρήσεις να προσπαθούν να επιβιώσουν απολαμβάνοντας πολύ χαμηλά ποσοστά κέρδους. Τα προϊόντα όπου πωλούν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, είναι κυρίως συμβατικά προϊόντα χαμηλής ποιότητας, χωρίς κάποια καινοτομία και σε υψηλές τιμές. Με τις υψηλές τιμές των προϊόντων, μειώνεται δραματικά η ανταγωνιστικότητα μεταξύ των επιχειρήσεων αυτών. Με άλλα λόγια, η παθητικότητα και η έλλειψη πρωτοβουλίας που χαρακτηρίζει τις ελληνικές επιχειρήσεις, είναι ο λόγος όπου τόσο ανταγωνισμός όσο και οι προσπάθειες για E&S στην Ελλάδα είναι αρκετά μειωμένες.

5.2.2 Η ευμετάβλητη νομοθεσία και γραφειοκρατία

Η Ελλάδα διέπεται από μια πολύπλοκη διαδικασία γραφειοκρατίας καθώς και από πολυνομία όπου λόγω της φύσεως του νομοθετικού πλαισίου της χώρας οι επιχειρήσεις πρέπει να βρίσκονται σε συνεχή ενημέρωση σχετικά με τις αλλαγές σε φορολογικά θέματα. Η αβεβαιότητα, η ανασφάλεια που επικρατεί καθώς και η ευμετάβλητη φύση της νομοθεσίας που χαρακτηρίζει την χώρα, αποτελούν ανασταλτικούς συντελεστές τόσο στη διαδικασία της E&S, όσο και για οποιαδήποτε επιχειρηματική δραστηριότητα. Επομένως, πολλές φορές οι εταιρείες για να μπορούν να είναι ενήμερες σχετικά με τις αλλαγές στην νομοθεσία, αναπτύσσουν νομικό τμήμα. Η δημιουργία ενός τέτοιου τμήματος, όπως είναι λογικό αυξάνει το κόστος της εταιρείας (Ανδρικοπούλου Ε., 2002).

5.2.3 Η εγωκεντρική στάση των εταιρειών

Σε παραδοσιακές ελληνικές επιχειρήσεις επικρατεί η πατερναλιστική νοοτροπία, όπου η επιχείρηση θεωρείται ως μια «μεγάλη οικογένεια» και ο πατέρας γνωρίζει πολύ καλύτερα ποιες διαδικασίες πρέπει να γίνουν. Επομένως, προτιμάει να ακολουθήσει μία ασφαλής πορεία, παρά να στραφεί σε καινοτόμες πρακτικές και να δεχτεί τις αποφάσεις άλλων. Ακόμα και σε περίπτωση που η εταιρεία αποδίδει χαμηλά κέρδη, δεν θα προχωρήσει σε μια E&S, καθώς αυτό συνεπάγεται αλλαγές τόσο στο κομμάτι της οργάνωσης όσο και στο

κομμάτι της διοίκησης της εταιρείας. Συμπερασματικά, θα προτιμήσει να θυσιάσει την ανάπτυξη και το κέρδος της εταιρείας προκειμένου να διατηρήσει την πλήρη εξουσία (Ανδρικοπούλου Ε., 2002).

5.2.4 Το ιδιόρρυθμο εργασιακό καθεστώς

Με την πραγματοποίηση μιας Ε&Σ, μία από τις αναδιαρθρώσεις που πρόκειται να πραγματοποιηθούν (όχι όμως πάντα) είναι η μείωση του προσωπικού, καθώς θα χρειαστεί αρχικά να ελαττωθεί σημαντικά το κόστος. Τις περισσότερες φορές, η διαδικασία αυτή πραγματοποιείται σε 2 μέρη (Μελέτη Ινστιτούτου Εργασίας ΓΣΕΕ – ΑΔΕΔΥ, 2008).

Ο κανονισμός της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναφορικά με τη συγκεκριμένη διαδικασία, επισημαίνει ότι η διοίκηση πρέπει να ενημερώσει τους εργαζόμενους για τις ενδεχόμενες αλλαγές που θα υπάρξουν και να βρουν από κοινού μια λύση. Σε περίπτωση που δεν είναι εφικτό αυτό, η διοίκηση μπορεί να προχωρήσει στις ανάλογες ενέργειες χωρίς όμως αυτές να έρχονται σε αντίθεση με τους κανόνες του εθνικού εργατικού δικαίου. Σύμφωνα με τη νομοθεσία της Ελλάδας, οι εταιρείες όπου απασχολούν από 20 έως 150 εργαζόμενους, μπορούν να προχωρήσουν σε απόλυση μέχρι 6 εργαζομένων, καθώς ορίζεται το μέγιστο όριο απολύσεων να μην ξεπερνά το 5%. Επίσης, οι εταιρείες οι οποίες απασχολούν από 150 εργαζόμενους και πάνω, έχουν τη δυνατότητα να καταφύγουν σε απόλυση μέχρι 30 εργαζομένων. Το να προχωρήσει μια εταιρεία σε μαζικές απολύσεις, πρέπει να δοθεί άδεια από το αρμόδιο υπουργείο, το οποίο δεν είναι και τόσο εφικτό να γίνει (Ανδρικοπούλου Ε., 2002). Εκτός από τη νομοθεσία, μεγάλη δύναμη κατέχουν και τα εργατικά συνδικάτα των οποίων η εταιρεία χρειάζεται την σύμφωνη γνώμη τους, έτσι ώστε να προχωρήσει η διαδικασία απόλυσης μετά από την Ε&Σ, σε αντίθετη περίπτωση δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί η διαδικασία αυτή.

Αναλύοντας το κεφάλαιο με τις Ε&Σ στην ελληνική αγορά, προχωράμε στο προτελευταίο κεφάλαιο όπου θα εξετάσουμε και θα περιγράψουμε 2 μελέτες περίπτωσης, που αφορούν τον τραπεζικό κλάδο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ (CASE STUDIES)

6.1 Εισαγωγή

Στη ενότητα αυτή, θα γίνει αναφορά σε εξαγορές/συγχωνεύσεις μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Συγκεκριμένα, η πρώτη μελέτη περίπτωσης που θα αναλυθεί παρακάτω, αφορά στην απορρόφηση της Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος (ATE Bank) από την Τράπεζα Πειραιώς, ενώ η δεύτερη μελέτη περίπτωσης, αφορά στην συγχώνευση της Catalunya Banc (CX Banc) από την Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA). Πέρα από μια μικρή περιγραφή των προαναφερθέντων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, θα παρουσιαστεί τόσο η συμφωνία όσο και ο ενοποιημένος ισολογισμός, μετά την διαδικασία εξαγοράς/συγχώνευσης.

6.2 Τράπεζα Πειραιώς & Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος

6.2.1 Η ιστορία της Τράπεζας Πειραιώς

Η Τράπεζα Πειραιώς ιδρύθηκε το 1916, αρχικά ως ιδιωτική και το 1975 πέρασε στον έλεγχο του κράτους, όπου παρέμεινε σε αυτό μέχρι το 1991 και στη συνέχεια ιδιωτικοποιήθηκε. Η συγκεκριμένη τράπεζα, αποτελεί μία από τις 4 συστημικές τράπεζες της Ελλάδος και αριθμεί 413 καταστήματα, ενώ το ανθρώπινο δυναμικό της ανέρχεται περίπου στους 8.700 υπαλλήλους.

Η τράπεζα Πειραιώς παρέχει ένα πλήθος χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, κάποιες εκ των οποίων είναι:

- Λύσεις για ιδιώτες, μικρομεσαίες επιχειρήσεις και επαγγελματίες (leasing οχημάτων, διαχείριση ακίνητης περιουσίας, τραπεζικές και επενδυτικές λύσεις κλπ.).
- Λύσεις για μεγάλες επιχειρήσεις (χρηματοδοτήσεις ναυτιλιακού τομέα κλπ.).
- Διατραπεζικές σχέσεις με χρηματοοικονομικά ιδρύματα και χρηματοοικονομικές αρχές παγκοσμίως.

Η συγκεκριμένη τράπεζα έχει προχωρήσει σε αρκετές εξαγορές/συγχωνεύσεις άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όπως:

- **ΑΤΕ Bank (Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος)**
- **Γενική Τράπεζα**
- **Τράπεζα Κύπρου,**
- **Cyprus Popular Bank**
- **Ελληνική Τράπεζα**
- **Millenium Bank**
- **Πανελλήνια Τράπεζα**

Η τράπεζα Πειραιώς, είναι η μοναδική ελληνική τράπεζα, όπου διατηρεί κατάστημα στην Γερμανία και συγκεκριμένα στην Φρανκφούρτη (www.piraeusholdings.gr).

6.2.2 Η ιστορία της Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος

Οι Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος, ιδρύθηκε το 1929 και αποτελούσε χρηματοπιστωτικό φορέα αποκλειστικά και μόνο για την αγροτική πίστη, στην Ελλάδα. Η ΑΤΕ Bank συστάθηκε προκειμένου να καλυφθούν με μεγαλύτερη άνεση και πιο γρήγορους ρυθμούς, οι πιστοδοτικές ανάγκες των αγροτών, κάτι το οποίο θα ενίσχυε και την αγροτική παραγωγή.

Ορισμένες από τις υπηρεσίες που παρείχε η ΑΤΕ Bank ήταν η εξής:

- Χορήγηση δανείων σε κτηνοτρόφους, γεωργούς, γεωργικούς συνεταιρισμούς, αλιείς κλπ.
- Συστηματοποίηση της εμπορίας των γεωργικών προϊόντων.
- Διάθεση και προμήθεια λιπασμάτων, μηχανημάτων, γεωργικών φαρμάκων, εργαλείων κλπ., στους προαναφερθέντες.
- Διάδοση και ενίσχυση καλύτερων μεθόδων καλλιέργειας, αλιείας, κτηνοτροφίας κλπ.
- Βοήθεια σε γεωργούς, κτηνοτρόφους κλπ. σε θέματα επεξεργασίας, αποθήκευσης καθώς και πώλησης των προϊόντων τους, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό.

Τον Ιούλιο του 2012 η Τράπεζα Πειραιώς, προχώρησε στην απορρόφηση της ΑΤΕ Bank. Ένα χρόνο αργότερα, ολοκληρώθηκε η διαδικασία αυτή, καταργώντας τα δίχτυα εξυπηρέτησης, καθώς και την ιστοσελίδα της ΑΤΕ Bank, παραπέμποντας όλους τους πελάτες

της να εξυπηρετούνται πλέον από τα αντίστοιχα, της Τράπεζας Πειραιώς (<https://rb.gy/owqrzn>).

6.2.3 Η αρχική συμφωνία και η μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων

Σύμφωνα με την απόφαση που πάρθηκε από την Επιτροπή Μέτρων Εξιχνίασης (EME) της τράπεζας της Ελλάδος, υπ' αριθ. EME 4/1/27.7.2012 το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα με την επωνυμία «Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε» υποχρεώνεται να προχωρήσει σε μεταβίβαση συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού του, στο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα με την επωνυμία «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε». Με την απόφαση της Επιτροπής Πιστωτικών και Ασφαλιστικών Θεμάτων (ΕΠΑΘ) 46/1/27.7.2012, ανακαλείται η άδεια λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος «ΑΤΕ Bank». Η ΕΜΕ, όρισε έναν ειδικό ελεγκτή, για τον έλεγχο της ΑΤΕ Bank, η οποία είχε ήδη τεθεί υπό ειδική εκκαθάριση.

Στις 09/07/2012 η «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε» προχώρησε σε προσφορά για την απόκτηση των περιουσιακών στοιχείων της «ΑΤΕ Bank». Με την προσφορά της Πειραιώς και την επιστολή του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ), όπου υποχρεώνει την εξαγοράζουσα τράπεζα να προβεί σε έγγραφη προσφορά (η οποία υποβλήθηκε στις 27 Ιουλίου 2012), πραγματοποιήθηκε η εξαγορά της «ΑΤΕ Bank», με τη συναίνεση όλων των εμπλεκόμενων μελών.

Οι λόγοι που συντέλεσαν στην διακοπή της άδειας λειτουργίας και εξαγοράς της «ΑΤΕ Bank», έπειτα από έλεγχο που πραγματοποιήθηκε και εκτίμηση του ενεργητικού και παθητικού της, κρίθηκε από την ΕΜΕ 4/1/27.7.2012, ότι το ίδρυμα αδυνατεί να ανταπεξέλθει στις εκάστοτε υποχρεώσεις του και αποφασίστηκε να μεταβιβαστεί το σύνολο των εργασιών του σε άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Οι συνολικές καταθέσεις των πελατών την 31 Δεκεμβρίου 2011 ανέρχονταν στα 15.741.328.000€, ενώ το εγγυημένο μέρος σύμφωνα με το άρθρο 9 του ν. 3746/2009, από το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων (ΤΕΚΕ) ανερχόταν στα 14.293.144.000€. Μέχρι τις 31 Μαΐου 2012, οι υποχρεώσεις που είχε αναλάβει η «ΑΤΕ Bank» έναντι άλλων ιδρυμάτων, ανέρχονταν στα 387.000.000€ και αντλούσε ρευστότητα από την έκτακτη χρηματοδότηση που ελάμβανε από την Τράπεζα της Ελλάδος. Εξαιτίας της δυσμενούς οικονομικής κατάστασης που βρισκόταν η Ελλάδα, η

επιλογή για την διακοπή της λειτουργίας του ιδρύματος χωρίς την λήψη μέτρων εξιχνίασης, εκτός ότι θα αποτελούσε βάρη πλήγμα στην ήδη επιβαρυνμένη οικονομία της χώρας, θα ταρακουνούσε αρκετά τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Λόγω του μεγέθους του, του εύρους των υπηρεσιών που παρείχε, τις υποχρεώσεις διασφάλισης των καταθέσεων από το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων και το ν. 3746/2009, όπου η αδυναμία κάλυψης του θα εμφάνιζε «τρύπα» που θα ανερχόταν στα 1.448.184.000€, το ίδρυμα ήταν σκόπιμο να υποβληθεί σε υπό ειδική εκκαθάριση. (http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/EME_4_1_27-7-2012.pdf)

Με την προσωρινή αποτίμηση των στοιχείων της «ΑΤΕ Bank» από την Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με την παρ. 4 του άρθρου 63Δ του ν. 3601/2007, η αξία του ενεργητικού ανερχόταν στο ποσό των 14.721.270.000€ και του παθητικού στο ποσό των 21.397.160.000€. Η διαφορά η οποία προκύπτει στο ενεργητικό και το παθητικό ανερχόταν στις 6.675.890.000€, όπου επρόκειτο να κατατεθούν από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) στην Τράπεζα Πειραιώς. Σύμφωνα με το άρθρο 9 της παραγράφου 15 του ν. 4051/2012, για τους επόμενους 12 μήνες από την έναρξη της ισχύος του συγκεκριμένου νόμου, το ΤΧΣ θα κατέβαλε το πόσο όπου θα έπρεπε να καταβάλει το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων, κατά την παράγραφο 13 του άρθρου 63Δ καθώς και την παράγραφο 7 του άρθρου 63Ε του ν. 3601/2007, δηλαδή το παραπάνω ποσό, στην απορροφώσα εταιρεία. Προκειμένου η «Τράπεζα Πειραιώς» να εξαγοράσει την «ΑΤΕ Bank», κατέβαλε το ποσό των 95.000.000€ στην πρώτη κατόπιν άτυπης προσφοράς ενώπιον της Επιτροπής Μέτρων Εξιχνίασης, και έπειτα με έγγραφη πλειοδότηση κατ' εντολή του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Σύμφωνα με την απόφαση της ΕΜΕ 8/1/24.1.2013 *“Μεταβίβαση περαιτέρω περιουσιακών στοιχείων του υπό ειδική εκκαθάριση πιστωτικού ιδρύματος με την επωνυμία «ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.» στο πιστωτικό ίδρυμα με την επωνυμία «ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.» και αναμεταβίβαση ήδη μεταβιβασθέντων περιουσιακών στοιχείων από το δεύτερο ως άνω πιστωτικό ίδρυμα στο πρώτο. Αναπροσαρμογή της προσωρινής εκτίμησης της διαφοράς μεταξύ της αξίας των μεταβιβαζόμενων στην «ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.» στοιχείων του παθητικού και της αξίας των μεταβιβαζόμενων στοιχείων του ενεργητικού της «ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.»”* αποφασίζει προς περαιτέρω μεταβίβαση τα ακόλουθα:

- Τα δάνεια της «ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ ΖΩΟΤΡΟΦΩΝ Α.Ε.». Τα δάνεια αυτά ενημερώθηκαν κατά την ημερομηνία εφαρμογής των μέτρων εξυγίανσης, δηλαδή την 27η Ιουλίου 2012. Επομένως, εάν δεν γινόταν ρητή αναφορά στα δάνεια της παραπάνω εταιρείας, θα είχαν μεταφερθεί από την αρχή στην «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.»
- Τα δάνεια σε πρώην εργαζόμενους του υπό ειδική εκκαθάριση χρηματοπιστωτικού ιδρύματος «Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε». Τα συγκεκριμένα δάνεια δεν ενημερώθηκαν, διότι οι εν λόγω εργαζόμενοι απασχολούνταν ήδη στην «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.»
- Οι μετοχές της «ΑΤΕxcelixi Α.Ε.», για τις οποίες η «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.» έχει ζητήσει τη μεταβίβαση, προκειμένου να χρησιμοποιηθεί η εταιρεία κατά κύριο λόγο για την εκπαίδευση των εργαζομένων της. Ως εκ τούτου, η ανωτέρω εισήγηση προτείνει τη μεταβίβαση των προαναφερθέντων στοιχείων, λαμβάνοντας υπόψη ότι θα μειωθεί το κόστος εξυγίανσης του υπό ειδικής εκκαθάρισης πιστωτικού ιδρύματος, καθώς θα αυξηθεί η αξία των περιουσιακών στοιχείων που μεταβιβάζονται στην «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.»

Επιπλέον, τα στοιχεία που αναμεταβιβάστηκαν είναι τα εξής:

- Τίτλοι που εκδόθηκαν από το υπό ειδικής εκκαθάρισης χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, δηλαδή ομόλογα της «ΑΤΕ Bank».
- Μετοχές σε μη εισηγμένες εταιρείες των οποίων η αξία είναι μηδενική και οι εν λόγω εταιρείες έχουν ειδικές συμβάσεις δανείου με το υπό ειδικής εκκαθάρισης χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.
- Συμβάσεις πώλησης με συμφωνία επαναγοράς, η εκχώρηση των οποίων θεωρήθηκε από τον αντισυμβαλλόμενο, γεγονός πτώχευσης.
- Απαίτηση κατά της «Αγροτικής Συνεταιριστικής Εταιρείας Ανάπτυξης Ρεθύμνου Α.Ε.», για την οποία εξακολουθούν να υφίστανται ισόποσες οφειλές στο υπό ειδικής

εκκαθάρισης χρηματοπιστωτικό ίδρυμα «Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.», οπότε καθίσταται εφικτός ο συμψηφισμός τους, από τον ειδικό ελεγκτή.

- Δάνεια σε πελάτες, με επιδοτήσεις επιτοκίου που θεωρήθηκαν παράνομες από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, με εγγυήσεις ακίνητης περιουσίας με μηδενικό υπόλοιπο, ώστε να μην επιβαρύνουν περαιτέρω τους ενδιαφερόμενους δανειολήπτες, για την ακύρωση ή την εξάλειψη των εξασφαλίσεων που είχαν παράσχει για τα παραπάνω δάνεια.

Με βάση τα ανωτέρω, η αναπροσαρμογή του ενεργητικού και παθητικού του υπό ειδικής εκκαθάρισης χρηματοπιστωτικού ιδρύματος διαμορφώνεται σε 14.443.856.000€ και 21.234.916.000€ αντίστοιχα. Η αρχική διαφορά των παραπάνω στοιχείων διαμορφώνεται από τα 6.675.890.000€ στα 6.791.060.000€, όπου παρατηρείται διαφορά ύψους 115.170.000€, κάτι το οποίο πρέπει να καταβάλει επιπρόσθετα το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Η συγκεκριμένη απόφαση πάρθηκε έπειτα από τη μεταγενέστερη αρχική αποτίμηση των στοιχείων, καθώς μειώνει την αξία των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού που παραμένουν στο υπό ειδικής εκκαθάρισης χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, με αποτέλεσμα να επιτυγχάνεται ευκολότερα ο σκοπός και η διαδικασία εξυγίανσης της συγκεκριμένης τράπεζας.

http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/eme_8_1_24.1.2013.pdf

6.2.4 Μη μεταβιβαζόμενα στοιχεία κατά την αρχική μεταβίβαση

Τα μη μεταβιβάσιμα δεδομένα όπως ορίζονται στην απόφαση 6599/27.8.2012 και στη συνεδρίαση της EME 4/1/27.7.2012 είναι δεδομένα που προέρχονται αμιγώς από τις δραστηριότητες της «ΑΤΕ Bank» και συνδέονται με αυτήν κατά νόμιμο και έγκυρο τρόπο. Τα μη μεταβιβάσιμα στοιχεία παραμένουν στην κυριότητα της «ΑΤΕ Bank» (στοιχεία ενεργητικού) ή συνεχίζουν να επιβαρύνουν την «ΑΤΕ Bank» (στοιχεία παθητικού). Τα μη μεταβιβάσιμα στοιχεία είναι τα εξής:

1. Έννομες σχέσεις μεταξύ της «ΑΤΕ Bank» και τρίτων που απορρέουν ή σχετίζονται με συμβάσεις εργασίας που έχει συνάψει.

2. Υποχρεώσεις και δικαιώματα της «ΑΤΕ Bank» προς τους μετόχους της, όπου απορρέουν από τη μετοχική σχέση.
3. Υποχρεώσεις και δικαιώματα της Τράπεζας «ΑΤΕ Bank» που αποκτήθηκαν από ομολογιακά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης που εκδόθηκαν από την «Α.Β.Γ. Finance International plc».
4. Συμμετοχή στις εταιρείες: «ΑΤΕ Τεχνική - Πληροφορική Α.Ε.», «ΑΤΕ Διαφημιστική Α.Ε.», «ΑΤΕxcelixi Α.Ε.», « Ελληνική Βιομηχανία Ζάχαρης Α.Ε.», «ΑΤΕ ΛΗΖΙΝΓΚ Ανώνυμη Εταιρία Χρηματοδοτικής Μίσθωσης», «Αγροτική Βιομηχανία Γάλακτος Ηλείου - ΔΩΔΩΝΗ Α.Ε.» και «Συνεταιριστική Ελληνική Καπνοβιομηχανία Α.Ε.».
5. Έννομες σχέσεις μεταξύ της «ΑΤΕ Bank» με τις εταιρείες «ΑΤΕ Τεχνική – Πληροφορική Α.Ε.» και «ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ ΖΩΟΤΡΟΦΩΝ Α.Ε.» για σύμβαση δανείου ή άλλου είδους πιστωτικές συμβάσεις.
6. Υποχρεώσεις έναντι τρίτων, όπως υποχρεώσεις σε εργαζόμενους που δικαιούνται χρηματική αποζημίωση.
7. Υποχρεώσεις στις εξής εταιρείες: «Ένωση Αγροτικών Συνεταιρισμών Λευκάδας - Ταμείο Αμύνης Οινοπαραγωγών Λευκάδας (ΤΑΟΛ)», «Ένωση Αγροτικών Συνεταιρισμών Μουδανιών», «Συνεταιριστική Ελληνική Καπνοβιομηχανία Α.Ε.» και «Αγροτική Συνεταιριστική Εταιρία Ανάπτυξης Ρεθύμνου ΑΕ.»
8. Υποχρεώσεις όπου κατά το νόμο ικανοποιούνται από το προϊόν της εκκαθάριση, της «ΑΤΕ Bank».
9. Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος «ΑΤΕ Bank» κατά του Ελληνικού Δημοσίου.
10. Υποχρεώσεις και φορολογικές απαιτήσεις της «ΑΤΕ Bank».
11. Υποχρεώσεις και απαιτήσεις έναντι Ασφαλιστικών Εταιρειών.

12. Απαιτήσεις δανείων.

13. Λοιπές συναλλαγές που εκτελούνται, όπως συναλλαγή περί ανταλλαγής επιτοκίων κ.α.

14. Δικαιώματα και έννομες σχέσεις που σχετίζονται με τη λειτουργία ή την διαφύλαξη των μη μεταβιβάσιμων περιουσιακών στοιχείων.

Οι διαδικασίες συγχωνεύσεις ολοκληρώθηκαν στο σύνολο τους, στις 25 Ιουνίου 2013.

http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/EME_4_1_27-7-2012.pdf

6.2.5 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων μετά την Εξαγορά

Μετά την διαδικασία εξαγοράς του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος με την επωνυμία «Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε» από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα με την επωνυμία «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε», έχουμε την δημιουργία μια νέας ενοποιημένης εικόνας της οικονομικής κατάστασης της εξαγοράζουσας Τράπεζας.

Πίνακας 6.1. Ανάλυση του Ενεργητικού της «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε», πριν και μετά την εξαγορά (σε χιλιάδες €).

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σημείωση	31 Δεκεμβρίου 2012	31 Δεκεμβρίου 2011
Ταμείο και διαθέσιμα στην Κεντρική Τράπεζα	19	3.307.503	2.552.717
Δάνεια και απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων	20	380.384	316.136
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα - απαιτήσεις	21	441.317	379.238
Χρεόγραφα εμπορικού χαρτοφυλακίου	22	362.868	464.313
Χρηματοοικονομικά μέσα αποτιμώμενα σε εύλογες αξίες μέσω αποτελεσματικών λογαριασμών	22	7.833	9.922
Συμφωνίες επαναπώλησης τίτλων πελατών	23	35.924	57.395
Δάνεια και απαιτήσεις από πελάτες (μετά από προβλέψεις)	24	44.612.686	34.005.619
Απαιτήσεις από χρεωστικούς τίτλους	24	8.015.997	1.628.176
Χρεόγραφα επενδυτικού χαρτοφυλακίου			
- Χρεόγραφα διαθέσιμα προς πώληση	25	4.836.475	2.745.065
- Διακρατούμενα έως τη λήξη χρεόγραφα	25	74.006	1.249.849
Επενδύσεις σε συγγενείς εταιρείες	27	301.696	214.642
Άυλα στοιχεία ενεργητικού	29	409.755	325.454
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	30	1.324.491	896.756
Επενδύσεις σε ακίνητα	31	1.078.513	877.511
Διακρατούμενα προς πώληση στοιχεία ενεργητικού	32	15.537	14.021
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	41	1.895.124	1.177.992
Ακίνητα ως στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού	33	332.057	264.891
Λοιπές απαιτήσεις	33	2.596.810	1.015.395
Στοιχεία ενεργητικού από διακοπτόμενες δραστηριότητες	28	377.184	1.157.214
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		70.406.161	49.352.308

Πηγή: Ενοποιημένη κατάσταση οικονομικής θέσης, όπως εμφανίζεται στην ετήσια οικονομική έκθεση του 2012 της Τράπεζας Πειραιώς.

Στο παραπάνω πίνακα παρουσιάζεται αναλυτικά το Ενεργητικό της «Τράπεζας Πειραιώς», πριν και μετά την διαδικασία ενοποίησης με αυτό της «ΑΤΕ Bank».

Πίνακας 6.2. Ανάλυση των Υποχρεώσεων της «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε», πριν και μετά την εξαγορά (σε χιλιάδες €).

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα	34	32.561.322	25.413.598
Υποχρεώσεις αποτιμώμενες στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσματικών λογαριασμών	35	21.953	18.475
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα - υποχρεώσεις	21	423.519	389.728
Υποχρεώσεις προς πελάτες	36	36.971.208	21.795.677
Πιστωτικοί τίτλοι σε κυκλοφορία	37	533.702	1.268.045
Υβριδικά και λοιπά δανειακά κεφάλαια	38	324.141	498.968
Υποχρεώσεις για παροχές μετά τη συνταξιοδότηση	42	172.065	172.856
Προβλέψεις για κινδύνους και βάρη	40	22.136	18.302
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις		12.996	13.742
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	41	37.100	46.640
Λοιπές υποχρεώσεις	39	1.035.700	648.774
Υποχρεώσεις από διακοπτόμενες δραστηριότητες	28	605.824	1.007.341
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		72.721.666	51.292.146

Πηγή: Ενοποιημένη κατάσταση οικονομικής θέσης, όπως εμφανίζεται στην ετήσια οικονομική έκθεση του 2012 της Τράπεζας Πειραιώς.

Στο παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται αναλυτικά οι Υποχρεώσεις (Παθητικό) της «Τράπεζας Πειραιώς», πριν και μετά την διαδικασία ενοποίησης με αυτό της «ΑΤΕ Bank».

Πίνακας 6.3. Ανάλυση των Ιδίων Κεφαλαίων της «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.», πριν και μετά την εξαγορά (σε χιλιάδες €).

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό Κεφάλαιο	44	1.092.998	1.092.998
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	44	2.953.356	2.953.356
Μείον: Ίδιες μετοχές	44	(36)	(192)
Λοιπά αποθεματικά	45	(4.655)	(131.058)
Ποσά που αναγνωρίστηκαν απευθείας στα ίδια κεφάλαια και συνδέονται με στοιχεία ενεργητικού από διακοπόμενες δραστηριότητες	45	9.301	(14.529)
Αποτελέσματα εις νέον	45	<u>(6.494.933)</u>	<u>(5.975.642)</u>
Ίδια Κεφάλαια αναλογούντα στους ιδιοκτήτες μητρικής		<u>(2.443.969)</u>	<u>(2.075.067)</u>
Δικαιώματα μειοψηφίας		<u>128.464</u>	<u>135.228</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		<u>(2.315.505)</u>	<u>(1.939.838)</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		<u>70.406.161</u>	<u>49.352.308</u>

Πηγή: Ενοποιημένη κατάσταση οικονομικής θέσης, όπως εμφανίζεται στην ετήσια οικονομική έκθεση του 2012 της Τράπεζας Πειραιώς.

Στο παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται αναλυτικά τα Ίδια Κεφάλαια (Παθητικό) της «Τράπεζας Πειραιώς», πριν και μετά την διαδικασία ενοποίησης με αυτό της «ΑΤΕ Bank».

Σύμφωνα με τους παραπάνω πίνακες, παρατηρείται ότι η «Τράπεζα Πειραιώς» εμφανίζει ζημιά, καθώς οι υποχρεώσεις της μετά την διαδικασία ενοποίησης με την «ΑΤΕ Bank» είναι μεγαλύτερες από το Ενεργητικό της. Στην οικονομική κατάσταση της «Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.», πριν και μετά την εξαγορά, εμφανίζεται ότι το σύνολο του Ενεργητικού και του Παθητικού πριν τη διαδικασία ενοποίησης ανέρχεται στα 49.352.308.000€, ενώ μετά την ενοποίηση ανέρχεται στα 70.406.161.000€, αντίστοιχα για το καθένα. Επομένως, παρατηρούμε μια διαφορά 21.053.853.000€ σε Ενεργητικό και Παθητικό για το έτος 2012, σε σχέση με το 2011. Αυτό σημαίνει ότι η «Τράπεζα Πειραιώς» αύξησε τον όγκο της κατά περίπου 42,7% κατά τη διάρκεια του 2012.

6.3 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. & Catalunya Banc S.A.

6.3.1 Η ιστορία της Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. (BBVA)

Η ιστορία της «Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)» ξεκίνησε το 1857, όταν το Συμβούλιο Εμπορίου προώθησε τη δημιουργία της «Banco de Bilbao» ως τράπεζα έκδοσης και έκπτωσης. Με τα χρόνια αλλά και έπειτα από αρκετές αλλαγές στην ονοματοδοσία της, το 1999 έπειτα από τη συγχώνευση των τραπεζών Banco Bilbao Vizcaya και Argentaria, ιδρύεται η «BBVA». Η συγκεκριμένη τράπεζα εκτός ότι αποτελεί τη δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα της Ισπανίας, είναι και ένα από τα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του κόσμου καθώς δραστηριοποιείται κυρίως εκτός από την Ισπανία, στη Βόρεια και Νότια Αμερική, τη Ρουμανία, την Τουρκία κλπ. Η «BBVA» έχει ένα πλήθος από προϊόντα και υπηρεσίες, κάποιοι εκ των οποίων είναι:

- **Global mobile banking platform**
- **BBVA Invest.** Αποτελεί ένα οικονομικό συμβουλευτικό εργαλείο όπου προσφέρει εξατομικευμένη εμπειρία και χρησιμοποιεί δεδομένα προκειμένου να βοηθήσει τους πελάτες να επιτύχουν τους στόχους αποταμίευσης τους.
- **Financial aggregator.** Είναι μία δυνατότητα που παρέχει η «BBVA» προκειμένου οι πελάτες να έχουν πρόσβαση μέσω της εφαρμογής της σε προϊόντα άλλων τραπεζών (Επενδυτικά κεφάλαια, διαχείριση λογαριασμών, καταθέσεις κλπ.). Με τον τρόπο αυτό τους βοηθάει να έχουν μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα των οικονομικών τους.
- **Invisible payments.** Με τις «αόρατες» πληρωμές, μειώνεται ο χρόνος αναμονής των πελατών και των επιχειρήσεων που θέλουν να πραγματοποιήσουν μία πληρωμή. Η συγκεκριμένη διαδικασία επιτυγχάνεται με τη χρήση διαφόρων τεχνολογιών, όπως η πραγματοποίηση πληρωμής με τη χρήση του προσώπου (Αναγνώριση προσώπου, τύπου face ID).

Η «BBVA» έχει προχωρήσει σε αρκετές εξαγορές/συγχωνεύσεις, όπως:

- **Garanti Bank** (85,97%)
- **Tree Inversiones Inmobiliarias**

- **Openpay**
- **Catalunya Banc**
- **Spring Studio**

(<https://www.bbva.com/en/>)

6.3.2 Η ιστορία της Catalunya Banc S.A.

Η «Catalunya Banc (CX Banc)» ιδρύθηκε το 2010 από τη συγχώνευση μεταξύ τριών τραπεζών, των Caixa Catalunya, Caixa Manresa και Caixa Tarragona και αποτελούσε την τέταρτη μεγαλύτερη τράπεζα της Ισπανίας. Η συγκεκριμένη τράπεζα παρέχει ένα πλήθος υπηρεσιών και προϊόντων στους τομείς της εταιρικής τραπεζικής, της λιανικής τραπεζικής, της ασφάλισης κλπ. Κάποια από τα προϊόντα της «CX Banc» είναι:

- **Προθεσμιακές καταθέσεις**
- **Συνταξιοδοτικά προγράμματα**
- **Καταναλωτικά και Στεγαστικά δάνεια**
- **Χρεωστικές και Πιστωτικές κάρτες**
- **Λογαριασμοί Ταμιευτηρίου και Τρεχούμενοι**

Το 2011 με την εισφορά συνολικού κεφαλαίου ύψους 12.052.000.000€ από το Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) (Ισπανικό ταμείο που δημιουργήθηκε για την αναδιάρθρωση των τραπεζών), ξεκίνησε η κρατικοποίηση της τράπεζας. Μέχρι το 2014 το ισπανικό κράτος κατάφερε να αποκτήσει το 89,7% της συγκεκριμένης τράπεζας.

Το 2015 και έπειτα από προσφορά της «BBVA», η «CX Banc» συγχωνεύεται με την προαναφερόμενη τράπεζα. Η διαδικασία συγχώνευσης ολοκληρώθηκε στις 31 Μαρτίου 2016. (https://thebanks.eu/banks/13207/products_and_services)

6.3.3 Η αρχική συμφωνία συγχώνευσης

Στις 11 Φεβρουαρίου 2014 η «Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria» (FROB) (Ισπανικό ταμείο που δημιουργήθηκε για την αναδιάρθρωση των τραπεζών) αποφάσισε την έναρξη της διαδικασίας πώλησης της «Catalunya Banc» (CX Banc). Όπου στις 11 Μαρτίου 2014 ξεκίνησε η πώληση του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος με την επωνυμία «Catalunya

Banc». Στη διαδικασία αυτή υπήρξαν αρκετές προσφορές για την απόκτηση του συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, όμως η FROB επέλεξε την προσφορά ύψους περίπου 1,2 δισεκατομμύρια ευρώ που υποβλήθηκε από την «Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA» («BBVA») τον Ιούλιο του 2014.

Με την συγχώνευση της «CX Banc», η απορροφώσα τράπεζα «BBVA» θα επέτρεπε στους πελάτες του απορροφώμενου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να επωφεληθούν από την πρόταση αξίας της και οι επιχειρήσεις (της «CX Banc») να επωφεληθούν από την σταθερή δομή που τους παρείχε η απορροφώσα τράπεζα, στους τομείς της εταιρικής διακυβέρνησης, των ρυθμιστικών αναφορών, του εσωτερικού ελέγχου, καθώς επίσης και στη παροχή εργαλείων για τη διαχείριση και τον έλεγχο κεφαλαίων, ρευστότητας και κινδύνων.

Η συγκεκριμένη συγχώνευση, θα βοηθούσε αρκετά στη μεγιστοποίηση των δυνατοτήτων και των πλεονεκτημάτων του ομίλου της «BBVA». Με άλλα λόγια, θα βελτίωνε τις εμπορικές δυνατότητες, θα επιτύγχανε την αξιοπιστία των συνεργειών και θα απλοποιούσε την εταιρική, οργανωτική και λειτουργική δομή του ομίλου «BBVA». Επιπροσθέτως, η συγκεκριμένη διαδικασία θα αποσκοπούσε στη βελτιστοποίηση της χρήσης και διαχείρισης των πόρων του συγκεκριμένου ομίλου, καθώς και στη μείωση των λειτουργικών κινδύνων που μπορεί να εμφανιζόταν με την συγχώνευση των 2 αυτών εταιρειών.

Οι διαδικασίες οι οποίες θα έπρεπε να πραγματοποιηθούν για την απορρόφησή της «CX Banc» από την «BBVA», είναι οι παρακάτω:

- Όλες τις μετοχές της απορροφώμενης τράπεζας θα έπρεπε να αποσυρθούν και να ακυρωθούν.
- Η απορροφώμενη τράπεζα θα προχωρούσε σε λύση της, μεταβιβάζοντάς στην απορροφώσα τράπεζα όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της.
- Η απορροφώσα τράπεζα θα παρέδιδε ίδιες μετοχές, σύμφωνα με τη σχέση ανταλλαγής που έχει καθοριστεί, στους μετόχους της απορροφώμενης τράπεζας, όπου πλέον θα έχουν μερίδιο στο κεφαλαιουχικό απόθεμα της «BBVA».
- Τέλος, σύμφωνα με το άρθρο 51 του νόμου 3/2009 μπορεί να πραγματοποιηθεί η συγκεκριμένη συγχώνευση χωρίς να είναι απαραίτητη η εγκριθεί της συνέλευσης των μετόχων της «BBVA». Έγκριση απαιτείται, μόνο εάν ζητηθεί από τους μετόχους που

εκπροσωπούν τουλάχιστον το 1% του μετοχικού της κεφαλαίου, σύμφωνα πάντα με τους όρους που προβλέπονται στο νόμο.

Οι διαδικασίες συγχώνευσης ολοκληρώθηκαν στο σύνολο τους, στις 31 Μαρτίου 2016. (<https://rb.gy/znlxj>)

6.3.4 Ο υπολογισμός και οι αλλαγές στην μετοχή της απορροφώμενης τράπεζας

Η αναλογία ανταλλαγής των μετόχων της «CX Banc» για τις μετοχές της «BBVA», έχουν υπολογιστεί με βάση την πραγματική αξία των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων που διαθέτουν και τα δύο χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η αναλογία ανταλλαγής θα έχει ως εξής: Για κάθε μία μετοχή της «BBVA», με ονομαστική αξία 0,49€, θα αντιστοιχούν 10 μετοχές της «CX Banc», καθεμία με ονομαστική αξία 1€. Η αναλογία αυτή έχει υπολογιστεί με βάση τις μεθοδολογίες οι οποίες προτάθηκαν από τα διοικητικά συμβούλια των 2 εμπλεκόμενων τραπεζών. Συγκεκριμένα, η «BBVA» κατέχει συνολικά 1.947.166.809 μετοχές της απορροφώμενης τράπεζας και στις 23 Μαρτίου 2016 η «CX Banc» ήταν κάτοχος 12.846.375 ιδίων μετοχών.

Η διαδικασία ανταλλαγής των μετοχών της απορροφώμενης τράπεζας με μετοχές της «BBVA», θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα πάντα με τις διαδικασίες που έχουν θεσπιστεί για το σύστημα λογιστικών εγγραφών. Οποιοσδήποτε κάτοχος ενός συνόλου μετοχών της απορροφώμενης τράπεζας, όπου δεν του επιτρέπεται να λάβει ολόκληρο αριθμό μετοχών της «BBVA» σύμφωνα με τα όσα έχουν συμφωνηθεί για την διαδικασία ανταλλαγής, θα μπορεί να αποκτήσει μετοχές προκειμένου να προχωρήσει άμεσα στη διαδικασία ανταλλαγής. Τέλος, οι 2 εταιρείες οι οποίες εμπλέκονται στη συγκεκριμένη συγχώνευση μπορούν να πάρουν μέτρα προκειμένου να διευκολύνουν την εκτέλεση της διαδικασίας ανταλλαγής των μετοχών της «CX Banc» με μετοχές της «BBVA». (<https://rb.gy/znlxj>)

6.3.5 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων μετά την συγχώνευση

Συνέπεια της παραπάνω συγχώνευσης μεταξύ της «CX Banc» με την «BBVA», η απορροφώμενη τράπεζα θα προχωρήσει σε διάλυση χωρίς να ρευστοποιηθεί, επομένως τα περιουσιακά της στοιχεία καθώς και οι υποχρεώσεις της θα μεταφερθούν συγκεντρωτικά με καθολική διάδοση στην απορροφώσα τράπεζα «BBVA». Το ποσό του ενεργητικού και παθητικού της «CX Banc» μέχρι πριν τη διαδικασία συγχώνευσης, υπολογιζόταν περίπου στα 58.000.000.000€.

Σύμφωνα με το άρθρο 36 του νόμου 3/2009, ο ετήσιος ισολογισμός του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος «BBVA» θα θεωρούνταν ισολογισμός συγχώνευσης. Επομένως, με την διαδικασία συγχώνευσης του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος με την επωνυμία «CX Banc» και του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος με την επωνυμία «BBVA», έχουμε την δημιουργία μια νέας ενοποιημένης εικόνας της οικονομικής κατάστασης της απορροφώσας Τράπεζας. (<https://rb.gy/znlxj>)

Πίνακας 6.4. Ανάλυση του Ενεργητικού της «BBVA», πριν και μετά την συγχώνευση
(σε εκατομμύρια €).

ASSETS	Notes	Millions of Euros		
		2015	2014 (*)	2013 (*)
CASH AND BALANCES WITH CENTRAL BANKS	9	43,467	31,430	34,903
FINANCIAL ASSETS HELD FOR TRADING	10	78,326	83,258	72,112
Loans and advances to credit institutions		-	-	-
Loans and advances to customers		65	128	107
Debt securities		32,825	33,883	29,602
Equity instruments		4,534	5,017	4,766
Trading derivatives		40,902	44,229	37,638
OTHER FINANCIAL ASSETS DESIGNATED AT FAIR VALUE THROUGH PROFIT OR LOSS	11	2,311	2,761	2,413
Loans and advances to credit institutions		62	-	-
Loans and advances to customers		-	-	-
Debt securities		173	737	663
Equity instruments		2,075	2,024	1,750
AVAILABLE-FOR-SALE FINANCIAL ASSETS	12	113,426	94,875	77,774
Debt securities		108,310	87,608	71,806
Equity instruments		5,116	7,267	5,968
LOANS AND RECEIVABLES	13	457,644	372,375	350,945
Loans and advances to credit institutions		32,962	27,059	22,862
Loans and advances to customers		414,165	338,657	323,607
Debt securities		10,516	6,659	4,476
HELD-TO-MATURITY INVESTMENTS		-	-	-
FAIR VALUE CHANGES OF THE HEDGED ITEMS IN PORTFOLIO HEDGES OF INTEREST RATE RISK	14	45	121	98
HEDGING DERIVATIVES	14	3,538	2,551	2,530
NON-CURRENT ASSETS HELD FOR SALE	15	3,369	3,793	2,880
EQUITY METHOD	16	879	4,509	4,742
Associates		636	417	1,272
Joint ventures		243	4,092	3,470
INSURANCE CONTRACTS LINKED TO PENSIONS		-	-	-
REINSURANCE ASSETS	22	511	559	619
TANGIBLE ASSETS	17	9,944	7,820	7,534
Property, plants and equipment		8,477	6,428	5,841
For own use		8,021	5,985	5,373
Other assets leased out under an operating lease		456	443	468
Investment properties		1,467	1,392	1,693
INTANGIBLE ASSETS	18	10,275	7,371	6,759
Goodwill		6,811	5,697	5,069
Other intangible assets		3,464	1,673	1,690
TAX ASSETS	19	17,779	12,426	11,704
Current		1,901	2,035	2,502
Deferred		15,878	10,391	9,202
OTHER ASSETS	20	8,566	8,094	7,684
Inventories		4,303	4,443	4,636
Rest		4,263	3,651	3,048
TOTAL ASSETS		750,078	631,942	582,697

Πηγή: Consolidated financial statements, management report and auditors' report for the year 2015 of BBVA.

Στο παραπάνω πίνακα παρουσιάζεται αναλυτικά το Ενεργητικό της «BBVA», πριν και μετά την διαδικασία συγχώνευσης με την «CX Banc».

Πίνακας 6.5. Ανάλυση των Υποχρεώσεων και Ιδίων Κεφαλαίων της «BBVA», πριν και μετά τη συγχώνευση (σε εκατομμύρια €).

LIABILITIES AND EQUITY	Notes	Millions of Euros		
		2015	2014 (*)	2013 (*)
FINANCIAL LIABILITIES HELD FOR TRADING	10	55,203	56,798	45,648
Deposits from central banks		-	-	-
Deposits from credit institutions		-	-	-
Customer deposits		-	-	-
Debt certificates		-	-	-
Trading derivatives		42,149	45,052	38,119
Short positions		13,053	11,747	7,529
Other financial liabilities		-	-	-
OTHER FINANCIAL LIABILITIES DESIGNATED AT FAIR VALUE THROUGH PROFIT OR LOSS	11	2,649	2,724	2,467
Deposits from central banks		-	-	-
Deposits from credit institutions		-	-	-
Customer deposits		-	-	-
Debt certificates		-	-	-
Subordinated liabilities		-	-	-
Other financial liabilities		2,649	2,724	2,467
FINANCIAL LIABILITIES AT AMORTIZED COST	21	606,113	491,899	464,549
Deposits from central banks		40,087	28,193	30,893
Deposits from credit institutions		68,543	65,168	52,423
Customer deposits		403,069	319,060	300,490
Debt certificates		66,165	58,096	64,120
Subordinated liabilities		16,109	14,095	10,556
Other financial liabilities		12,141	7,288	6,067
FAIR VALUE CHANGES OF THE HEDGED ITEMS IN PORTFOLIO HEDGES OF INTEREST RATE RISK	14	358	-	-
HEDGING DERIVATIVES	14	2,726	2,331	1,792
LIABILITIES ASSOCIATED WITH NON-CURRENT ASSETS HELD FOR SALE		-	-	-
LIABILITIES UNDER INSURANCE CONTRACTS	22	9,407	10,460	9,834
PROVISIONS	23	8,852	7,444	6,853
Provisions for pensions and similar obligations	24	6,299	5,970	5,512
Provisions for taxes and other legal contingencies		370	262	208
Provisions for contingent risks and commitments		714	381	346
Other provisions		1,469	831	787
TAX LIABILITIES	19	4,721	4,157	2,530
Current		1,238	980	993
Deferred		3,483	3,177	1,537
OTHER LIABILITIES	20	4,610	4,519	4,460
TOTAL LIABILITIES		694,638	580,333	538,133

LIABILITIES AND EQUITY (<i>Continued</i>)	Notes	Millions of Euros		
		2015	2014 (*)	2013 (*)
STOCKHOLDERS' FUNDS		50,639	49,446	46,025
Common Stock	25	3,120	3,024	2,835
Issued		3,120	3,024	2,835
Unpaid and uncalled (-)		-	-	-
Share premium	26	23,992	23,992	22,111
Reserves	27	22,512	20,936	19,767
Accumulated reserves (losses)		22,610	20,304	19,317
Reserves (losses) of entities accounted for using the equity method		(98)	633	450
Other equity instruments	43.1.1	35	67	59
Equity component of compound financial instruments		-	-	-
Other equity instruments		35	67	59
Less: Treasury stock	28	(309)	(350)	(66)
Income attributed to the parent company		2,642	2,618	2,084
Less: Dividends and remuneration		(1,352)	(841)	(765)
VALUATION ADJUSTMENTS	29	(3,349)	(348)	(3,831)
Available-for-sale financial assets		1,674	3,816	851
Cash flow hedging		(49)	(46)	8
Hedging of net investment in foreign transactions		(274)	(373)	(100)
Exchange differences		(3,905)	(2,173)	(3,023)
Non-current assets held-for-sale		-	-	3
Entities accounted for using the equity method		64	(796)	(1,130)
Other valuation adjustments		(859)	(777)	(440)
NON-CONTROLLING INTEREST	30	8,149	2,511	2,371
Valuation adjustments		(1,346)	(53)	70
Rest		9,495	2,563	2,301
TOTAL EQUITY		55,439	51,609	44,565
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY		750,078	631,942	582,697

Πηγή: Consolidated financial statements, management report and auditors' report for the year 2015 of BBVA.

Στο παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται αναλυτικά οι Υποχρεώσεις και τα Ιδία Κεφάλαια (Παθητικό) της «BBVA», πριν και μετά την διαδικασία συγχώνευσης με την «CX Banc».

Στην οικονομική κατάσταση της «BBVA», πριν και μετά τη συγχώνευση, εμφανίζεται ότι το σύνολο του Ενεργητικού και του Παθητικού πριν τη διαδικασία συγχώνευσης ανέρχεται στα 631.942.000.000€, ενώ μετά τη συγχώνευση ανέρχεται στα 750.078.000.000€, αντίστοιχα για το καθένα. Επομένως, παρατηρούμε μια διαφορά 118.136.000.000€ (το ποσό αυτό, διαμορφώνεται τόσο από τη συγχώνευση της «CX Banc», όσο και από άλλες εξαγορές/συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν μέσα στο 2015, σε Τουρκία, Αμερική κλπ.) σε Ενεργητικό και Παθητικό για το έτος 2015, σε σχέση με το 2014. Αυτό σημαίνει ότι η «BBVA» αύξησε τον όγκο της κατά περίπου 18,7% κατά τη διάρκεια του 2015.

6.4 Σύγκριση των Case Studies

Έπειτα από την ανάλυση που πραγματοποιήθηκε στις 2 μελέτες, θα χρειαστεί να προχωρήσουμε σε μια σύγκριση μεταξύ τους, αναφέροντας τις διαδικασίες και τις αποφάσεις που πάρθηκαν για την εκάστοτε περίπτωση. Πέρα από το ότι και οι 2 μελέτες περίπτωσης αφορούν εξαγορές/συγχωνεύσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, είναι σημαντικό να αναφερθεί πως οι τράπεζες «CX Banc» και «ATE Bank» οδηγήθηκαν σε μια διαδικασία εξαγοράς/συγχώνευσης από μια μεγαλύτερη και πιο ισχυρή τράπεζα.

Συγκεκριμένα, η «ATE Bank» πριν την απορρόφησή της από την «Τράπεζα Πειραιώς» ανήκε στο δημόσιο με κύριο σκοπό της, την άσκηση της αγροτικής πίστεως. Εξαιτίας της δυσμενούς οικονομικής κατάστασης που βρισκόταν η Ελλάδα εκείνη την περίοδο, καθώς και των προσπαθειών της τράπεζας της Ελλάδος και του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας για την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την αναδιάρθρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, αποφασίστηκε η εξαγορά μόνο του υγιούς τμήματος της, από την «Τράπεζα Πειραιώς», έναντι 95.000.000€. Επίσης, εκείνη την περίοδο η «ATE Bank» δεν ήταν σε θέση να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις που είχε αναλάβει, ύψους περίπου 387.000.000€, έναντι άλλων ιδρυμάτων, οπότε η παραπάνω διαδικασία στην οποία οδηγήθηκε, ήταν πλέον μονόδρομος. Η διαδικασία της εξαγοράς και μετέπειτα ενοποίησης της συγκεκριμένης τράπεζας ολοκληρώθηκε στο σύνολο της, περίπου ένα χρόνο μετά την προσφορά της εξαγοράζουσας τράπεζας, στις 25 Ιουνίου 2013. Στην ενοποιημένη οικονομική κατάσταση που εξέδωσε η «Τράπεζα Πειραιώς», πέρα από την ζημιά ύψους περίπου 2.315.000.000€ που δημιουργήθηκε, καθώς οι υποχρεώσεις της «ATE Bank» υπέρβαιναν το ενεργητικό της, παρατηρείται ότι η «Τράπεζα Πειραιώς» κατάφερε να αυξήσει τον όγκο της κατά τη διάρκεια του 2012 κατά 42,7%.

Αντίθετα η «CX Banc» πριν συγχωνευτεί με την «BBVA» ήταν εξ ολοκλήρου ένα ιδιωτικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, όπου από το Σεπτέμβριο του 2011 και με την εισφορά συνολικού κεφαλαίου ύψους 12.052.000.000€ από το FROB (Ισπανικό ταμείο που δημιουργήθηκε για την αναδιάρθρωση των τραπεζών), ξεκίνησε η κρατικοποίηση της τράπεζας και συγκεκριμένα της απόκτηση του 89,7% από το κράτος της Ισπανίας. Ο κύριος σκοπός της συγκεκριμένης τράπεζας ήταν η εξυπηρέτηση τόσο των πελατών όσο και των επιχειρήσεων. Το 2012 κοινοποιήθηκε σχέδιο για την αναδιοργάνωση της «CX Banc», το οποίο αποσκοπούσε στην πώληση της συγκεκριμένης τράπεζας μέσω διαγωνισμού. Από 2012 έως

και το 2014 καμία από τις προσφορές που είχαν δοθεί στο συγκεκριμένο διαγωνισμό δεν θεωρούνταν ικανοποιητική, ώσπου το 2014 η «BBVA» αποκτά την «CX Banc» με αντίτιμο ύψους περίπου 1,2 δισεκατομμυρίων ευρώ. Η διαδικασία της συγχώνευσης της συγκεκριμένης τράπεζας ολοκληρώθηκε στο σύνολό της, 13 Μαρτίου 2016. Στην ενοποιημένη οικονομική κατάσταση που εξέδωσε η «BBVA», παρατηρείται ότι η απορροφώσα τράπεζα κατάφερε να αυξήσει τον όγκο της κατά τη διάρκεια του 2015 κατά 18,7% (το ποσοστό αυτό διαμορφώθηκε και από την εξαγορά/συγχώνευση άλλων εταιρειών που έγιναν εντός του 2015).

Συνοψίζοντας, τόσο η εξαγορά της «ATE Bank» στην πρώτη μελέτη περίπτωσης από την «Τράπεζα Πειραιώς», όσο και η συγχώνευση της «CX Banc» στη δεύτερη μελέτη περίπτωσης με την «BBVA», ήταν εξαγορές/συγχωνεύσεις οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κυρίως μετά από δυσμενείς οικονομικές καταστάσεις που αντιμετώπιζαν. Σημαντικό σημείο αποτελεί και η θέση που είχε το δημόσιο και στις 2 αυτές περιπτώσεις, είτε επειδή η τράπεζα ανήκε σε αυτό εξ αρχής, είτε μετέπειτα.

Έπειτα από την περιγραφή των 2 μελετών περίπτωσης, στο τελευταίο κεφάλαιο θα αναφέρουμε τον επίλογο της παρούσας πτυχιακής εργασίας και συγκεκριμένα μια μικρή περίληψη όλων των παραπάνω.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις όπως αναφέραμε και πιο πάνω έκαναν την εμφάνιση τους με τη μορφή κυμάτων, από το 1890 στις ΗΠΑ και από το 1987 στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τα κίνητρα τα οποία ωθούσαν τις εταιρείες να προχωρήσουν στις ενέργειες αυτές διέφεραν ανάλογα με την θεωρία που ακολουθούσαν. Σε μια Ε&Σ αναπτύσσονται στρατηγικές και τακτικές που ακολουθούνται από την πλευρά του αγοραστή (Bidder), καθώς και ένα πλήθος από εσωτερικές και εξωτερικές άμυνες από την εταιρεία-στόχο (Target), οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν πριν ή μετά την διαδικασία της προσφοράς. Εν συνεχεία, αναλύθηκαν οι διαδικασίες αποτίμησης της εταιρείας-στόχου με την χρήση υποδειγμάτων και προσεγγίσεων προκειμένου να προσδιοριστεί μια εύλογη αξία για τη συγκεκριμένη εταιρεία.

Πέρα από τις Ε&Σ που έχουν πραγματοποιηθεί στην ελληνική επικράτεια, κυρίως από το 1990 έως το 2018, είναι σημαντικό να αναφερθούν και οι 2 μελέτες περίπτωσης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Συγκεκριμένα, έχοντας αναλύσει τόσο την εξαγορά της «ΑΤΕ Bank» από την «Τράπεζα Πειραιώς», όσο και τη συγχώνευση της «CX Banc» με την «BBVA», καταλήγουμε στο ότι παρόλο που και οι 2 τράπεζες (εξαγοραζόμενη/απορροφώμενη) υπήρξαν ισχυρά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, έπειτα από λάθος χειρισμούς και με τις δυσμενείς οικονομικές καταστάσεις τους να τις πιέζουν, οδηγήθηκαν σε διαδικασία Ε&Σ (με τη συμβολή του κράτους), από ένα πιο ισχυρό χρηματοοικονομικό ίδρυμα. Είναι σημαντικό να αναφέρουμε, ότι και στις 2 περιπτώσεις η επέμβαση του κράτους, είτε επειδή η τράπεζα ανήκε σε αυτό εξ αρχής, είτε την απέκτησε μετέπειτα, είχε σημαντικό ρόλο στη διεξαγωγή της διαδικασίας Ε&Σ. Επομένως, σε μια διαδικασία Ε&Σ, υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που καθορίζουν αν η εξαγορά/συγχώνευση που πραγματοποιήθηκε ήταν επιτυχής ή ανεπιτυχής, σύμφωνα πάντα με τους μεθόδους που μας οδηγούν στην απάντηση αυτή.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Alchian, A. A. (1950). Uncertainty, evolution and Economic Theory. *Journal of Political Economy*, 58 : 211-221.

Auerbauch. A.J. and D. Reishus (1987). Taxes and the merger decision. In : *Knights, raiders and targets : The impact of the hostile takeover*, ed. by Coffee C., Lowenstein L. and Ackerman S.R. (Oxford University Press : Oxford 1989).

Baumol, W.J. (1965). *The stock market and economic efficiency* (New York 1965).

Becker, G.S. (1962). Irrational behavior and economic theory, *Journal of Political Economy*, 70, (1) : 1-13.

Bradley, M., A. Desai and H.E. Kim (1983). The rationale behind interfirm tender offers : Information or synergy ? *Journal of Financial Economics*, 11 : 183-206.

Capaldo, A., D. Cogman and H. Suonio (2009). What's different about M&A in this downturn. In the website of McKinsey.

De Bondt, W.F. and T.H. Thaler (1985). Does the stock market overreact ? *Journal of Finance*, 40, : 793-805.

De Bondt, W.F. and H.E Thompson (1992). Is economic efficiency the driving force behind mergers ? *Managerial and Decision Economics*, 13 : 31-44.

Dobbs, R., M. Goedahrt and H. Suonio (2006). Are companies getting better at M&A? In the website of McKinsey.

Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983). Separation of ownership and control. *Journal of law and Economics*, 26 : 301-325.

Fama, E.F. (1980). Agency problem and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, (2) : 288-307.

Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*. (Chicago : 1953).

Galbraith, J.K (1967). A review of the review. (*The public interest* : Fall 1967).

Gaughan, M. (2002). The substitute hypothesis: The impact of premarital liaisons and human capital on marital timing. *Journal of Marriage and the Family*. Vol. 64. Pp. 407-419.

Geroski, P.A. (1984). On the relationship between aggregate merger activity and the stock market. *European Economic Review*, 25 : 223-233.

Golubov, A., D. Petmezas, D. and N. Travlos (2012). Empirical M&A research: A review of methods, evidence and managerial implications. In the *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance* edited by Adrian Bell, Chris Brooks and Marcel Prokopczuk published by Edward Elgar.

Gordon, M. (1962). *The Investment, Financing and Valuation of the Modern Corporation*. Homewood, III.: Richard D. Irwin, 1962.

Gort, M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers, *Quarterly Journal of Economics*, 11, 241-273.

Harford, J. (2005). What drives merger waves?, *Journal of Financial Economics*, 77, 529-560.

Hayn, C. (1989). Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 23 : 121-153.

Holl, P. and J.F. Pickering J.F. (1988). The determinants and effects of actual, abandoned and contested mergers. *Managerial and Decision Economics*, 9 : 1-19.

Holl, P. and D. Kyriazis (1996). The determinants of outcome in UK take-over bids. *International Journal of the Economics of Business*, 3 (2) : 165-184.

Holl, P. and D. Kyriazis (1997). Wealth Creation and Bid Resistance in U.K. Takeover Bids. *Strategic Management Journal*, 18 (6) : 483-498.

Jenkinson, T. and C. Mayer (1991). *Takeover defense strategies* (Oxford Economic Research Associates).

Jensen, M.C. and W.H Meckling (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 6 : 95-101.

Jensen, M.C. and R. Ruback (1983). The market for corporate control : The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11 : 5-50.

Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flows, *Corporate Finance and Takeovers*. *American Economic Review*, 76, (2) : 323-329.

Lewellen, W.G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*, 26, 521-545.

Malatesta, P.H. and R.A. Walkling (1988). Poison pill securities : Stockholder wealth, profitability and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 20 : 347-376.

Manne, H.G. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, 3, : 110-120.

Markham, J.W. (1973). *Conglomerate enterprises and public policy*. MA thesis : Harvard Graduate School of Business Administration, Boston.

Marris, R.L. (1964). *The economic theory of managerial capitalism*. (London : 1964).

Mitchell, M.L. and J.H. Mulherin (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, *Journal of Financial Economics*, 41, 193-229.

Morck R., Shleifer A. and Vishny R. (1988a). Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers. In : *Corporate Takeovers : Their causes and consequences*, ed. By A. Auerbach (Chicago University Press : Chicago 1988).

Mueller, D.C. (1980). The determinants and effects of mergers : An international comparison. Publication of the Science Center Berlib, 24 (International Institute of Management : 1980).

Myers, S.C. and N.S. Majluf (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 : 187-221.

Ohlson, j. (2005). On accounting-based valuation formulae, *Review of Accounting Studies*, 10 (2-3). 323-347.

Pazarskis, M, Giovanis N., Pantelidis P. and Kanakaris S. (2014), "Evaluation of Mergers and Acquisitions in Greece: An Empirical Investigation with Emphasis on the Labour Productivity".

Porter, M. (1985). *Competitive Advantage*, (New York: Free Press, 1985).

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59 (2) : 197-216.

Shiller, R.J. (1984). Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 : 457-498.

Shiller, R.J. (1989). Fashions, fads and bubbles in financial markets. In : *Takeovers, and contests for corporate control*, ed. By Coffee C., Lowenstein L. and Ackerman S.R. (Oxford University Press : Oxford 1989).

Shleifer, A. and R.W. Vishny (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94 : 461-489.

Shleifer, A. and R.W. Vishny (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications, *Strategic Management Journal*, 12, 51-59.

Shleifer, A. and R.W. Vishny (2003). Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 70, 295-311.

Sudarsanam, S. (1994). Defensive strategies of target firms in UK contested take-over bids : A survey. City University Business School, Working Paper 94.

Sudarsanam, S., P. Holl and A. Salami (1996). Shareholder wealth gains in mergers : Effect of synergy and ownership structure. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23 (6) : 673-698.

Stulz, R.M. (1988). Managerial control of voting rights. *Journal of Financial Economics*, 20 : 25-54.

Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory, *Journal of Money Credit and Banking*, 1 (1), 15-29.

Travlos, N. (1987). Corporate takeover bids, method of payment and bidding firm stock returns, *Journal of Finance*, 42 : 943-963.

Walkling, R.A. (1985). Predicting tender offer success. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20 : 461-478.

Weston, F.J, Mitcell, M.L. and H.J. Mulherin (2004). Takeovers, restructuring and corporate governance. 4th edition (international), Peason Prentice Hall, New Jersey.

Winter, S.G. (1964). Economic natural selection and the theory of the firm (Yale Economic Essays : Spring 1964).

B. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Αγαλλοπούλου Πηνελόπη, Συγχωνεύσεις, εξαγορές, αναδιαρθρώσεις επιχειρήσεων και οι επιπτώσεις τους στις εργασιακές σχέσεις : Επίκεντρο οι ομαδικές απολύσεις / επιμέλεια. - Αθήνα : Σάκκουλας Αντ. Ν., 2000.

Ανδρικοπούλου Έφη (2002). Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα, 1η έκδοση, Εκδόσεις Κέρκυρα, Αθήνα 2002.

ΙΝΕ Ινστιτούτο ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ (2008). Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων Επιπτώσεις στην Απασχόληση και στις Εργασιακές Σχέσεις, Μελέτες, Αθήνα 2008.

Κυριαζής Δημήτριος (2016). Συγχωνεύσεις & Εξαγορές , 2η έκδοση, Αθήνα, Εκδόσεις Διπλογραφία.

Παπαδάκης Β., (2002), «Στρατηγική των Επιχειρήσεων. Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», Αθήνα, εκδόσεις Ε. Μπένου.

Γ. ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. (BBVA): <https://www.bbva.com/en/>

Catalunya Banc S.A. (CX Banc): https://thebanks.eu/banks/13207/products_and_services

Merge BBVA & CX Banc: <https://rb.gy/znlxj>

ΑΤΕ Bank:

1. (http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/EME_4_1_27-7-2012.pdf)
2. (http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/eme_8_1_24.1.2013.pdf)

Εθνικό Ευρετήριο: <https://rb.gy/owqrzn>

Τράπεζα Πειραιώς: www.piraeusholdings.gr