

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ

**ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Φοιτητής : Φραγκάκης Εμμανουήλ (Α.Μ.45)

Εισηγητής : Χρονάκης Ιωάννης

Άγιος Νικόλαος

Μάρτιος 2010

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στο πρώτο κεφάλαιο βλέπουμε τον ορισμό της επιχείρησης ,την έννοια των εξαγορών και συγχωνεύσεων ,τα κίνητρά τους, τους τρόπους με τους οποίους γίνονται, τις μορφές αυτών και τις θεωρίες περί αυτών. Επιπλέον γίνεται αναφορά στις συνεργίες(λειτουργικές και χρηματοοικονομικές).

Στο Δεύτερο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στην νομοθεσία περί εξαγορών και συγχωνεύσεων ,στα νομοθετικά κίνητρα και την κωδικοποίηση του Ν2166/1993 και στην σύγκρισή του με τον Ν1297/1972 και τέλος το εργατικό δίκαιο περί αυτών.

Στο Τρίτο κεφάλαιο αναφερόμαστε στους λόγους πραγματοποίησης-αποτυχίας ανάπτυξης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων καθώς ,την αξιολόγηση αποτελεσματικότητας αυτών Καθώς και τα στάδια εξασφάλισης επιτυχίας τους .

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύουμε τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις την τελευταία δεκαετία στην Ελλάδα όσον αφορά την εμπειρία σε αυτές και τις συγκρίνουμε και τις καταθέτουμε με άλλες χώρες διεθνώς.

Στο πέμπτο κεφάλαιο αναλύουμε τα παραδείγματα εξαγορών (ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε & ΤΗΣ ALPHA BANK).

**ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ
10ΕΤΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ	10
1.1. Ορισμός επιχείρησης.....	10
1.2. Έννοια εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	11
1.3. Κίνητρα των εξαγορών και συγχωνεύσεων επιχειρήσεων	12
1.4. Τρόποι συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	14
1.5. Μορφές συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	16
1.6. Θεωρίες εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	17
1.7. Συνεργίες.....	20
1.7.1. Λειτουργικές Συνεργίες.....	20
1.7.2. Χρηματοοικονομικές συνεργίες.....	23
1.8. Δύναμη αγοράς.....	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ	28
2.1. Νομοθεσία περί εξαγορών και συγχωνεύσεων	28
2.2. Νομοθετικά Κίνητρα.....	29
2.2.1 Κωδικοποίηση του Ν. 2166/1993.....	31

2.2.2. Σύγκριση μεταξύ του Ν. 1297/1972 και του Ν. 2166/1993.....	32
2.3. Εργατικό Δίκαιο	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΜΕΣΩ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	36
3.1. Λόγοι πραγματοποίησης στρατηγικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων	36
3.2. Λόγοι αποτυχίας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων	41
3.3. Αξιολόγηση Αποτελεσματικότητας Εξαγορών και συγχωνεύσεων	49
3.4. Στάδια εξασφάλισης επιτυχίας μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων	51
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 - ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ 10ΕΤΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	56
4.1. Η Ελληνική εμπειρία στις εξαγορές και συγχωνεύσεις	56
4.2. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις διεθνώς	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 - ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	68
5.1. Η περίπτωση της ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	68
5.1.1. Γενικές πληροφορίες για την εταιρία	69
5.1.2. Περιγραφή της εξαγοράς.....	71
5.1.3. Επιπτώσεις της εξαγοράς.....	73
5.2. Η περίπτωση της ALPHA BANK	74
5.2.1. Γενικές πληροφορίες για την εταιρία	74
5.2.2. Περιγραφή της εξαγοράς.....	76

5.2.3. Επιπτώσεις της εξαγοράς.....	78
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	82
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	87

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια η παγκόσμια οικονομία λειτουργεί υπό ένα κύμα επιχειρηματικών αλλαγών καθώς πολλές συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ των επιχειρήσεων έχουν πραγματοποιηθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις για πολλές επιχειρήσεις αποτελούν ένα αποτελεσματικό μέσο αντιμετώπισης του διαρκώς αυξανόμενου ανταγωνισμού της εποχής που οδηγεί στην συνεχή επέκταση των επιχειρήσεων και το κλείσιμο των μικρών. Τα πιθανά πλεονεκτήματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών συμβάλλουν στην ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών σχημάτων που συχνά αποτελούν στρατηγικό στόχο των επιχειρήσεων.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές τα τελευταία χρόνια έχουν αναπτύξει το ενδιαφέρον των οικονομολόγων οι οποίοι τις μελετούν λεπτομερώς. Σημαντικά στοιχεία που κεντρίζουν το ενδιαφέρον είναι θέματα όπως τα κίνητρα όσο και οι επιδράσεις αυτών των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στις επιμέρους επιχειρήσεις και σε ολόκληρη την οικονομία.

Οι συγχωνεύσεις εταιριών αποτελούν παγκόσμιο φαινόμενο το οποίο λαμβάνει χώρα εδώ και πολλά χρόνια. Στην Αμερική τα τελευταία χρόνια ξέσπασε ένα κύμα συγχωνεύσεων το οποίο συνδυάστηκε με ραγδαίους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας και με ραγδαίες εξελίξεις στο επιχειρησιακό περιβάλλον. Στην περίπτωση της Ευρώπης η πολιτική και οικονομική ενοποίηση των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης παράλληλα με τις οικονομικές μεταρρυθμίσεις στην Ανατολική Ευρώπη δημιούργησαν ένα ευνοϊκό περιβάλλον για νέες συγχωνεύσεις. Στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία έχει ενταθεί ο ρυθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε όλους τους τομείς των επιχειρήσεων.

Οι συγχωνεύσεις των εταιριών δεν αποτελούν καινούργιο φαινόμενο. Μπορούμε να διακρίνουμε πέντε τουλάχιστον σημαντικά κύματα εταιρικών

συγχωνεύσεων. Τα κύματα αυτά είναι της περιόδου 1895-1904, της περιόδου 1922-1929, της περιόδου 1940-1947, της δεκαετίας του 1960 και την μετά το 1976 περίοδο. Όλα αυτά τα κύματα έλαβαν χώρα σε περιόδους που η οικονομία απολάμβανε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και συνέπεσαν με σπουδαίες εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον.

Η πολιτική ενοποίηση και οικονομική ολοκλήρωση των χωρών της ΕΟΚ σε συνδυασμό με τις πολιτικές εξελίξεις στην Ανατολική Ευρώπη δημιουργούν ευκαιρίες για ένα κύμα συγχωνεύσεων στην Ευρώπη.

Οι συγχωνεύσεις της δεκαετίας του 1980 διαφέρουν πολύ από τις αντίστοιχες συγχωνεύσεις των προηγούμενων δεκαετιών. Για παράδειγμα οι πρόσφατες συγχωνεύσεις στην Αμερική συνδέθηκαν με την αύξηση των νέων μορφών χρηματοδότησης εκ των οποίων μερικές έχουν άμεση σχέση με την δημιουργία και την κατάρρευση της αγοράς των ομολογιών υψηλού κινδύνου.

Παράλληλα πολλές συγχωνεύσεις συνδέθηκαν με την απαγγελία κατηγοριών χρήσης εμπιστευτικών πληροφοριών εναντίον μυθοποιημένων επενδυτικών τραπεζιτών. Περαιτέρω αρκετές συγχωνεύσεις προκάλεσαν σφοδρές διαμάχες μεταξύ των διορισμένων διευθυντικών στελεχών και των αντιτιθέμενων ιδιοκτητών.

Θέμα της παρούσας εργασίας θα αποτελέσει η μελέτη και τα αποτελέσματα από την εξαγορά και τη συγχώνευση δύο ελληνικών εταιριών στο οικονομικό περιβάλλον της τελευταίας δεκαετίας στην Ελλάδα. Προκειμένου να κατανοήσουμε πλήρως τις επιχειρηματικές αυτές πρακτικές κρίνεται απαραίτητη η παρουσίαση του θεωρητικού και νομοθετικού υπόβαθρου που τις διέπουν.

Συγκεκριμένα στο πρώτο κεφάλαιο θα παρουσιαστούν οι γενικές έννοιες του ορισμού της επιχείρησης, των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των συνεργασιών αυτών, τα βασικότερα κίνητρα από την πλευρά των επιχειρήσεων, διαφορές θεωρίες

που αναπτύσσονται για το συγκεκριμένο θέμα, οι συνεργίες από την υιοθέτηση τέτοιων πρακτικών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με την επικείμενη νομοθεσία που διέπει τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές στην Ελλάδα αναφέροντας τα νομοθετικά κίνητρα που προτρέπουν στην πραγματοποίησή τους, και επιπλέον θα γίνει μια παρουσίαση των διατάξεων του νόμου 2166/1993 που διατρέπει τις προϋποθέσεις πραγματοποίησης αυτών και την σύγκριση του με τον παλαιότερο νόμο 1297/1972. Τέλος γίνεται αναφορά στο εργατικό δίκαιο που τις αφορά.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι λόγοι πραγματοποίησης μέσω στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων καθώς και οι πιθανοί λόγοι αποτυχίας ενός τέτοιου εγχειρήματος. Στην συνέχεια αξιολογούμε την αποτελεσματικότητα που μπορεί να έχει για τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις η επιλογή εξαγοράς ή συγχώνευσης καθώς και τα κυριότερα στάδια που εξασφαλίζουν μια επιτυχή επιχειρηματική συνένωση.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται μια προσπάθεια περιγραφής του οικονομικού περιβάλλοντος στην Ελλάδα και παράλληλα μια σύγκριση με το διεθνές και ευρωπαϊκό οικονομικό πλαίσιο.

Τέλος στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται δύο παραδείγματα εξαγοράς και συγχώνευσης από τον ελληνικό οικονομικό χώρο. Συγκεκριμένα αναλύονται τα χαρακτηριστικά πριν κατά την διάρκεια και μετά της συγχώνευσης της εταιρίας ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε & ΤΗΣ ALPHA BANK.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

1.1. Ορισμός επιχείρησης

Πολλοί ορισμοί έχουν δοθεί από τους διάφορους συγγραφείς για την επιχείρηση. Ειδικότερα όπως αναφέρει ο Γεωργιάδης¹ η επιχείρηση είναι ένα σύνολο μέσων κάθε φύσης, κεφαλαίων, ενσωμάτων και ασωμάτων αγαθών, τα οποία τίθενται σε ενέργεια από μια ομάδα ανθρώπων, για την επίτευξη ορισμένου σκοπού. Με άλλα λόγια η επιχείρηση είναι ένα σύνολο συντελεστών παραγωγής που συγκεντρώνονται κάτω από την εξουσία κάποιου ατόμου στοχεύοντας στην επίτευξη χρηματικού εισοδήματος δια της παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών.

Επίσης επιχείρηση για πολλούς είναι η εκείνη η οικονομική μονάδα, που λειτουργεί, μέσα υπό την κεφαλαιοκρατική αγορά και τον κίνδυνο που απορρέει από αυτή, την αυτοτελή και υπεύθυνη οργάνωση παραγωγικών και διαχείριση συναλλαγών με τις οποίες τελικά επιδιώκει την πραγματοποίηση του μέγιστου δυνατού κέρδους. Το κέρδος αυτό κατά κανόνα, πρέπει να υπερβαίνει την αντίστοιχη αμοιβή για την αντιμισθία της διοικητικής ή εκτελεστικής εργασίας².

Ανεξάρτητα από τους ορισμούς που έχουν δοθεί για την επιχείρηση από τους διάφορους συγγραφείς, γίνεται σχεδόν καθολικά αποδεκτό ότι τα κύρια χαρακτηριστικά της επιχείρησης είναι τα ακόλουθα:

- ✚ Η επιχείρηση είναι μια οικονομική μονάδα που απαιτεί οπωσδήποτε μόνιμο συνδυασμό συντελεστών παραγωγής
- ✚ Η επιχείρηση είναι οικονομικά αυτοτελής, νομικά αυτόνομη, διοικητικά αυθύπαρκτη και οικονομικά ποριστική

¹ Γεωργιάδης, 1973, «Οικονομική των Επιχειρήσεων», Αθήνα

- ✚ Η επιχείρηση παράγει για άγνωστο καταναλωτικό κοινό
- ✚ Η επιχείρηση γεννήθηκε και δρα μέσα σε ένα κοινωνικόοικονομικό περιβάλλον, που χαρακτηρίζεται από την αποτίμηση σε χρήμα και αυτών ακόμη των χρηματοοικονομικά ασταθών παραγόντων και γενικά την κερδοσκοπία.

1.2. Έννοια εξαγορών και συγχωνεύσεων

Η συγχώνευση και εξαγορά των εταιριών αποτελεί την συμπαγέστερη μορφή συγκεντρώσεως των επιχειρήσεων. Με την συγχώνευση και την εξαγορά μια ή περισσότερες εταιρίες παύουν να υπάρχουν ως αυτοτελή νομικά πρόσωπα και η περιουσία τους μεταβιβάζεται είτε σε μια νεοϊδρυόμενη είτε σε μια υπάρχουσα εταιρία. Με την συγχώνευση των εταιριών επέρχεται η νομική ένωση αυτών έτσι ώστε αντί να υπάρχουν δύο ή περισσότερα νομικά πρόσωπα, να υπάρχει εφεξής μόνο ένα, στο οποίο ενώνονται τα περιουσιακά στοιχεία των εξαφανιζόμενων νομικών προσώπων.

Το παραπάνω αποτέλεσμα μπορούσε να επέλθει και στην περίπτωση που οι υπάρχουσες εταιρίες «διαλυθούν», η περιουσία τους «εκκαθαριστεί» και διανεμηθεί στους μετόχους και οι οποίοι στην συνέχεια την εισφέρουν στην νέα εταιρία ή σε μια υπάρχουσα εταιρία, η οποία αυξάνει τα κεφάλαια της, ακολουθώντας την νόμιμη διαδικασία.

Η διάλυση και εκκαθάριση των εταιριών όμως, απαιτεί χρόνο και έξοδα, λόγω της φορολογίας που συνοδεύει την διανομή στους μετόχους της περιουσίας της διαλυμένης εταιρίας και της εκ νέου εισφοράς αυτής στην απορροφούσα ή την νέα εταιρία, κυρίως όταν μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων των εταιριών περιλαμβάνονται και ακίνητα, τα οποία θα πρέπει να πωληθούν και μεταγενέστερα να αγοραστούν εκ νέου. Έτσι οι

² Γεωργιάδης, 1973, «Οικονομική των Επιχειρήσεων», Αθήνα

συναλλαγές αξίωσαν με μια πράξη, την μεταβίβαση της περιουσία μιας ή περισσοτέρων εταιριών, σε μια νεοϊδρυόμενη εταιρία ή την απορρόφηση της από μια υπάρχουσα εταιρία και μάλιστα χωρίς φορολογικές ή άλλες επιβαρύνσεις.

Την παραπάνω αξίωση των συναλλαγών ευνόησε η νομοθεσία πολλών χωρών, οι οποίες δίνουν την δυνατότητα στις εταιρίες, με μια ενιαία πράξη, να επιτυγχάνουν την ένωση των περιουσιών τους, χωρίς να απαιτείται διάλυση και εκκαθάριση αυτών και επιπλέον χωρίς να υποβάλλονται σε φόρους και τέλη που συνεπάγεται η εκκαθάριση και διανομή του προϊόντος εκκαθαρίσεις στους μετόχους και η επανεισφορά αυτού στην νέα ή την απορροφούσα εταιρία³.

1.3. Κίνητρα των εξαγορών και συγχωνεύσεων επιχειρήσεων

Τα κυριότερα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε συγκέντρωση με εξαγορά ή συγχώνευση είναι τα ακόλουθα:

Το κίνητρο της ορθολογικής οργανώσεως και επεκτάσεως των επιχειρήσεων: οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις ενδεχομένως να προσδοκούν την επέκταση των δραστηριοτήτων τους με την είσοδο σε νέες εγχώριες ή διεθνείς αγορές, νέες πηγές εφοδιασμού πρώτων και λοιπών υλών και νέους δρόμους διαθέσεως των προϊόντων τους. Η κατάκτηση νέων αγορών είναι δυνατό να αποβλέπει στην μείωση του κόστους παραγωγής, με την κατανομή των γενικών εξόδων σε μεγαλύτερο όγκο παραγωγής. Είναι ακόμη δυνατό, οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις να επιδιώκουν την διαφοροποίηση τους δηλαδή την επέκταση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους σε κερδοφόρες κατηγορίες προϊόντων ή την καθετοποίηση του παραγωγικού κυκλώματος τους. Εξάλλου η απορρόφηση μιας επιχειρήσεως από μια ευδοκίμως

³ Σακέλλη, Ε., «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και εκτίμηση αξίας επιχειρήσεως», Εκδ. ΒΡΥΚΟΥΣ

λειτουργούσα επιχείρηση παρέχει στην απορροφούμενη επιχείρηση επιτυχή διοίκηση, έμπειρο και εξειδικευμένο προσωπικό, τακτικούς προμηθευτές, σύγχρονες εγκαταστάσεις παραγωγής και κανάλια διανομής των προϊόντων της. Η διοίκηση της απορροφούσας επιχειρήσεως από την άλλη πλευρά μπορεί να σχεδιάζει την δραστηριότητα της με βάση την προϊστορία της απορροφούμενης επιχειρήσεως χωρίς ιδιαίτερους κινδύνους, αφού η συγχώνευση δεν δημιουργεί πρόσθετο ανταγωνισμό, όπως συμβαίνει με την κατασκευή νέων παραγωγικών εγκαταστάσεων, οι οποίες να ανταγωνίζονται την παραγωγή των παλαιών εγκαταστάσεων. Σημειώνεται ακόμη ότι πολλές συγχωνεύσεις επιχειρήσεων πραγματοποιούνται προκειμένου οι συγχωνευόμενες εταιρίες να καρπωθούν φορολογικά οφέλη, όπως για παράδειγμα τον υπολογισμό των αποσβέσεων πάνω στην τρέχουσα αξία των παγίων στοιχείων. Παρά τα παραπάνω τα προφανή πλεονεκτήματα, η συγχώνευση δυνατό να αποδειχθεί ότι δεν είναι πάντοτε ο προσφορότερος δρόμος για την επέκταση των επιχειρήσεων. Η γρήγορη εξάπλωση των επιχειρήσεων, που επιτυγχάνεται με την συγχώνευση τους, μπορεί να οδηγήσει σε ανεπαρκή διοίκηση αυτών και μπορεί να οδηγήσει σε αποτυχία της διατήρησης μιας ικανοποιητικής χρηματοοικονομικής θέσεως των συνασπισμένων επιχειρήσεων κυρίως σε περιόδους οικονομικής φύσεως

Το αμυντικό κίνητρο: η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιδιώκει να ισχυροποιήσει την θέση της στην αγορά, έτσι ώστε να αποθαρρύνει μια πιθανή εξαγορά αυτής από κάποια άλλη ανταγωνίστρια εταιρία.

Το επιθετικό κίνητρο: Η επιχείρηση προβαίνει σε εξαγορά μιας άλλης επιχειρήσεως πριν αυτή καταστεί ανταγωνίστρια της και έτσι αποφεύγει την ισχυροποίηση της ανταγωνίστριας στην αγορά.

Το κερδοσκοπικό κίνητρο: Μια επιχείρηση εξαγοράζει μια άλλη, με σκοπό να ανεβάσει την αξία της, προκειμένου, μετά την παρέλευση μιας χρονικής περιόδου να την πωλήσει σε τρίτους⁴.

1.4. Τρόποι συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι παραδοσιακοί τρόποι με τους οποίους λαμβάνουν χώρα οι διάφοροι συνδυασμοί επιχειρήσεων είναι:

Συγχώνευση: Είναι η απορρόφηση από μια επιχείρηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού μιας άλλης επιχείρησης. Συνεπώς η απορροφούμενη επιχείρηση παύει να υπάρχει σαν νομική οντότητα. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με αξιόγραφα της αγοράζουσας επιχείρησης. Αυτή η μορφή επιχειρηματικού συνδυασμού απαιτεί συμφωνία των μετόχων και των δύο επιχειρήσεων. Η διοίκηση έχει την δύναμη να αρνηθεί μια πρόταση για συγχώνευση πριν η πρόταση υποβληθεί στους μετόχους προς συζήτηση.

Ενοποίηση: Είναι ο συνδυασμός δυο ξεχωριστών επιχειρήσεων σε μια νέα επιχείρηση με ξεχωριστή νομική υπόσταση. Σε αυτήν την περίπτωση και οι δύο επιχειρήσεις παύουν να υπάρχουν, και τα διοικητικά στελέχη διατηρούν μια ευχέρεια να αρνηθούν την πρόταση ενοποίησης

Απόκτηση στοιχείων ενεργητικού: Μια επιχείρηση αγοράζει συγκεκριμένα στοιχεία ενεργητικού από μια άλλη επιχείρηση

Απόκτηση μετοχών: Η αγοράζουσα επιχείρηση επενδύει σε μετοχές της αγοραζόμενης επιχείρησης, συνήθως δια μέσου χρηματιστηρίου

⁴ Σακέλλη, Ε., «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και εκτίμηση αξίας επιχειρήσεως», Εκδ. ΒΡΥΚΟΥΣ

Εξαγορά δια δημόσιας προσφοράς: Η αγοράζουσα εταιρία απευθύνει δημοσίως πρόσκληση να αγοράσει ένα μέρος από τις κοινές μετοχές της αγοραζόμενης επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη ή και πριν από αυτή ημερομηνία. Αυτή η προσφορά τίθενται σε ορισμένους περιορισμούς, οι μέτοχοι που προσφέρουν τις μετοχές τους πληρώνονται σε χρήμα ή σε αξιόγραφα της αγοράζουσας εταιρίας. Σε αντίθεση με τις συγχωνεύσεις και τις ενοποιήσεις οι εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς δεν απαιτούν γενική συνέλευση των μετοχών προς έγκριση. Οι μέτοχοι που αποδέχονται τους όρους της πρόσκλησης απλά προσφέρουν τις μετοχές τους. Επιπλέον δεν απαιτείται συγκατάθεση των διοικητικών στελεχών. Όμως η συνεργασία της διοίκησης κατά κανόνα συντελεί στην επιτυχή περάτωση της εξαγοράς. Ανάλογα με την τοποθέτηση της διοίκησης απέναντι στην πρόταση εξαγοράς, οι εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς, χωρίζονται σε φιλικές εξαγορές και σε εχθρικές. Στις φιλικές εξαγορές, η διοίκηση της αγοραζόμενης επιχείρησης συνεργάζεται με την διοίκηση της αγοράζουσας εταιρίας για την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Στις εχθρικές εξαγορές η διοίκηση δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά και καταφεύγει σε αρκετές αμυντικές τακτικές.

Οι παραπάνω τρόποι εξαγορών και συγχωνεύσεων έχουν ένα κοινό χαρακτηριστικό. Δεν επηρεάζουν την μορφή επιχειρηματικής οργάνωσης. Όμως η τελευταία δεκαετία συνοδεύτηκε από ένα νέο τύπο επιχειρηματικών συγχωνεύσεων γνωστό σαν μετατροπείας σε επιχειρήσεις κλειστού τύπου. Αυτές οι συγχωνεύσεις βασικά μετατρέπουν μια εταιρία σε κλειστού τύπου. Οι συγχωνεύσεις αυτές διευκολύνονται με υψηλό τραπεζικό δανεισμό και διακρίνονται στις ακόλουθες μορφές:

Εξαγορές δια δανεισμού: Είναι η εξαγορά όλων των μετοχών ή των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρίας εισηγμένης στο χρηματιστήριο, από μια μικρή ομάδα επενδυτών δια μέσου μιας συναλλαγής που χρηματοδοτείται κυρίως μέσω δανεισμού. Οι επενδυτές συνήθως υποστηρίζονται χρηματοδοτικά από επιχειρήσεις που εξειδικεύονται στις εξαγορές ή από επενδυτικές τράπεζες που διακανονίζουν τέτοιες συναλλαγές. Μετά την εξαγορά η αγοραζόμενη επιχείρηση συνήθως

λειτουργεί σαν επιχείρηση κλειστού τύπου. Αυτές οι εξαγορές οδηγούν σε υψηλό δανεισμό.

Εξαγορές από διοικητικά στελέχη: Μερικές εξαγορές ξεκινούν με την πρωτοβουλία μιας ομάδας διοικητικών στελεχών που εξαγοράζουν τμήματα των μετοχών της νέας επιχείρησης. Τα υπόλοιπα χρήματα καταβάλλονται από επενδυτικές τράπεζες υπό την μορφή είτε μετοχικού κεφαλαίου είτε δανείων.

Εξαγορά εταιρικών μονάδων: Μια ειδική μορφή εξαγοράς από διοικητικά στελέχη είναι η εξαγορά μιας επιχειρηματικής μονάδας όπου οι αγοραστές, συνήθως καθοδηγούνται από ένα διευθυντικό στέλεχος της μητρικής εταιρίας και αγοράζουν μια θυγατρική εταιρίας της μητρικής επιχείρησης. Οι αγοραστές καταβάλλουν μέρος τους κεφαλαίου ενώ τα υπόλοιπα κεφάλαια αντλούνται από επενδυτικές τράπεζες υπό την μορφή μετοχικού και δανειακού κεφαλαίου.

Αντίστροφες εξαγορές: Μερικές από τις επιχειρήσεις ή μονάδες μετατρέπονται σε επιχειρήσεις κλειστού τύπου και επανέρχονται στο χρηματιστήριο.

1.5. Μορφές συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις διακρίνονται επίσης σε τρεις διαφορετικές μορφές. Ανάλογα με τον βαθμό συγγένειας ανάμεσα στις αγορές και τα προϊόντα της αγοράζουσας και της αγοραζόμενης επιχείρησης. Οι συγχωνεύσεις χωρίζονται σε οριζόντιες, κάθετες και σε ανομοιογενείς.

α) Οριζόντια συγχώνευση: είναι η ένωση δύο επιχειρήσεων που παράγουν τα ίδια προϊόντα και τα πωλούν στις ίδιες αγορές π.χ. η συνένωση δύο αεροπορικών εταιρειών.

β) Κάθετη συγχώνευση: είναι η ένωση δύο επιχειρήσεων που είχαν μια πιθανή σχέση μεταξύ π.χ. αγοραστή πωλητή, πριν από την συγχώνευση. Συνήθως μια επιχείρηση εξαγοράζει έναν κύριο προμηθευτή της ή διανομέα της.

γ) Ανομοιογενείς συγχωνεύσεις: Πρόκειται για ενώσεις επιχειρήσεων που είτε παράγουν διαφορετικά προϊόντα είτε πωλούν τα προϊόντα τους σε ξεχωριστές αγορές. Η πρώτη κατηγορία είναι γνωστή σαν ανομοιογενείς συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντων, ενώ η δεύτερη είναι γνωστή σαν ανομοιογενείς συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντων αγορών. Τέλος η συνένωση δύο επιχειρήσεων που είναι ουσιαστικά μη σχετιζόμενες είναι γνωστή σαν καθαρή ανομοιογενής συγχώνευση⁵.

1.6. Θεωρίες εξαγορών και συγχωνεύσεων

Οι συγχωνεύσεις αποτελούν επενδυτικές αποφάσεις από την αγοράζουσα εταιρεία. Τα προσδοκώμενα θετικά αποτελέσματα από μια συγχώνευση πηγάζουν από τις αυξημένες εισροές που δημιουργούνται από τον συνδυασμό των προηγούμενα ανεξάρτητων επιχειρήσεων ή από την επίτευξη ολικού ελέγχου των λειτουργιών των εξαγοραζόμενων εταιρειών⁶. Το συνολικό κόστος της παραπάνω επενδυτικής απόφασης ισούται με το κόστος έρευνας και διαπραγμάτευσης καθώς και με το συνολικό χρηματικό ποσό πληρωμής (ή με το ισοδύναμο χρηματικό ποσό των μετοχών που εκδίδονται) στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ) αυτής της επένδυσης αντιπροσωπεύει το προσδοκώμενο χρηματικό κέρδος των μετόχων της αγοράζουσας

⁵ Τραυλός Ν., «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων», Οικονομικό Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας 1991.

⁶ Brealey R. and S. Myers, “Principles of Corporate Finance” – 7th Edition, McGraw-Hill

εταιρείας. Εφόσον οι επενδυτές προσδοκούν ότι η ΚΠΑ θα είναι θετική, θα υπάρχει μία αύξηση της τιμής της μετοχής της αγοράζουσας εταιρείας.

Το χρηματικό κέρδος της εξαγοραζόμενης επιχείρησης είναι η διαφορά μεταξύ της χρηματικής αξίας που εισπράττουν οι μέτοχοι της για τις μετοχές που μεταβιβάζουν στην αγοράζουσα εταιρεία και της αξίας των μετοχών (της εξαγοραζόμενης εταιρείας) που προσδιορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών καθαρών χρηματικών ροών υπό το καθεστώς της διοίκησης και παραγωγής πριν από την συγχώνευση. Το άθροισμα των χρηματικών κερδών και των δύο επιχειρήσεων (αγοράζουσας-εξαγοραζόμενης) αντανakλούν την προσδοκώμενη αξία της συγχώνευσης. Το μείρασμα του προηγούμενα αναφερθέντος συνολικού κέρδους (καθώς και η επίδραση στους μετόχους των δύο εταιρειών) θα εξαρτηθεί από την αξία που θα εισπράξουν οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Αυτό με την σειρά του εξαρτάται από το πόσο ανταγωνιστική είναι η αγορά συγχωνεύσεων.

Γενικά, υπάρχουν δύο ειδών θεωρίες περί τις συγχωνεύσεις-εξαγορές. Οι θεωρίες που ανήκουν στην πρώτη κατηγορία αναφέρουν ότι η διοίκηση των επιχειρήσεων που αγοράζουν δεν προσπαθεί να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης –οι συγχωνεύσεις γίνονται με βάση την μεγιστοποίηση των πωλήσεων ή των περιουσιακών στοιχείων ή την δημιουργία ενός μεγάλου ομίλου. Συγχωνεύσεις αυτού του τύπου δεν έχουν οικονομικά κέρδη, και έχοντας σαν δεδομένο τα κόστη διαπραγμάτευσης και τα πιθανά προβλήματα συντονισμού λόγω της επέκτασης του επιχειρηματικού ομίλου, είναι πιθανό να υπάρχουν οικονομικές ζημιές. Σαν αποτέλεσμα, ένα πιθανό θετικό κέρδος της εξαγοραζόμενης εταιρείας θα αντισταθμιστεί από μια οικονομική ζημία της αγοράζουσας εταιρείας. Με βάση την παραπάνω θεωρία καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το επενδυτικό κοινό προσδοκά θετική έκτακτη απόδοση των μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρείας κατά την περίοδο της πρώτης ανακοίνωσης στον τύπο της συγχώνευσης ή κατά τη περίοδο της ημερομηνίας της πραγματικής επίτευξης της συγχώνευσης. Αντίθετα για τις αγοράζουσες εταιρείες, το επενδυτικό κοινό προσδοκά αρνητικές έκτακτες

αποδόσεις κατά την προαναφερθείσα περίοδο. Η θεωρία της μεγιστοποίησης του μεγέθους είναι πιο πιθανό να ισχύει για αγοράζουσες εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε conglomerate mergers και έχουν ενεργά προγράμματα συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Η δεύτερη κατηγορία θεωριών περί συγχωνεύσεων αναφέρεται στην προσπάθεια μεγιστοποίησης της αξίας κατά την οποία οποιαδήποτε συγχώνευση θα πρέπει να ικανοποιεί τα ίδια κριτήρια που εφαρμόζονται για την λήψη άλλων επενδυτικών αποφάσεων⁷.

Θα πρέπει δηλαδή να υπάρχει ένα θετικό οικονομικό κέρδος από την συγχώνευση και με βάση την ανταγωνιστικότητα της αγοράς συγχωνεύσεων, ένα ποσοστό του οικονομικού κέρδους θα μεταβιβαστεί στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Ανεξάρτητα από τον βαθμό ανταγωνιστικότητας, η αγοράζουσα εταιρεία θα πρέπει να επιτυγχάνει ένα μέσο ποσοστό απόδοσης.

Υπάρχουν πάρα πολλά κίνητρα συγχωνεύσεων που είναι σύμφωνα με τον στόχο της μεγιστοποίησης της αξίας. Η πρώτη τάξη κινήτρων αποτελείται από τα χρηματοοικονομικά κίνητρα. Ένα επιχείρημα αναφέρει ότι μια συγχώνευση επιτρέπει την καλύτερη εκμετάλλευση διαθέσιμων χρηματικών πόρων που ανήκουν είτε στην αγοράζουσα είτε στην εξαγοραζόμενη εταιρία. Ένα άλλο επιχείρημα είναι ότι η διασπορά κινδύνου που επιτυγχάνεται από μια συγχώνευση μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και κατά συνέπεια αυξάνει την δανειοληπτική ικανότητα της νέας οικονομικής οντότητας. Όλες οι παραπάνω επιδράσεις θα αυξήσουν την αγοραία αξία της οικονομικής οντότητας μετά την συγχώνευση σε σχέση με το άθροισμα των επιμέρους αγοραίων αξιών των δύο επιχειρήσεων πριν από την συγχώνευση.

⁷ Dodd P. R., R. Ruback, "Tender Offers And Stockholder Returns", An Empirical Analysis", Journal Of Financial Economics, December 1977, 351-373.

Ένα άλλο οικονομικό κίνητρο είναι η συνέργια με την οποία οι προσδοκώμενες χρηματικές ροές μετά την συγχώνευση είναι μεγαλύτερες από το άθροισμα των ανεξάρτητων χρηματικών ροών των δύο εταιρειών πριν από την συγχώνευση.

Αυτά τα κέρδη μπορούν να προκύψουν από οικονομίες κλίμακας, από μείωση κόστους, από συνδυασμό συμπληρωματικών παραγωγικών πόρων και από διαφορετική διοικητική αποδοτικότητα. Ένα άλλο οικονομικό κίνητρο είναι η προσπάθεια της διοίκησης της αγοράζουσας εταιρείας να εκμεταλλευτεί υπάρχουσες ασυμμετρίες στη πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού. Αυτό σημαίνει ότι η αγοράζουσα εταιρεία έχει πληροφορίες σχετικά με την εταιρεία που πρόκειται να εξαγοράσει, οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό και οι οποίες δεν αντανακλώνται στην τιμή της μετοχής της εταιρείας 'στόχος'.

Η τελευταία ομάδα οικονομικών κινήτρων βασίζεται στην προσπάθεια της αγοράζουσας εταιρείας (επενδυτής) να αποκτήσει έλεγχο της εταιρείας – στόχου. Στην πιο γενική της μορφή, η εταιρεία – επενδυτής επιθυμεί τον έλεγχο ώστε να αντικαταστήσει την μη αποτελεσματική διοίκηση της εταιρείας – στόχου ή να εξαναγκάσει την υπάρχουσα διοίκηση να ακολουθήσει μία στρατηγική μεγιστοποίησης κερδών.

1.7. Συνεργίες

1.7.1. Λειτουργικές Συνεργίες

Συχνά υποστηρίζεται πως οι συγχωνεύσεις δημιουργούν λειτουργικές συνεργίες. Οι συνεργίες πηγάζουν από οικονομίες κλίμακας, από μείωση κόστους, από τον συνδυασμό συμπληρωματικών παραγωγικών πόρων και από διαφορετική διοικητική αποδοτικότητα.

α) *Οικονομίες κλίμακας.* Οικονομίες κλίμακας λαμβάνουν χώρα όταν το μέσο κόστος παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος μειώνεται όταν η παραγωγή αυξάνει. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν το σταθερό κόστος

ορισμένων αδιαίρετων συντελεστών παραγωγής, όπως τα γενικά έξοδα, κατανέμονται σε ένα μεγάλο όγκο παραγωγής. Οικονομίες κλίμακας συνήθως σχετίζονται με οριζόντιες συγχωνεύσεις. Σ' αυτή την περίπτωση υποτίθεται πως υπάρχουν οικονομίες κλίμακας στον κλάδο και ότι πριν από την συγχώνευση οι επιχειρήσεις λειτουργούν κάτω από το επίπεδο παραγωγής που επιτυγχάνει οικονομίες κλίμακας. Όμως, οικονομίες κλίμακας έχουν αποδοθεί επίσης και στις κάθετες και στις ανομοιογενείς συγχωνεύσεις. Σ' αυτές τις περιπτώσεις οι συνέργιες προκύπτουν από την από κοινού χρήση των υπηρεσιών της κεντρικής διοίκησης, όπως του λογιστηρίου, του marketing, του οικονομικού ελέγχου και του προγραμματισμού και ανάπτυξης στελεχών.

β) Μείωση κόστους. Υποστηρίζεται πως η συγχώνευση επιχειρήσεων που βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας (δηλ. Κάθετη συγχώνευση) προκαλεί μείωση του κόστους παραγωγής, γιατί διευκολύνει τον συντονισμό και τη διαχείριση, μειώνει το κόστος επικοινωνίας, καταργεί αρκετές διαπραγματεύσεις και διευκολύνει την εφαρμογή σε ένα τομέα παραγωγής της τεχνολογίας και επιδεξιότητας που αναπτύχθηκε σε έναν άλλο παραγωγικό τομέα.

γ) Συμπληρωματικοί συντελεστές παραγωγής. Λειτουργικές συνέργιες μπορούν επίσης να προκύψουν όταν μια επιχείρηση διαθέτει κάτι που η άλλη έχει ανάγκη. Αυτή η πηγή συνέργιας είναι συνήθης στις εξαγορές μικρών επιχειρήσεων από μεγάλες. Η μικρή επιχείρηση συνήθως έχει ένα μοναδικό προϊόν ή πατέντα αλλά στερείται τους οικονομικούς και την υποδομή στο marketing που απαιτείται για την εισαγωγή του προϊόντος στην αγορά και την εκμετάλλευση της πατέντας σε μεγάλη κλίμακα. Η μικρή επιχείρηση συνήθως ξεκινά σαν μια προσωπική εταιρεία που ιδρύεται από λίγους εφευρέτες. Η επιχείρηση αυτού του είδους έχει συγκριτικά πλεονεκτήματα στην τεχνολογία και συγκριτικά μειονεκτήματα στην διοίκηση. Η εξαγορά μιας τέτοιας επιχείρησης από μια ώριμη με πλήρη διοικητική οργάνωση μπορεί να διανοίξει ευκαιρίες που καμία από τις δύο δεν μπορούσε διαφορετικά να επιδιώξει και δημιουργεί ωφέλειες μια και κάθε επιχείρηση αποκτά πόρους που δεν είχε πριν και τους αποκτά

με λιγότερο κόστος από ότι θα της κόστιζε να τους αναπτύξει μόνη της. Αν και αυτή η πηγή κερδών είναι περισσότερο πιθανόν να παρουσιαστεί στις συγχωνεύσεις ανάμεσα σε μια μεγάλη και σε μια μικρή επιχείρηση και οι συγχωνεύσεις ανάμεσα σε μεγάλες επιχειρήσεις μπορούν επίσης να δημιουργήσουν κέρδη αυτού του είδους.

δ) *Διαφορετική διοικητική αποτελεσματικότητα.* Υπάρχουν πιθανόν οφέλη από εξαγορές στις περιπτώσεις που η διοίκηση μιας επιχείρησης είναι πιο αποδοτική από τη διοίκηση της άλλης. Η αγοράζουσα επιχείρηση κατά κανόνα έχει μια αποδοτική ομάδα διοικητικών στελεχών, των οποίων η παραγωγική δυναμικότητα ξεπερνά τις τρέχουσες διοικητικές ανάγκες λόγω των συνθηκών ζήτησης που επικρατούν στον κλάδο. Η διοίκηση της αγοραζόμενης επιχείρησης μπορεί να είναι πολύ αποδοτική αλλά όχι τόσο όσο η διοίκηση της αγοράζουσας επιχείρησης η εξαγορά αυτού του είδους δημιουργεί οικονομικά οφέλη, γιατί η αποδοτικότητα της διοίκησης της αγοραζόμενης επιχείρησης φθάνει στο επίπεδο αποδοτικότητας της αγοράζουσας επιχείρησης.

Αυτό το είδος της εξαγοράς αποτελεί μια έμμεση («Toehold») εισαγωγή της αγοράζουσας επιχείρησης στον κλάδο της αγοραζόμενης και είναι προτιμότερη από μια άμεση («de novo») εισαγωγή, που μπορεί επικερδής επειδή η αγοράζουσα επιχείρηση είναι πιθανόν να στερείται την τεχνογνωσία του κλάδου στον οποίο λειτουργεί η αγοραζόμενη επιχείρηση. Πρέπει να τονιστεί πως η επέκταση της αγοράζουσας επιχείρησης σε ένα διαφορετικό κλάδο είναι ένα λογικό στρατηγικό βήμα και λόγω της σμίκρυνσης της συνολικής ζήτησης στον κλάδο και λόγω του αδιαιρέτου των διοικητικών υπηρεσιών / ικανοτήτων που καθιστά αδύνατο τον παροπλισμό των πλεοναζόντων πόρων.

1.7.2. Χρηματοοικονομικές συνεργίες

Ο κορμός των χρηματοοικονομικών συνεργιών είναι τα φορολογικά οφέλη που δεν θα πραγματοποιούντο χωρίς τις εξαγορές. Πρόσθετα φορολογικά οφέλη μπορούν να δημιουργηθούν από υψηλότερους τόκους λόγω της αυξημένης δανειοληπτικής ικανότητας που προκαλείται από την εξαγορά. Τα φορολογικά οφέλη επίσης δημιουργούνται από την εκμετάλλευση των αχρησιμοποίητων φορολογικών απαλλαγών, από την αναπροσαρμογή των αποσβέσεων και από τη μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων της συνενωμένης επιχείρησης που είναι το αποτέλεσμα της διασποράς του κινδύνου.

α) *Αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα.* Η συγχώνευση δύο επιχειρήσεων των οποίων οι ταμειακές ροές δεν συσχετίζονται τέλεια μειώνει τον κίνδυνο – διασπορά κινδύνου, δηλαδή ο κίνδυνος της επιχείρησης που προήλθε από τον συνδυασμό των δύο άλλων είναι μικρότερος από το άθροισμα των κινδύνων των ξεχωριστών επιχειρήσεων. Αυτή η μείωση του κινδύνου δημιουργεί το φαινόμενο συνασφάλισης, που μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και επομένως αυξάνει τη δανειοληπτική ικανότητα της νέας επιχειρηματικής οντότητας και δημιουργεί περισσότερους τόκους και μεγαλύτερες φορολογικές απαλλαγές⁸. Βεβαίως, η επιχείρηση ίσως αποφασίσει να μην αδράξει την ευκαιρία για περισσότερο δανεισμό. Σ' αυτή την περίπτωση, η μείωση του κινδύνου χρεοκοπίας οδηγεί σε μεταβίβαση πλούτου από τους μετόχους στους πιστωτές, δηλαδή λαμβάνει χώρα μια αναδιανομή της αξίας της επιχείρησης υπέρ των πιστωτών σε βάρος των μετοχών.

β) *Αχρησιμοποίητες φορολογικές απαλλαγές.* Μια επιχείρηση μπορεί να έχει πιθανές φορολογικές απαλλαγές λόγω συσσωρευμένων ζημιών, αλλά ίσως στερείται των κερδών που απαιτούνται για την ενεργοποίηση των φορολογικών απαλλαγών. Μια τέτοια επιχείρηση θα μπορούσε να

⁸ Lewellen, W.O. "A pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", The Journal of Finance 26 (May 1971), 521-37.

μεταβιβάσει αυτές τις φορολογικές απαλλαγές σε μια επικερδή επιχείρηση μέσω της εξαγοράς της από την τελευταία. Αυτό είναι δυνατόν να συμβεί στις Η.Π.Α. όπου ο φορολογικός κώδικας επιτρέπει οι καθαρές λειτουργικές ζημιές να μεταφέρονται προς τα πίσω (τρία χρόνια στις Η.Π.Α.) και προς τα εμπρός (δεκαπέντε χρόνια στις Η.Π.Α.) αυτή η νομική παροχή επιτρέπει στην επιχείρηση τη χρησιμοποίηση των τρεχουσών ζημιών για την αντιστάθμιση φορολογητέου εισοδήματος και εξαλείφει φόρους που πληρώθηκαν στα τρία προηγούμενα χρόνια. Ότι άλλες ζημιές απομένουν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη μείωση του φορολογητέου εισοδήματος για τα επόμενα δεκαπέντε χρόνια. Εάν η επιχείρηση αδυνατεί να εκμεταλλευθεί αυτή τη νομική παροχή, αμέσως στο προσεχές μέλλον, η αξία της θα είναι μικρή. Εάν όμως μια τέτοια επιχείρηση αγοραστεί από μια επικερδή επιχείρηση, οι ζημιές έχουν αξία διότι μπορούν να μεταβιβαστούν στην αγοράζουσα επιχείρηση και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη μείωση του φορολογητέου εισοδήματός της και των φορολογικών της υποχρεώσεων. Αυτή η νομική παροχή ισχύει (στις Η.Π.Α.) στις εξαγορές μέσω ανταλλαγής μετοχών.

γ) *Αναπροσαρμογή αποσβέσεων.* Η αναπροσαρμογή των αποσβέσεων αναφέρεται στην αύξηση της βάσης στην οποία υπολογίζεται η απόσβεση των παγίων της επιχείρησης. Αυτή η αύξηση δημιουργείται όταν η τιμή που πληρώνει η αγοράζουσα εταιρεία για τα πάγια που υπόκεινται σε απόσβεση ξεπερνά τη λογιστική τους αξία. Η αγοράζουσα επιχείρηση αναπροσαρμόζει τη βάση αποσβέσεων των αγοραζομένων ενεργητικών στοιχείων στην αγοραία τους αξία. Ως εκ τούτου η μελλοντική φορολογική επιβάρυνση της νέας επιχείρησης διαμορφώνεται σε χαμηλότερο επίπεδο από το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων των ξεχωριστών επιχειρήσεων. Αυτό το είδος φορολογικού κέρδους είναι δυνατό να δημιουργηθεί στις συγχωνεύσεις που ο φορολογικός κώδικας δεν επιβάλλει φόρο υπεραξίας στο ποσό της αναπροσαρμογής της λογιστικής αξίας των παγίων στοιχείων ενεργητικού. Η αναπροσαρμογή της αξίας των παγίων δημιουργεί φορολογικά κέρδη από δύο πηγές. Κατά πρώτον, η αγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αναπροσαρμόσει την αξία των αγορασθέντων παγίων στην αντικειμενική τους αξία, όπως προσδιορίζεται

από τη μεταβολή του πληθωρισμού. Δεύτερον, η αγοράζουσα επιχείρηση μπορεί επίσης να αποσβέσει και τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας και της αντικειμενικής αξίας (επιπρόσθετη αναπροσαρμογή). Η επιπρόσθετη αναπροσαρμογή μπορεί να είναι ένα σημαντικό ποσόν. Η Hayan⁹ (1989) υπολογίζει πως στις Η.Π.Α. αυτό το ποσόν είναι κατά μέσον όρο 18% της αξίας των αγοραζομένων παγίων. Τα φορολογικά κέρδη από την αναπροσαρμογή των παγίων μπορεί να αντισταθμιστούν μερικώς από τον φόρο λόγω επαναπροσδιορισμού των αποσβέσεων. Αυτός ο φόρος επιβάλλεται στη διαφορά ανάμεσα στο ποσό που αποσβένεται με βάση οποιαδήποτε μέθοδο επιταχυνόμενης απόσβεσης και στο ποσό που αποσβένεται, με βάση τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης. Όπως είναι επόμενο, αυτός ο φόρος υπάρχει σε χώρες όπως οι Η.Π.Α., όπου οι επιχειρήσεις έχουν το δικαίωμα να χρησιμοποιούν διαφορετική μέθοδο απόσβεσης για φορολογικούς σκοπούς και διαφορετική για τις λογιστικές τους καταστάσεις. Κατά κανόνα αυτός ο φόρος είναι πολύ μικρότερος από τα φορολογικά κέρδη της αναπροσαρμογής. Αν και κατά κανόνα η αγοράζουσα εταιρεία καρπώνεται τα φορολογικά κέρδη της αναπροσαρμογής, οι φορολογικές επιβαρύνσεις λόγω επαναπροσδιορισμού των αποσβέσεων επιβαρύνουν την αγοραζόμενη εταιρεία.

Επομένως, το πριμ εξαγοράς που προσφέρεται στην αγοραζόμενη επιχείρηση θα πρέπει να αντανakλά τις φορολογικές επιπτώσεις. Βεβαίως ο επιμερισμός των καθαρών φορολογικών κερδών ανάμεσα στους μετόχους της αγοράζουσας και της αγοραζόμενης επιχείρησης εξαρτάται από τη σχετική διαπραγματευτική ικανότητα των δύο επιχειρήσεων. Το πριμ εξαγοράς θα πρέπει επίσης να αντανakλά τον φόρο υπεραξίας (σε όσες χώρες ισχύει αυτός ο φόρος) που οι μέτοχοι της αγοραζόμενης επιχείρησης οφείλουν να πληρώσουν επί της διαφοράς ανάμεσα στα μετρητά που η αγοράζουσα επιχείρηση πληρώνει για τις μετοχές της

⁹ Hayn C. "Tax attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate acquisitions", *Journal of Financial Economics* 23 (June 1989). 121-53.

αγοραζόμενης επιχείρησης (σε συναλλαγές σε μετρητά – φορολογούμενη εξαγορά) και στην τιμή αρχικής απόκτησης των μετοχών. Δηλαδή, αναμένεται πως η φορολογική επιβάρυνση θα μεταφερθεί στην αγοράζουσα επιχείρηση μέσω ενός υψηλότερου πριμ εξαγοράς σε σχέση με την περίπτωση της αφορολόγητης εξαγοράς (συνήθως, η εξαγορά μέσω ανταλλαγής μετοχών).

δ) *Μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων λόγω διασποράς κινδύνου.* Ένα άλλο ευνοϊκό υποπροϊόν των συγχωνεύσεων μεταξύ επιχειρήσεων με μη πλήρως συσχετιζόμενες ταμειακές ροές είναι η μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων της νέας επιχείρησης σε σχέση με το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων των ξεχωριστών επιχειρήσεων. Μια τέτοια μείωση είναι δυνατή διότι σε μελλοντικές περιόδους τα κέρδη της μιας επιχείρησης μπορούν να αντισταθμιστούν ή να μειωθούν από τις ζημιές της άλλης. Τα φορολογικά κέρδη από αυτή την πηγή θα είναι μεγαλύτερα όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής συσχέτισης των ταμειακών ροών των δύο επιχειρήσεων. Επομένως, η διαφοροποίηση (διασπορά) των δραστηριοτήτων της επιχείρησης μπορεί να έχει θετικά αποτελέσματα στην αξία της μέσω αυτού του φορολογικού αποτελέσματος.

1.8. Δύναμη αγοράς

Ο Eckbo¹⁰ (1983) υποδεικνύει πως ο συνδυασμός – ιδιαίτερα στις οριζόντιες συγχωνεύσεις – μειώνει τον ανταγωνισμό και αυξάνει την πιθανότητα επιτυχούς συνεργασίας ανάμεσα σε ανταγωνιζόμενες επιχειρήσεις.

Σαν αποτέλεσμα, οι συγχωνεύσεις αυξάνουν τις τιμές των προϊόντων και επομένως δημιουργούν κέρδη τόσο στις επιχειρήσεις που συγχωνεύονται όσο και στις άλλες επιχειρήσεις του κλάδου. Ως εκ τούτου, οι τιμές των

¹⁰ Eckbo B. E., “Horizontal Mergers, Collusion And Stockholder Wealth”, Journal Of Financial Economics 11, April 1983, 241-273.

μετοχών των αντίστοιχων επιχειρήσεων αναμένεται να αυξηθούν κατά την πρώτη ανακοίνωση της συγχώνευσης. Επίσης, οι τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων, ολόκληρου του κλάδου θα πρέπει να μειωθούν κατά την ανακοίνωση αντιμονοπωλιακών μέτρων από τις αρμόδιες κρατικές υπηρεσίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

2.1. Νομοθεσία περί εξαγορών και συγχωνεύσεων

Όταν δύο ανώνυμες εταιρίες συγχωνεύονται, τότε η μια διαλύεται δηλαδή δεν ρευστοποιείται και τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού της μεταβιβάζονται στην άλλη. Οι μέτοχοι της εταιρίας που απορροφάται, λαμβάνουν νέες μετοχές της άλλης εταιρίας, οι οποίες διανέμονται με βάση έναν προσυμφωνημένο λόγο ανταλλαγής

Η νομοθεσία απαιτούσε να γίνεται αποτίμηση σε δίκαιες τιμές αγοράς από την διεύθυνση εμπορίου του Υπουργείου Ανάπτυξης. Ο νόμος όμως έχει πλέον τροποποιηθεί, έτσι ώστε να μπορούν οι εταιρίες να λαμβάνουν μόνες τις αποφάσεις τους, με βάση την εκπροσώπηση και τις εγγυήσεις των διοικητικών συμβουλίων. Ορκωτοί ελεγκτές γνωμοδοτούν περί της ορθότητας των αποτιμήσεων για λογαριασμό κάθε πλευράς.

Η εταιρία που απορροφάται πρέπει να συντάξει «ισολογισμό μετασχηματισμού», χρονολογημένο από το τέλος της τελευταίας λογιστικής χρήσης που έκλεισε. Όλες οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται έπειτα από εκείνη την ημερομηνία θεωρείται πως έχουν γίνει για λογαριασμό της επιχείρησης που απορροφήθηκε .

Η συμφωνία που κλείνουν οι αντίστοιχες διοικήσεις μπορεί να ολοκληρωθεί μόνο μετά την έγκριση του ισολογισμού και του λόγου ανταλλαγής μετοχών από τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων και το Υπουργείο Ανάπτυξης.

Οι εταιρίες πρέπει να ανακοινώσουν την πρόθεση τους για συγχώνευση και οι πιστωτές έχουν ένα μήνα προθεσμία για να διατυπώσουν επιφυλάξεις. Αν η συγχώνευση προχωρήσει, παρά τις επιφυλάξεις ή χωρίς να έχουν ικανοποιηθεί οι πιστωτές, τότε οι τελευταίοι έχουν δικαίωμα να ασκήσουν αγωγή.

Στην περίπτωση των μεγαλύτερου μεγέθους συγχωνεύσεων, πρέπει επίσης να ενημερωθεί η Επιτροπή του Ανταγωνισμού. Δεν επιτρέπεται η ανταλλαγή μετοχών με δικαίωμα ψήφου μέχρι να δώσει την έγκριση της.

Όταν μια ανώνυμος εταιρία εξαγοράζει κάποια άλλη είτε καταβάλλει μετρητά έναντι των αποκτούμενων στοιχείων του ενεργητικού είτε προσφέρει ισοδύναμο μερίδιο των μετοχών της. Αν η εταιρία είναι εισηγμένη, απαιτείται αποτίμηση από ορκωτό λογιστή, ο οποίος επίσης λαμβάνει υπόψη την δίκαιη αξία των αντίστοιχων μετοχών. Ωστόσο δεν μεταβάλλεται η υπόσταση της εταιρίας που αποτελεί αντικείμενο της εξαγοράς. Εξακολουθεί να αποτελεί ένα ξεχωριστό νομικό πρόσωπο. Η μόνη αλλαγή αφορά τους μετόχους.

Οι συγχωνεύσεις αποτελούν κοινό τόπο στην Ελλάδα, επειδή ουσιαστικά απαλλάσσονται από φορολόγηση, ενώ η εξαγορά μιας μη εισηγμένης εταιρίας επιβαρύνεται με φόρο 5% επί των εσόδων από την πώληση.

2.2. Νομοθετικά Κίνητρα

Κανονικά η συγκέντρωση κεφαλαίου στην Ελλάδα φορολογείται. Όμως έχουν θεσπιστεί νόμοι που επονομάζουν τις συγχωνεύσεις «οικονομική αναγκαιότητα» και ουσιαστικά τους εξασφαλίζουν το αφορολόγητο των συναλλαγών

Το 1972 θεσπίστηκε ο νόμος 1297 με ισχύ τόσο για τις ελληνικές εταιρίες όσο και για τις θυγατρικές ξένων, ο οποίος προέβλεπε:

- ✓ Εξαίρεση της μεταβίβασης ακινήτων από τον φόρο μεταβίβασης
- ✓ Εξαίρεση της μεταβίβασης περιουσιακών στοιχείων και της συμφωνίας αυτής από τα τέλη χαρτοσήμου και άλλα τέλη

- ✓ Αναστολή φορολόγησης στην μεταβίβαση αφορολόγητων αποθεματικών
- ✓ Συνέχιση τυχόν φορολογικών κινήτρων που ίσχυαν προηγουμένως
- ✓ Αναβολή φορολόγησης της υπεραξίας που προκύπτει από την υπερεκτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού μέχρι να ρευστοποιηθεί η εταιρία

Ο νόμος αυτός σαν στόχο έχει να προαγάγει το μετασχηματισμό των προσωπικών εταιριών και συνεταιρισμών σε εταιρίες περιορισμένης ευθύνης και τις ΕΠΕ σε Ανώνυμες Εταιρίες. Έτσι τα κατώτερα όρια εφαρμογής των κινήτρων αυτών είναι χαμηλά. Η εταιρία που προκύπτει από την συγχώνευση πρέπει να είναι είτε ΕΠΕ με ενεργητικό 146.735 € ή Ανώνυμη Εταιρία με ενεργητικό 293.470 €.

Το 1993 η κυβέρνηση εισήγαγε έναν άλλο νόμο ο οποίος δεν ίσχυε μόνο όταν οι εταιρίες συγχωνεύονταν για να ανέβουν ένα ακόμη σκαλί στην ιεραρχία αλλά και όταν:

Μια ΕΠΕ ή ΑΕ εξαγόραζε μια άλλη εταιρία

Μια ΑΕ εξαγόραζε τμήματα τα οποία αποσχίζονταν από μια άλλη ΑΕ

Μια ΑΕ εξαγόραζε τμήματα μιας άλλης ΑΕ η οποία διασπάτε

Οι εταιρίες καλούνται να επιλέξουν ποιους από τους δύο νόμους θα επιλέξουν να εφαρμόσουν και δεν μπορούν να αξιώσουν οφέλη και από τους δύο¹¹.

¹¹ Οδηγός Επιχειρηματικής Ανάπτυξης, 2002, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις», Εκδ. Κέρκυρα

2.2.1 Κωδικοποίηση του Ν. 2166/1993

Άρθρο 1 Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων – Περιεχόμενο και πεδίο εφαρμογής

Οι διατάξεις του παρόντος άρθρου εφαρμόζονται στις εξής περιπτώσεις:

Α. Μετατροπής ή συγχώνευσης επιχειρήσεων εγκατεστημένων στην Ελλάδα σε οποιαδήποτε μορφή.

Β. Απορροφήσεως επιχειρήσεων οποιασδήποτε μορφής από υφιστάμενη ημεδαπή ανώνυμη εταιρία ή εταιρία περιορισμένης ευθύνης

Γ. Συγχωνεύσεις ανώνυμων εταιριών

Δ. Διάσπαση ανωνύμων εταιριών με την προϋπόθεση ότι οι διασπώμενες απορροφούνται από υφιστάμενες ανώνυμες εταιρίες

Ε. Εισφοράς από λειτουργούσα επιχείρηση ενός ή περισσότερων κλάδων ή τμημάτων σε λειτουργούσα ανώνυμη εταιρία

Στ. Συγχώνευσης αστικών συνεταιρισμών με σκοπό την ίδρυση νέου αστικού συνεταιρισμού του νόμου αυτού

Άρθρο 2 Εισφερόμενο κεφάλαιο – Μεταφορά ζημιάς

Ως εισφερόμενο κεφάλαιο θεωρείται το εταιρικό ή μετοχικό κεφάλαιο της μετασχηματιζόμενης ή το άθροισμα αυτών των κεφαλαίων, των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων

Εφόσον μεταξύ των στοιχείων του παθητικού των επιχειρήσεων υφίσταται υπόλοιπο ζημιών τρέχουσας ή προηγούμενων χρήσεων, τούτο εμφανίζεται σε ιδιαίτερο λογαριασμό στον ισολογισμό τους και στον ισολογισμό της νέας εταιρίας

Το κεφάλαιο της νέας εταιρίας δεν μπορεί να είναι κατώτερο των 100.000.000 δραχμών για ανώνυμη εταιρία και 50.000.000 δραχμές για τις ΕΠΕ

Για την περίοδο 2002-2005 θα επιτρέπεται στις συγχωνευμένες εταιρίες να διοχετεύουν τα αδιανέμητα κέρδη σε ένα αφορολόγητο αποθεματικό με σκοπό την πραγματοποίηση επενδύσεων, οι οποίες μπορεί να γίνουν μέσα σε τρία χρόνια μετά το σχηματισμό του.

Σύμφωνα με την τρέχουσα νομοθεσία περί επενδυτικών κινήτρων, το δημόσιο χορηγεί επιδοτήσεις για την δημιουργία εταιριών παροχής υπηρεσιών κοινής υποστήριξης από τουλάχιστον τρεις μεταποιητικές επιχειρήσεις μικρού ή μεσαίου μεγέθους.

Οι υπηρεσίες αυτές μπορεί να περιλαμβάνουν υπηρεσίες βάσης δεδομένων, δεξαμενών αγοράς, κοινοπραξιών για συμμετοχή σε διαγωνισμούς προμηθειών του δημοσίου και κοινές εκθέσεις. Παρόμοια βοήθεια μπορεί να διατίθενται όταν πέντε ή περισσότερες εμπορικές εταιρίες ενώνουν τις δυνάμεις τους για να δημιουργήσουν κοινές εγκαταστάσεις αποθήκευσης ή κατάψυξης.

2.2.2. Σύγκριση μεταξύ του Ν. 1297/1972 και του Ν. 2166/1993¹²

Οι δύο νόμοι οι οποίοι τέθηκαν σε εφαρμογή για τον μετασχηματισμό των εταιριών είχαν ορισμένα κοινά σημεία αλλά και κάποιες διαφορές. Στο σχήμα που ακολουθεί θα παρουσιάζουμε τις διαφορές και τα κοινά σημεία μεταξύ των δύο αυτών νόμων.

¹² Σακέλλη, Ε., «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και εκτίμηση αξίας επιχειρήσεως», Εκδ. ΒΡΥΚΟΥΣ

✚	Πεδίο Εφαρμογής	Βιβλία Α	OXI	NAI
	Και Β κατηγορίας			
✚	Επιχειρήσεις Οικοδομικές και Ακινήτων		OXI	OXI
✚	Συγχωνεύσεις		NAI	OXI
	Εισφερόμενο κεφάλαιο			
✚	Το μετοχικό κεφάλαιο της		NAI	OXI
	Με Εκδιδόμενες Μετοχές			
✚		Υποχρεωτικά ονομαστικές		OXI
	και Φυσική – Πραγματική Απογραφή			
	75% για μια πενταετία			
✚	Κατά την σύνταξη του ισολογισμού		NAI	NAI
	μετά Εκτίμηση της περιουσίας			
✚	Κατά την επέλευση του		OXI	NAI
	μετασχηματισμού			
	Όργανο εκτίμησης της περιουσίας			
	Όργανο εκτίμησης της περιουσίας			
✚	ΣΤΙΣ		OXI	NAI
	Όργανο εκτίμησης της περιουσίας			
✚	ΣΤΙΣ		NAI	OXI

ΝΑΙ	ΝΑΙ
ΝΑΙ	ΝΑΙ
ΝΑΙ	ΟΧΙ

2.3. Εργατικό Δίκαιο

Μια συνηθισμένη συνέπεια των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι ο εξορθολογισμός του εργατικού δυναμικού. Σύμφωνα με την Οδηγία της Ε.Ε. (2001/23)¹³, η μεταβίβαση μιας επιχείρησης δεν αποτελεί αιτία απόλυσης προσωπικού μπορεί όμως να υπάρξουν περικοπές θέσεων εργασιών ως συνέπεια μεταβολών που γίνονται για οικονομικούς, τεχνικούς ή οργανωτικούς λόγους. Οι διοικήσεις των δύο εταιριών πρέπει να προχωρήσουν σε διαβουλεύσεις με τους συνδικαλιστικούς εκπροσώπους σχετικά με:

- ✚ Τα αίτια της συγχώνευσης ή της εξαγοράς
- ✚ Τις νομικές, τις οικονομικές και τις κοινωνικές συνέπειες για τους εργαζόμενους και
- ✚ Τυχόν μέτρα που θα ληφθούν, τα οποία θα επηρεάζουν τους εργαζόμενους

¹³ Ευρωπαϊκό Συμβούλιο 2001/23, 12 Μαρτίου 2001 «Περί προσέγγισης των νόμων των κρατών - μελών για την προστασία των δικαιωμάτων των εργαζομένων σε περίπτωση μεταβίβασης επιχειρήσεων ή τμημάτων τους»

Αν η νέα σύμβαση περιλαμβάνει κάποια σημαντική μεταβολή στις εργασιακές συνθήκες «εις βάρος του εργαζομένου», θεωρείται ότι η διοίκηση έχει διακόψει την σύμβαση εργασίας και είναι υπεύθυνη να καταβάλει την απαραίτητη αποζημίωση.

Ωστόσο οι διατάξεις του ελληνικού εργατικού δικαίου περί απολύσεων είναι πολύ πιο άκαμπτες από ότι στις περισσότερες χώρες της Ε. Ε πράγμα που σημαίνει ότι πολλοί εργοδότες προτιμούν να καταβάλλουν υπερωρίες στο υπάρχον προσωπικό, παρά να προσλάβουν νέους εργαζόμενους, όταν οι δουλειές πηγαίνουν καλά, φοβούμενοι ότι δεν θα μπορούν να τους απολύσουν σε περίοδο δυσπραγίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΜΕΣΩ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

3.1. Λόγοι πραγματοποίησης στρατηγικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων

Οι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε μια στρατηγική ανάπτυξης μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων είναι ποικίλοι και περίπλοκοι, με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να αποδώσουμε την πραγματοποίησή τους σε ένα μόνο παράγοντα.

Στην συνέχεια παρουσιάζονται αναλυτικά ποιες είναι οι επιμέρους αιτίες πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας

Αυτές προκύπτουν από το αυξανόμενο μέγεθος της νέας επιχείρησης. Η μείωση του κόστους είναι μια συνεργεία η οποία είναι σχεδόν σίγουρο ότι θα επιτευχθεί σε μια εξαγορά, γι' αυτό και αποτελεί συνήθως τον κυριότερο λόγο πραγματοποίησης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν για παράδειγμα στην διαχείριση των αποθεμάτων, στην αγορά των πρώτων υλών ή στον τομέα της παραγωγής. Επίσης μπορούν να εμφανιστούν και σε άλλους λειτουργικούς τομείς μιας επιχείρησης όπως στην προβολή, στην έρευνα και ανάπτυξη ή διανομή. Η μείωση αυτή του κόστους λόγω των οικονομιών κλίμακας είναι συνήθως πολύ υψηλή, όταν η αγοράστρια και εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκουν στον ίδιο κλάδο (οριζόντια εξαγορά) και στην ίδια χώρα.

Εκμετάλλευση οικονομιών φάσματος

Αφορούν την παροχή νέων εξειδικευμένων ή διαφοροποιημένων υπηρεσιών και προϊόντων από την επιχείρηση. Αυτά απορρέουν από την

καθετοποίηση της παραγωγής και την ενσωμάτωση, στο όλο σύστημα, των προμηθευτών και των διανομέων, με αποτέλεσμα την μείωση του κόστους που προκύπτει από την ύπαρξη των μεσαζόντων.

Συνδυασμός και αλληλοσυμπλήρωση πόρων

Οι πόροι έχουν να κάνουν από τις πρώτες ύλες μέχρι το διοικητικό προσωπικό. Η επιχείρηση μπορεί από την αρχή να θέλει να εξαγοράσει την επιχείρηση-στόχο για να εκμεταλλευθεί κάποια προτερήματα της, όπως είναι η πρόσβαση της σε φθηνές πρώτες ύλες, το δίκτυο διανομής της, αλλά ακόμα και τα ικανά στελέχη της.

Αύξηση μεριδίου αγοράς

Σχεδόν πάντα αυξάνεται και η δύναμη της επιχείρησης, λόγω του μεγαλύτερου μεγέθους της καινούργιας. Αυτό της επιτρέπει να αντιμετωπίσει με μεγαλύτερη σιγουριά τους ανταγωνιστές της, στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό και να επιτύχει μεγαλύτερα κέρδη. Από την άλλη μεριά, η αύξηση της δύναμης στην αγορά μιας επιχείρησης την διευκολύνει να προσελκύσει τα ικανότερα στελέχη της αγοράς, να προχωρήσει σε στρατηγικές συμμαχίες καθώς επίσης και να πραγματοποιήσει εξαγορές και συγχωνεύσεις από θέση ισχύος. Η επιχείρηση τοποθετείται καλύτερα στον κλάδο και αυξάνει την δύναμη της σε σχέση με τους προμηθευτές, πελάτες και ανταγωνιστές, είναι ικανότερη να εμποδίσει την είσοδο νέων ανταγωνιστών καθώς επίσης και να αντιμετωπίσει τα υποκατάστατα προϊόντα.

Υπέρβαση εμποδίων εισόδου

Εμπόδια μπορεί να παρουσιάζονται κατά την είσοδο των επιχειρήσεων σε μια νέα αγορά. Για παράδειγμα η είσοδος τους μπορεί να απαιτεί μεγάλα ποσά επένδυσης για εξοπλισμό, εγκαταστάσεις, διαφήμιση και προώθηση των προϊόντων τους για να μπορέσουν να πετύχουν οικονομίες κλίμακας και να προσφέρουν τα προϊόντα σε ανταγωνιστική τιμή.

Η θέση της επιχείρησης είναι ακόμα πιο δύσκολη αν υπάρχει ήδη αυξημένος ανταγωνισμός και έτσι μια εξαγορά ή συγχώνευση θα της παράσχει όχι μόνο την γνώση της αγοράς και των προτιμήσεων των εγχωρίων καταναλωτών αλλά επίσης ένα ήδη επαρκές εγκατεστημένο δίκτυο διανομής και πιθανώς μια εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη στο όνομα της επιχείρησης στόχου. Όσο αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου σε μια αγορά, ακόμα και λόγω κρατικών παρεμβάσεων τόσο οι εξαγορές και συγχωνεύσεις θα αποτελούν διέξοδο για τις επιχειρήσεις.

Αύξηση της δυναμικής της αγοράς

Η εξαγορά μιας επιχείρησης είναι πολύ καλύτερος τρόπος για να επεκταθεί δυναμικά μια επιχείρηση παρά να αναπτύξει καινούργια γραμμή προϊόντων. Η κατάργηση πολλών ρυθμιστικών περιορισμών αλλά και οι τεχνολογικές εξελίξεις ανάγκασαν πολλές επιχειρήσεις να προβούν σε συγχωνεύσεις προκειμένου να αντιμετωπίσουν με επιτυχία τις αλλαγές, διατηρώντας την δυναμική τους.

Παράλληλα μια επιχείρηση μπορεί μέσω της εξαγοράς να ορίσει μια δραστηριότητα ή να κατακτήσει μια αγορά που τα όρια της δεν έχουν ακόμα διαμορφωθεί.

Μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων

Είναι γνωστό ότι μια καινοτομία ή διαφοροποίηση της παραγωγής χρειάζεται σημαντικό χρονικό διάστημα μέχρι να αποδώσει και να αποφέρει ουσιαστικά κέρδη σε μια επιχείρηση. Κατά συνέπεια ενέχει υψηλό κίνδυνο. Γι' αυτό τα στελέχη προτιμούν να πληρώσουν υψηλό τίμημα για την εξαγορά μιας επιχείρησης έτσι ώστε να αποφύγουν το ρίσκο μιας από την αρχή δημιουργίας προϊόντος και τους κινδύνους που αυτή συνεπάγεται.

Είναι δυνατόν να ισχυρισθεί κάποιος ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις θα μπορούσαν να υποκαταστήσουν την ανάγκη της επιχείρησης για

καινοτομία. Και αυτό γιατί πολλές φορές η επιχείρηση διαθέτει περιορισμένους πόρους, τους οποίους δεν διατίθεται εύκολα να επενδύσει για την ανάπτυξη νέου προϊόντος. Η εναλλακτική στρατηγική ανάπτυξης μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων είναι για την επιχείρηση πιο ακίνδυνη.

Αύξηση διαφοροποίησης

Είναι γνωστό ότι όταν μια επιχείρηση θέλει να διαφοροποιήσει κατά πολύ την παραγωγή της εισερχόμενη σε άγνωστες για αυτήν αγορές, συναντά πολλές δυσκολίες, κυρίως επειδή τα στελέχη δεν έχουν γνώση των αγορών αυτών. Η εξαγορά λοιπόν μιας επιχείρησης που είναι χρόνια εγκατεστημένη στην αγορά αυτή αποτελεί πιο ασφαλή τρόπο διαφοροποίησης είτε όσο αφορά σχετικούς είτε άσχετους κλάδους παραγωγής. Η πρόσβαση της στην ίδια υπάρχουσα γνώση των στελεχών αλλά και στην παραγωγική διαδικασία της εταιρίας – στόχου, στην οποία θέλουν να επεκταθούν, αποτελεί για την επιχείρηση- αγοραστή ένα πρόσθετο πλεονέκτημα.

Μια επιχείρηση μπορεί μέσω της διαφοροποίησης δραστηριοτήτων να εξασφαλίζει μέσω της απόκτησης μιας άλλη επιχείρησης α) την μείωση της εποχικότητας των πωλήσεων της και ως εκ τούτου την ευαισθησία των εσόδων της στις συνθήκες της αγοράς και β) να επιτύχει μεγαλύτερη αφοσίωση από τους πελάτες της.

Αποφυγή υπερβάλλοντος ανταγωνισμού

Με το να επεκταθεί μια επιχείρηση σε άλλες σχετικές και μη αγορές, μπορεί να μειώσει την εξάρτησή της από την αγορά στην οποία προηγουμένως απευθυνόταν και όπου ο ανταγωνισμός μπορεί να ήταν έντονος.

Εξάλειψη μειωμένης αποδοτικότητας επιχείρησης – στόχου

Πολλές φορές η επιχείρηση – αγοραστής μπορεί να διαθέτει διοικητικές και άλλες ικανότητες αρκετές για να βελτιώσουν θεαματικά την απόδοση της επιχείρησης – στόχου.

Μείωση υπερβάλλουσας ρευστότητας επιχείρησης – αγοραστή

Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση θα προβεί σε μια εξαγορά, αν κρίνει ότι έτσι θα αυξήσει την αποδοτικότητα της

Διοικητική αλαζονεία

Συχνά τα διοικητικά στελέχη επιδεικνύουν μια αλαζονική συμπεριφορά πιστεύοντας ότι οι ίδιοι μπορούν να διοικήσουν καλύτερα τις επιχειρήσεις – στόχους. Πράγματι η αλαζονεία είναι ορισμένες φορές ο κύριος λόγος εμπλοκής σε εξαγορές και συγχωνεύσεις

Διαπιστώνουμε λοιπόν από τα παραπάνω ότι όταν συντρέχουν οι παραπάνω συνθήκες τότε συνήθως ο κλάδος στον οποίο θέλει να εισέλθει η επιχείρηση είναι ώριμος και συχνά όχι άμεσα συσχετιζόμενος με αυτή, τα εμπόδια εισόδου σε αυτόν είναι πολλά, η επιχείρηση δεν είναι διατεθειμένη να υποστεί τα κόστη διαφοροποίησης και ανάπτυξης νέων προϊόντων, καθώς και τον απαιτούμενο χρόνο και ρίσκο που ενέχει αυτή η ενέργεια.

Επίσης όταν ο ανταγωνισμός στον κλάδο που ήδη δραστηριοποιείται η επιχείρηση είναι υψηλός, χωρίς μεγάλα περιθώρια κέρδους, μια εξαγορά ή συγχώνευση μπορεί αν εξασφαλίσει στην επιχείρηση νέες οικονομίες κλίμακας που θα μειώσουν σημαντικά το υπάρχον κόστος παραγωγής αλλά και θα της προσδώσουν μια νέα δυναμική, ισχυροποιώντας την θέση της και αυξάνοντας τα μερίδιό της στην αγορά¹⁴.

¹⁴ Παπαδάκης, Β., 2002, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», Εκδ. Μπένου

3.2. Λόγοι αποτυχίας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων

Παρά τους παραπάνω λόγους που ωθούν τις επιχειρήσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι ορισμένες στρατηγικές ανάπτυξης δεν είναι πάντα ομαλές.

Οι λόγοι που μπορεί να οδηγήσουν σε αποτυχία την εξαγορά ή συγχώνευση μια επιχείρησης είναι οι εξής:

Όταν μια επιχείρηση εξετάζει την απόφαση εφαρμογής στρατηγικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων συνήθως εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης – στόχου κατά την οποία αποτιμά τα οφέλη που θα της αποφέρει μια τέτοια κίνηση και τα κόστη που θα δημιουργηθούν. Πολλές φορές όμως, αυτή η διαδικασία αποδεικνύεται ανεπαρκής αφού ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων βρίσκεται προ εκπλήξεων μετά την εξαγορά ή συγχώνευση, ανακαλύπτοντας ότι υπερεκτίμησε τα οφέλη που θα αποκόμιζε ή υποεκτίμησε τα κόστη που θα απέρρεαν.

Ένας από τους βασικότερους λόγους που μια επιχείρηση αποφασίζει να εφαρμόσει στρατηγική ανάπτυξης μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων είναι η πιθανότητα να επιτευχθούν ένα ή περισσότερα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, δηλαδή ικανότητες που δεν έχουν άλλες ανταγωνίστριες επιχειρήσεις και είναι πολύ δύσκολο να μιμηθούν. Για να πραγματοποιηθεί αυτό, η επιχείρηση πρέπει να εξασφαλίσει την ύπαρξη συνέργειας. Η συνέργεια αφορά την επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερης από αυτή που θα είχαν οι δύο επιχειρήσεις, αν λειτουργούσαν ξεχωριστά και παίρνει την μορφή οικονομιών κλίμακας και φάσματος, βελτίωσης δικτύου διανομής, βελτίωσης ακολουθούμενων διαδικασιών και αύξησης του μεριδίου αγοράς και του ποσοστού των κερδών. Η συνέργεια μπορεί επίσης να προέρχεται και από πηγές που είναι δύσκολο να περιγραφούν ή να υπολογιστούν

όπως από την κουλτούρα της εταιρίας, τη μοναδική της ιστορία, την φήμη της και την τεχνογνωσία που κατέχει.

Ωστόσο η εκτίμηση ότι η συγχώνευση δύο εταιριών θα δώσει ώθηση στις πωλήσεις και τα κέρδη τους, καθότι το μερίδιο της αγοράς που θα ελέγχουν θα είναι πλέον μεγαλύτερο μπορεί να αποδειχθεί λαθεμένη. Και αυτό γιατί η προβλεπόμενη αύξηση των εσόδων φαίνεται να παρουσιάζει τρομακτική δυσκολία στον υπολογισμό, διότι εξαρτάται από εξωτερικούς παραμέτρους, οι οποίες συχνά είναι πέραν του ελέγχου του μανατζμεντ. Η πελατεία της εξαγορασθείσας εταιρίας μπορεί να αντιδράσει διαφορετικά σε διαφορετικές τιμές και χαρακτηριστικά προϊόντων. Ομοίως και οι ανταγωνιστές οι οποίοι είναι πολύ πιθανόν να μειώσουν τις τιμές τους, ή να προχωρήσουν και αυτοί σε συγχωνεύσεις έτσι ώστε να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες του ανταγωνισμού.

Από την άλλη πλευρά υπάρχει ο κίνδυνος η συγχώνευση ή η εξαγορά δυο εταιριών να γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος. Πολλές επιχειρήσεις έχουν την τάση να εξαγοράζουν άλλες επειδή αυτή είναι η τάση της αγοράς ή από φόβο μήπως το μικρό μέγεθος τους τις καταστήσει ευάλωτες σε εξαγορές. Στις περιπτώσεις αυτές η χωρίς αιτία εξαγορά και η ανεπαρκής αξιολόγηση των εξαγοραζόμενων εταιριών όχι μόνο δεν αποφέρει συνέργειες αλλά πολύ συχνά οδηγεί στο αντίθετο αποτέλεσμα, θέτοντας σε κίνδυνο τις προοπτικές του όλου εγχειρήματος.

Είναι συνεπώς φανερό ότι υπάρχουν πολλές δυσκολίες στην ακριβή εκτίμηση ύπαρξης συνέργειας και του οφέλους που ενδεχομένως θα αποφέρει. Υπάρχει επίσης και το ενδεχόμενο να υπάρχει δυνατότητα συνέργειας όμως τα διοικητικά στελέχη να αδυνατούν να την αντιληφθούν και συνεπώς να μην είναι σε θέση να κατευθύνουν την δραστηριότητα των επιχειρήσεων, ώστε να επιτύχουν.

Ένας άλλος βασικός λόγος αποτυχίας μιας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων είναι η αδυναμία γρήγορης και

επιτυχούς ενοποίησης των δύο επιχειρήσεων. Η προσπάθεια ένωσης των δύο εταιριών αφορά την ένωση δυο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου. Αφορά επίσης την προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών και των δυο επιχειρήσεων. Πρόκειται όμως για μια διαδικασία μάλλον χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα.

Εκτός από την περίπτωση που οι δύο επιχειρήσεις αποδεικνύονται μη συμβατές, ως προς την στρατηγική που ακολουθούν, έμφαση δίνεται στην περίπτωση που ο ανθρώπινος παράγοντας είναι εκείνος που ευθύνεται για την αποτυχία. Όταν μιλάμε για ανθρώπινο παράγοντα αναφερόμαστε στο ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και την εταιρική κουλτούρα που το διακρίνει. Με τον όρο εταιρική κουλτούρα εννοούμε το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν συχνά ασυνείδητα ώστε να καθοδηγούν και να διαμορφώνουν την ατομική και την εταιρική συμπεριφορά¹⁵.

Παρόλο που η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι καθοριστικός παράγοντας επιτυχίας μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης είναι και ο παράγοντας που στις περισσότερες περιπτώσεις αγνοείται κατά την σύναψη της εξαγοράς ή συγχώνευσης.

Συχνά η επιχείρηση που εξαγοράζεται δεν αντιλαμβάνεται το μέγεθος της αβεβαιότητας που επικρατεί μεταξύ των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Πολλοί από αυτούς δεν γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν την θέση τους ή θα απολυθούν μέσα στο ευρύτερο κλίμα των απολύσεων που συνοδεύει τις περισσότερες εξαγορές ή συγχωνεύσεις.

Η αβεβαιότητα μεταξύ των υπαλλήλων των επιχειρήσεων – στόχων έχει παρατηρηθεί ότι οδηγεί σε μια συμπεριφορά που χαρακτηρίζεται από

¹⁵ Cartwright, S., and L, Cooper, 1993, “The role of culture compatibility in successful organizational marriage”, Academy of management executive

πτώση ηθικού, άγχος, αύξηση απουσιών από την εργασία και μείωση παραγωγικότητας. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν οι εταιρίες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές με αποτέλεσμα οι εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας εταιρίας να νιώθουν ηττημένοι, φοβισμένοι και συχνά προδομένοι. Οφείλεται επίσης στο γεγονός ότι οι εργαζόμενοι στην εξαγορασθείσα εταιρία δεν γνωρίζουν ποιος θα είναι ο ρόλος τους στην νέα εταιρία, σε ποιόν θα αναφέρονται καθώς επίσης και πως θα ταιριάξουν οι προσωπικοί και οι επαγγελματικοί τους στόχοι στην κουλτούρα του νέου οργανισμού.

Σχετικά με τα υψηλά ιστάμενα στελέχη, μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντος τους και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της επιχείρησης – αγοραστή, λόγω του ότι βρίσκονται αντιμέτωπα με την αλλαγή του τρόπου που λειτουργούσαν ως εκείνη την στιγμή και μετέωρα σε σχέση με τις αρμοδιότητες που θα έχουν στο εξής, λόγω της επικείμενης αναδιάρθρωσης των λειτουργιών της επιχείρησης – στόχου.

Παράλληλα πολλές φορές οι εργαζόμενοι των επιχειρήσεων – στόχων είναι προκατειλημμένοι έναντι της επιχείρησης – αγοραστή και τείνουν να παρεξηγούν και να απορρίπτουν συλλήβδην τις αντιλήψεις της, σχετικά με τους στόχους και τον σκοπό για τον οποίο έγινε η εξαγορά ή η συγχώνευση. Οι ασάφειες και η αβεβαιότητα που επικρατούν πυροδοτούν για σύγκρουση των δυο ειδών κουλτούρας και διαμάχες για το ποια θα επικρατήσει.

Η σύγκρουση έγκειται κυρίως στο διαφορετικό τρόπο σκέψης που διακρίνει την κάθε επιχείρηση και στην δυσκολία του να βρει κάποια άλλη επιχείρηση που να τον μοιράζεται.

Για τους λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της ανακοίνωσης μιας συμφωνίας εξαγοράς ή συγχώνευσης και της ολοκλήρωσης των διαδικασιών ενοποίησης διευρύνεται πολύ περισσότερο από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί. Αυτή η εξέλιξη έχει ιδιαίτερα αρνητικό αντίκτυπο επί της αποτελεσματικής

πραγματοποίησης της συγχώνευσης, λόγω της επίδρασης της σε πέντε κρίσιμα μέτωπα¹⁶:

Αύξηση του κόστους κεφαλαίου: Όσο πιο αργά δημιουργηθεί ο νέος οργανισμός, τόσο πιο αργά θα επιτευχθούν και οι συνέργειες. Για την εξαγορά ή την συγχώνευση όμως δεσμεύτηκαν κεφάλαια που πρέπει να αρχίσουν μέσα στο προγραμματισμένο χρονικό διάστημα να αποδίδουν. Καθυστερήσεις στην πραγματοποίηση συνεργειών συνεπάγονται μείωση της πραγματικής αξίας τους, δεδομένου ότι το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας.

Κόστος μειωμένης παραγωγικότητας των εργαζομένων: Η περίοδος μέχρι και την ενοποίηση είναι για τους εργαζομένους ένα χρονικό διάστημα άγχους και φόβου πως τα κεκτημένα τους μπορεί να χαθούν. Κάτω από αυτή την πίεση είναι δυνατό να αποχωρήσουν οι εργαζόμενοι – κλειδιά, εάν βρουν αλλού εργασία

Απώλεια σημαντικών προμηθευτών και πελατών: Αβεβαιότητα αισθάνονται και οι προμηθευτές αλλά και οι πελάτες της επιχείρησης. Οι προμηθευτές αναρωτιούνται εάν θα εξακολουθούν να έχουν εμπορική συνεργασία και με την νέα επιχείρηση και εάν οι όροι της θα είναι οι ίδιοι. Εξετάζουν και το ενδεχόμενο συνεργασίας με άλλους πελάτες για να μην βρεθούν προ δυσάρεστων εκπλήξεων, αν η νέα επιχείρηση τους ζητήσει την διακοπή της συνεργασίας τους.

Κίνδυνος από τους ανταγωνιστές να ενισχύσουν τελικά αυτοί την δική τους θέση. Όσο περισσότερες δυσχέρειες αντιμετωπίζονται κατά την διάρκεια της διαδικασίας ενοποίησης, τόσο μεγαλύτερος και ο χρόνος για τον οποίο αφιερώνει η επιχείρηση που εξαγοράζεται ένα μέρος των πόρων της και της προσοχής της εξαγοραζόμενης.

¹⁶ Fritzon, A., et al, 2000, "Making mergers work", Booz-Allen & Hamilton Research Report

Αβεβαιότητα των μετόχων: η παράταση της περιόδου ενοποίησης αποτελεί ένδειξη αδυναμίας της επιχείρησης που εξαγοράζεται να ενεργήσει σύμφωνα με το πρόγραμμα.

Υπερβολικό χρέος: Μια επιχείρηση που αποφασίζει να εξαγοράσει κάποια άλλη είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει, ιδιαίτερα αν είναι πεπεισμένη ότι αυτή η κίνηση θα της αποφέρει μεγάλο όφελος. Όμως συνήθως είτε λόγω ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης που εξαγοράζεται, είτε λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης των στελεχών της, για την απόφασή τους, η επιχείρηση πριν το κλείσιμο της συμφωνίας βρίσκεται σε μια θέση όπου δεν γνωρίζεται την ακριβή αξία που έχει η επιχείρηση – στόχος.

Αν οι μετοχές της επιχείρησης – στόχου διακινούνται στο χρηματιστήριο, κατά την διάρκεια των διαπραγματεύσεων αυξάνεται η τιμή της μετοχής της. Προκειμένου να εξασφαλίσει την επιχείρηση – στόχο η επιχείρηση – αγοραστής είναι πρόθυμη να διαθέσει υψηλή υπεραξία στους μετόχους της πρώτης, το οποίο συνεπάγεται μεγάλα έξοδα. Αν μάλιστα δεν διαθέτει τα ρευστά που απαιτούνται, στρέφεται σε άλλου είδους χρηματοδότηση, συνήθως δανεισμό από τράπεζες και μέσω ομολόγων με υψηλό επιτόκιο, διότι πρόκειται για αβέβαιη επένδυση αφού εξαρτάται από την επιτυχία ή αποτυχία της εξαγοράς.

Αν η απόδοση της επιχείρησης – στόχου αντικατοπτριζόταν στην αξία που είχαν στο χρηματιστήριο οι μετοχές της, για να αποφέρει κέρδη, μετά την εξαγορά της, θα πρέπει η απόδοση της να αυξηθεί τουλάχιστον κατά το ποσοστό της υπεραξίας που πλήρωσε η επιχείρηση - αγοραστής για να την εξαγοράσει. Επιπλέον το χρέος που έχει δημιουργηθεί από τον δανεισμό πρέπει να αποπληρωθεί.

Για να γίνει αυτό θυσιάζονται πόροι που αλλιώς θα χρησιμοποιούνταν για μακροπρόθεσμες επενδύσεις, κυρίως για έρευνα και ανάπτυξη και για αύξηση του κεφαλαίου της επιχείρησης.

Ρόλος στελεχών: Προβλήματα για την επιχείρηση μπορεί να δημιουργηθούν και κατά την πορεία των διαπραγματεύσεων για εξαγορές ή συγχωνεύσεις. Τα προβλήματα αυτά, ενώ δεν είναι έντονα ή ακόμα και εμφανή αρχικά, είναι δυνατόν αργότερα να ενταθούν και να οδηγήσουν σε αποτυχία.

Όπως είναι φυσικό κυρίαρχο ρόλο στις διαπραγματεύσεις έχουν τα στελέχη της επιχείρησης – αγοραστή. Βασικό ρόλο όμως έχει και ένα πλήθος άλλων ατόμων με διάφορες ειδικότητες είτε από την ίδια την εταιρία είτε ανεξάρτητα από αυτήν. Τα εν λόγω άτομα που συνήθως δεν έχουν συνεργαστεί ποτέ μεταξύ τους, καλούνται να αναλύσουν, να επεξεργαστούν και να παρουσιάσουν από κοινού την άποψη τους για την επικείμενη απόφαση που πρέπει να ληφθεί από την επιχείρηση σε πολύ σύντομο χρόνο. Τα στελέχη δίνουν πολύ μεγάλη έμφαση στην διαδικασία διαπραγμάτευσης ώστε να επιτύχουν το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα. Κατά συνέπεια η ανάλυση τους ενδέχεται να μην έχει συνοχή και να αγνοούνται κάποια άλλα θέματα που προκύπτουν από την εξαγορά ή συγχώνευση.

Η έλλειψη συνοχής οφείλεται στο ότι κάθε στέλεχος μελετά από την δική του οπτική γωνία την ελκυστικότητα της εξαγοράς και συγχώνευσης και δεν προσπαθεί να την αντιμετωπίσει ως σύνολο. Κάτω από αυτό το σκεπτικό συχνά συγκεντρώνονται πολλές απόψεις που αφορούν διαφορετικούς τομείς της επιχείρησης και όχι μια σφαιρική ανάλυση όπως θα ήταν αναγκαίο.

Κατά την πορεία των διαπραγματεύσεων και τα δυο συμβαλλόμενα μέρη βρίσκονται σε κατάσταση αβεβαιότητας, όσον αφορά στο αποτέλεσμα την συμφωνίας που πρόκειται να συνάψουν. Μπορεί να συμφωνήσουν στα περισσότερα θέματα της ημερήσιας διάταξης και να διαφωνήσουν ή να αφήσουν για αργότερα κάποια θέματα που τους δυσκολεύουν.

Ωστόσο αυτό που μπορεί να οδηγήσει σε επίσπευση των διαπραγματεύσεων και πιθανότατα να οδηγήσει σε λάθος εκτιμήσεις που

μπορεί να αποβούν καταστροφικές για την επιχείρηση που εξαγοράζεται είναι:

1. Μόλις διαρρεύσει η πληροφορία ότι οι επιχειρήσεις εξετάζουν το ενδεχόμενο για εξαγορά ή συγχώνευση, επικρατεί κλίμα αβεβαιότητας. Το εργατικό δυναμικό και των δύο επιχειρήσεων θορυβείται και στην αγορά οι ανταγωνιστές προβαίνουν σε διάφορες κινήσεις για να αντιμετωπίσουν το επικείμενο κίνδυνο. Το αποτέλεσμα είναι τα στελέχη να προσπαθούν να κλείσουν το θέμα όσο γίνεται γρηγορότερα με την τελική επίτευξη της συμφωνίας.
2. Τα στελέχη της επιχείρησης – αγοραστή που πιθανότατα έχουν προτείνει ή ασχοληθεί ιδιαίτερα με την υιοθέτηση αυτής της συμφωνίας είναι φυσικό να έχουν ταυτιστεί με αυτή και να επιθυμούν να γίνει ακόμα και αν οι προβλέψεις δεν είναι τόσο ευοίωνες.
3. Σε μια διαδικασία εξαγοράς ή συγχώνευσης πολλοί είναι εκείνοι που θα επωφεληθούν αν τελικά πραγματοποιηθεί, άσχετα με το αν είναι απόλυτα συμφέρουσα ή όχι. Τίθεται δηλαδή θέμα συμφερόντων.

Τα στελέχη της επιχείρησης – αγοραστή συχνά μπαίνουν στις διαπραγματεύσεις με την αυτοπεποίθηση του επιτυχημένου, θεωρώντας τα στελέχη της επιχείρησης – στόχου κατώτερη σε αξία, αφού η επιχείρηση έφτασε στο σημείο να εξαγοραστεί.

Αναμφισβήτητα το μέγεθος της εταιρίας είναι συνδεδεμένο άμεσα με το γόητρο και τη θέση των στελεχών: όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση τόσο ισχυρότερο θεωρείται ένα ανώτερο στέλεχος και τόσο μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη έχει στην αγορά.

Συνεπώς μια εξαγορά ή συγχώνευση συμβάλλει στην ενδυνάμωση της θέσης των στελεχών και για αυτόν τον λόγο είναι οι πιο ένθερμοι υποστηρικτές της, αγνοώντας τις περισσότερες φορές τις αντιδράσεις των μετόχων.

Παρατηρείται δηλαδή το φαινόμενο συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ στελεχών και μετόχων, όπου επικρατεί συνήθως η άποψη των στελεχών, αφού θεωρούνται οι ειδήμονες σε θέματα οικονομικής ανάλυσης και διαχείρισης¹⁷.

3.3. Αξιολόγηση Αποτελεσματικότητας Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Έχοντας μέχρι τώρα εξετάσει τα πλεονεκτήματα και τα προβλήματα που μπορεί να προκύψουν από μια εξαγορά ή συγχώνευση, στην παρούσα ενότητα θα αναλύσουμε και θα αξιολογήσουμε το κατά πόσον τελικά οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις ενδείκνυται σαν πολιτική αντιμετώπισης του ανταγωνισμού και οικονομικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων ή εάν τελικά το όφελος των συγχωνεύσεων είναι μηδαμινό.

Πολλές είναι οι έρευνες που έχουν γίνει σχετικά με την εκτίμηση των εξαγορών ή των συγχωνεύσεων. Παρά το γεγονός ότι οι απόψεις ποικίλλουν οι περισσότερες τείνουν στα εξής¹⁸:

1. Οι φιλικές εξαγορές αποδεικνύονται κατά κανόνα πιο επιτυχημένες από τις επιθετικές
2. Οι εξαγορές μεταξύ των εταιριών που παρουσίαζαν σχετικά μεγάλη επικάλυψη δραστηριοτήτων απέδωσαν καλύτερα σε σχέση με αυτές που παρουσίαζαν μικρή ή ελάχιστη, δηλαδή οι συσχετιζόμενες εξαγορές δημιουργούν μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους από ότι οι ασυσχέτιστες

¹⁷ Παπαδάκης, Β., 2002, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», Εκδ. Μπένου

¹⁸ Markides, C & O, Daniel, 1998, "International Acquisitions: Do they create value for shareholders?", European Management Journal

3. Οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν με πληρωμή μετοχών ήταν πιο επιτυχημένες σε σχέση με αυτές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά

Συμπερασματικά θα μπορούσε να ειπωθεί ότι οι φιλικές, συσχετισμένες και προσεκτικά υλοποιημένες εξαγορές ή συγχωνεύσεις εμφανίζουν υψηλότερα ποσοστά επιτυχίας, χωρίς αυτό βέβαια να σημαίνει ότι όλες οι επιχειρηματικές συμφωνίες αυτού του είδους είναι επιτυχημένες.

Απλά οι πιθανότητες επιτυχίας αυτών των εξαγορών ή συγχωνεύσεων είναι μεγαλύτερες λόγω της πληρωμής χαμηλότερου τιμήματος, συνέπεια των φιλικών διαδικασιών που ακολουθούνται, καθώς επίσης και της γνώσης του κλάδου από τα στελέχη της εταιρίας που εξαγοράζει .

Από την άλλη, άλλες έρευνες υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες διαφορές μεγέθους μεταξύ των δύο υποψηφίων προς συνένωση επιχειρήσεων, αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα επιτυχίας ή ότι όσο λιγότερο κερδοφόρα είναι η επιχείρηση – αγοραστής τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία που δημιουργεί μέσω των εξαγορών, διότι οι εταιρίες με τις χαμηλές αποδόσεις αναμένεται να έχουν μεγαλύτερο όφελος από την προσθήκη σημαντικών ικανοτήτων που τους λείπουν.

Τέλος οι εξαγορές που πραγματοποιούνται στην εγχώρια αγορά, κατά μέσο όρο θεωρείται ότι δεν δημιουργούν αξία για τους μετόχους της επιχείρησης που εξαγοράζεται, ενώ διεθνείς εξαγορές συνδέονται άμεσα με αυξημένα κέρδη.

Με βάση τα παραπάνω δεν θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι κατά μέσο όρο οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις δημιουργούν κάτω από προϋποθέσεις κάποια οικονομική αξία¹⁹.

¹⁹ Παπαδάκης, Β., 2002, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», Εκδ. Μπένου

3.4. Στάδια εξασφάλισης επιτυχίας μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων

Στην παρούσα ενότητα θα ερευνήσουμε τα στάδια που θα πρέπει να ακολουθήσει η επιχείρηση – αγοραστής προκειμένου να αποφύγει τα προβλήματα κατά την διάρκεια σχεδιασμού και εφαρμογής μιας στρατηγικής συγχώνευσης.

1. Έλεγχος: Ο έλεγχος είναι πολύ σημαντικός για μια επιχείρηση που αποφασίζει να αναπτυχθεί μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η εταιρία εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης δηλαδή αποτιμά τα οφέλη και τα κόστη από την εξαγορά ή συγχώνευση.

Σε αυτή την διαδικασία επικεντρώνεται η προσοχή της προκειμένου να μπορέσει να αποφύγει προβλήματα και να σημειώσει επιτυχία στην προσπάθεια της. Η διαδικασία ελέγχου πρέπει να ξεκινά από την στιγμή που η επιχείρηση θέτει επί τάπητος την ανάγκη επέκτασης και ανάπτυξης. Είναι πολύ χρήσιμο διότι αρχικά συμβάλλει στην ανάπτυξη της γνώσης που έχει η επιχείρηση για πιθανές επιχειρήσεις στόχους. Επίσης οδηγεί σε μια πιο ρεαλιστική εκτίμηση των προβλημάτων της εξαγοράς ή συγχώνευσης, ιδιαίτερα όσον αφορά την ενοποίηση των δύο επιχειρήσεων. Και τέλος μειώνει το ρίσκο από μια εξαγορά ή συγχώνευση με προβληματικές επιχειρήσεις.

Η επιχείρηση για την διαδικασία ελέγχου θα πρέπει να ακολουθήσει τρία βήματα:

α) *Εκτίμηση των λόγων για τους οποίους οδηγείται στην εξαγορά ή συγχώνευση και αξιολόγηση της αναγκαιότητας αυτής της στρατηγικής. Παράλληλα ορισμός των χαρακτηριστικών της ιδεατής επιχείρησης στόχου.* Έτσι επιτυγχάνεται η εμβάθυνση στους λόγους που την οδηγούν σε ανάπτυξη μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων και είναι σε θέση να

αναθεωρήσει την απόφαση της, αν διαπιστώσει ότι τελικά δεν είναι συμφέρουσα ή δεν ενδείκνυται ως στρατηγική ανάπτυξης

β) Σύνταξη λίστας των πιθανών υποψηφίων και κατάταξης τους ανάλογα με την οικονομική τους κατάσταση, την θέση τους στην αγορά, την εταιρική τους κουλτούρα, το ανταγωνιστικό τους περιβάλλον και τις διοικητικές τους ικανότητες.

Η μελέτη αυτών των χαρακτηριστικών οδηγεί στον εντοπισμό των δυνατών και αδύνατων σημείων κάθε υποψήφιας επιχείρησης, του μεγέθους της πιθανής συνέργειας, των πιθανών προβλημάτων ενοποίησης και της συμβατότητας στην κουλτούρα των δυο επιχειρήσεων.

γ) Επιλογή εκείνης της υποψήφιας επιχείρησης που ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις του αγοραστή αφού έχει λάβει υπόψη της την γνώμη των ειδικών αναλυτών που εμπλέκονται σε διαδικασίες τέτοιου είδους.

δ) Επαρκής αξιολόγηση της απόδοσης στόχου αφού ο βασικός λόγος της αποτυχίας μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης είναι η υπερεκτίμηση των μελλοντικών οφελών. Η διαδικασία ελέγχου της εκάστοτε επιχείρησης – στόχου, όταν γίνεται σωστά, βοηθά στην εξάλειψη αυτού του προβλήματος.

2. Διευκόλυνση διαδικασίας ενοποίησης:

α) Ο ρόλος της κουλτούρας: Μια επιχείρηση που επιλέγει να κάνει μια εξαγορά ή συγχώνευση αντιμετωπίζει προβλήματα κατά την ενοποιητική διαδικασία. Τα προβλήματα αυτά συνήθως πηγάζουν από την έλλειψη συμβατότητας στο είδος της εταιρικής κουλτούρας, που χαρακτηρίζει τις δυο επιχειρήσεις. Σύμφωνα με μελέτη αναφορικά με την εταιρική

κουλτούρα είναι αναγκαίο να κατανοήσουμε ότι η εταιρική κουλτούρα πριν να προσπαθήσει να την μεταβάλλει.

Η αναγνώριση της εταιρικής κουλτούρας μιας επιχείρησης πριν από μια εξαγορά ή συγχώνευση μπορεί να επιτευχθεί μέσω της παρατήρησης του τρόπου λειτουργίας της ιεραρχικής της δομής και των εργασιακών σχέσεων που υφίστανται.

Επίσης χρήσιμος θα ήταν ο έλεγχος της κουλτούρας για την συγκέντρωση πληροφοριών. Πρόκειται για ένα αντικειμενικό μέσο σύγκρισης των δυο ειδών εταιρικής κουλτούρας, συζήτησης ομοιοτήτων και διαφορών τους.

β) Είδη ενοποίησης: Η επιτυχία μιας ενοποίησης εξαρτάται από το είδος της εξαγοράς ή συγχώνευσης που πρόκειται να πραγματοποιηθεί και τις επιπτώσεις που θα έχει στην κουλτούρα της επιχείρησης – στόχου.

Οι ενοποιήσεις είναι συνήθως τριών ειδών: α) ανοικτή συγχώνευση όπου η επιχείρηση δεν σκοπεύει να μεταβάλλει τον τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης – στόχου και συνεπώς δεν τίθεται θέμα αλλαγής της κουλτούρας της, β) συνεργατικές ενοποιήσεις όπου η επιχείρηση – αγοραστής αποσκοπεί στην ανταλλαγή στοιχείων με την επιχείρηση – στόχο όσον αφορά τον τρόπο λειτουργίας τους, όσο και την κουλτούρα, γ) επανασχεδιαστικές ενοποιήσεις όπου η επιχείρηση – αγοραστής επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια αναδιάρθρωση στην λειτουργία και κατ' επέκταση στην κουλτούρα της επιχείρησης – στόχου, ώστε να την προσαρμόσει στα δικά της δεδομένα και στις δικές της απαιτήσεις. Πρόκειται για μια παραδοσιακή μορφή ενοποίησης.

Από τα παραπάνω είδη το πιο σπάνιο είναι η ανοικτή ενοποίηση και οι περισσότερες επιχειρήσεις καταλήγουν στον παραδοσιακό τρόπο ενοποίησης.

γ) Η ύπαρξη διαφορετικής κουλτούρας μεταξύ των δυο επιχειρήσεων που συγχωνεύονται αποτελεί πρόβλημα και απαιτεί ενοποίηση της κουλτούρας.

Αν οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους αυτός που εξαγοράζει έχει να επιδείξει σημαντικές επιτυχίες σε εξαγορά ή συγχώνευση κατά το παρελθόν και η εταιρική του κουλτούρα είναι ισχυρότερη αυτή της εξαγοραζόμενης και προτιμότερη στο πλαίσιο του νέου οργανισμού, ακολουθείται μεγαλύτερος βαθμός ενοποίησης. Αν αντίθετα οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε κλάδους που δεν σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους, η εξαγορά γίνεται λόγω του διαφορετικού τρόπου σκέψης και των διαφορετικών διαδικασιών που εφαρμόζει η εξαγοραζόμενη και τις οποίες ο αυτός που εξαγοράζει θέλει να εκμεταλλευθεί και οι εργαζόμενοι της εταιρίας – στόχου νιώθουν υπερηφάνεια για το όνομα και τις αξίες της επιχείρησης του ή είναι εχθρικοί έναντι του , και ένα υψηλός βαθμός αυτονομίας θα ήταν προτιμότερος.

δ) Αντιμετώπιση των εργαζομένων της επιχείρησης – στόχου: Αυτή είναι μια πολύ σημαντική παράμετρος για την επιτυχία των εξαγορών ή συγχωνεύσεων. Θα πρέπει να καταβληθεί κάθε δυνατή προσπάθεια ώστε το προσωπικό της επιχείρησης – στόχου να παραμείνει ευχαριστημένο και μετά την εξαγορά ή συγχώνευση. Οι ενέργειες που θα πρέπει να γίνουν είναι πολλές, δεσπόζουσας σημασίας είναι οι αρχικές ενέργειες που θα πραγματοποιηθούν μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς ή συγχώνευσης καθώς αυτές δημιουργούν τα πρώτα μηνύματα και μπορούν να ανυψώσουν το ηθικό των εργαζομένων της επιχείρησης – στόχου.

Ένα εξίσου σημαντικό στοιχείο που θα πρέπει να προσεχθεί είναι η διαδικασία ανάπτυξης της επικοινωνίας η οποία δεν θα πρέπει να βασίζεται αποκλειστικά σε τυπικά κανάλια επικοινωνίας αλλά και σε άτυπες μορφές όπως είναι η τηλεφωνική επαφή, οι συναντήσεις. Η μεγάλη χρησιμότητα των άτυπων μορφών έγκειται στο ότι εξασφαλίζουν την άμεση ανατροφοδότηση και κατά συνέπεια την αμφίδρομη ενημέρωση τόσο των εργαζομένων για τις προθέσεις της διοίκησης και της στάσης τους απέναντι τους, όσο και των διοικητικών στελεχών που χειρίζονται την διαδικασία ενοποίησης για τις πραγματικούς προβληματισμούς των εργαζομένων και τους φόβους τους για απώλεια των συνηθειών τους και των κερκτημένων τους. Ουσιαστικά με αυτόν τον τρόπο η επιχείρηση – αγοραστής θα

καταφέρει να εξασφαλίσει την αρμονική συνεργασία των υπαλλήλων της επιχείρησης – στόχου καθώς θα δείξει πραγματικό ενδιαφέρον για αυτούς. Ακόμα και σε περίπτωση απολύσεων η επιχείρηση μπορεί να βρεθεί στο πλευρό των εργαζομένων, καθώς ο τρόπος που συμπεριφέρεται στους απολυμένους αποτελεί ένδειξη στους εναπομείναντες εργαζομένους αν και πόσο η επιχείρηση δείχνει πραγματικό ενδιαφέρον για το ανθρώπινο δυναμικό της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 - ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ 10ΕΤΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4.1. Η Ελληνική εμπειρία στις εξαγορές και συγχωνεύσεις

Ο στρατηγικός δυναμισμός που έχουν επιδείξει οι επιχειρήσεις αλλά και τα οικονομικά αποτελέσματα τα οποία ενίοτε επιτυγχάνονται μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ασυγκίνητους τους Έλληνες επιχειρηματίες τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Η πρώτη σημαντική άνθηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε εθνικό επίπεδο παρατηρήθηκε στις αρχές της δεκαετίας τους 1990 και αυτό διότι η σχεδιαζόμενη οικονομική ενοποίηση των χωρών της τότε ΕΟΚ και το επακόλουθο άνοιγμα των αγορών ανάγκασε τις έως τότε έντονα οικογενειακές και προσωποπαγείς επιχειρήσεις ελληνικές επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε συμμαχίες, έτσι ώστε να ισχυροποιήσουν την θέση τους σε τοπικό και διεθνές επίπεδο.

Στα μέσα της δεκαετίας του 1990 η τάση αυτή φάνηκε να ανακόπτεται με τον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων να βαίνει ολοένα μειούμενος. Ωστόσο στο τέλος της δεκαετίας η τάση αυτή άλλαξε ριζικά και παρατηρήθηκε το πρώτο μεγάλο κύμα εξαγορών. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλλε σε πολύ μεγάλο βαθμό η πρωτοφανής άνθηση που γνώρισε η ελληνική κεφαλαιαγορά το 1998 και κυρίως το 1999, δίνοντας για πρώτη φορά στις ελληνικές επιχειρήσεις την δυνατότητα να αντλήσουν πολύ υψηλά για τα ελληνικά δεδομένα επενδυτικά κεφάλαια, που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για εξαγορές και συγχωνεύσεις στο εσωτερικό και εξωτερικό και να τις βοηθήσουν να απαντήσουν και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών.

Παρά την σημαντική αύξηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων ο ρυθμός των ελληνικών επιχειρήσεων είναι μικρός σε σχέση με αυτόν στον εξωτερικό όπως μπορούμε να δούμε και από τον πίνακα που ακολουθεί.

Εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά χώρα το έτος 1998

Χώρες	Αριθμός	Αξία σε \$
Βρετανία	3.525	208,5
Γαλλία	974	101
Βέλγιο	210	81,9
Γερμανία	1067	63,7
Ολλανδία	483	55,6
Σουηδία	287	52,6
Ισπανία	829	24,6
Δανία	99	7,3
Ιρλανδία	119	5,1
Λουξεμβούργο	22	4,3
Αυστρία	83	4,1
Φιλανδία	180	2,6
Πορτογαλία	137	2,4
Ελλάδα	86	2,3

Πηγή: Pricewaterhouse Coopers

Παρά την μικρή σχετικά αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα η αύξηση του αριθμού τους τα τελευταία χρόνια δείχνει ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν πλέον αντιληφθεί ότι η δράση τους ξεφεύγει πλέον από τα στενά ελληνικά όρια και σύντομα θα δεχθεί ανταγωνιστική πίεση από το εξωτερικό. Το γεγονός αυτό μάλιστα ότι ειδικά η ελληνική αγορά θεωρείται η πλέον κατακερματισμένη σε πολυάριθμες μικρές

επιχειρήσεις σε όλους τους κλάδους, καθιστά πιο επιτακτική την συνένωση των μικρών επιχειρήσεων σε ισχυρότερους ομίλους.

Η εμπειρία στον τομέα των εξαγορών και συγχωνεύσεων φανερώνει ότι η ελληνική αγορά βρίσκεται ακόμη στην φάση της εσωτερικής αναδιάταξης των εταιρικών δυνάμεων της, χωρίς να έχει λάβει χώρα το τελικό αποτέλεσμα σε επίπεδο λειτουργικής αποδοτικότητας των εν λόγω κινήσεων²⁰.

Παρά το μακρινό παρελθόν των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο και της συσσωρευμένης εμπειρίας που έχει δημιουργηθεί, ακόμη και σήμερα, η επιτυχία μιας τέτοιας επιχειρηματικής κίνησης δεν μπορεί να θεωρείται δεδομένη και ακίνδυνη, καθώς επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, τόσο εσωτερικούς, όσο και εξωτερικούς ως προς το περιβάλλον της επιχείρησης.

Πιθανόν αρκετοί από αυτούς τους παράγοντες που ρυθμίζουν όχι μόνο το θεσμικό αλλά και το λειτουργικό πλαίσιο μιας Εξαγοράς & Συγχώνευσης να βρίσκονται εκτός ελέγχου ή αρμοδιότητας της ενδιαφερόμενης ή συμβαλλόμενης επιχείρησης. Παρά το γεγονός ότι τα ποσοστά επιτυχίας των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων διαφέρουν από οικονομία σε οικονομία, όλες οι αναφορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα μεγάλο ποσοστό των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων, της τάξεως άνω του 50%, δεν επιτυγχάνει τους ουσιαστικούς στόχους που είχαν τεθεί εξ'αρχής.

Με άλλα λόγια, πέρα από την επίτευξη του μεγάλου οικονομικού μεγέθους μέσω των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων, σε επίπεδο υλοποίησης λειτουργικών αποτελεσμάτων παρατηρείται μία υψηλού βαθμού δυσκολία, καθώς απαιτείται μεγάλο χρονικό διάστημα προκειμένου να ενωθούν οι έως τότε χωριστές επιχειρήσεις σε μία ενιαία οντότητα.

Τα προβλήματα για την ομαλή ολοκλήρωση μιας Εξαγοράς & Συγχώνευσης δεν είναι μόνο θεσμικά, οικονομικά ή λειτουργικά. Ο

²⁰ Παπαδάκης, Β., Μ., 2002., «Στρατηγική των επιχειρήσεων», Εκδ. Μπένου

ανθρώπινος παράγοντας, οι ομάδες διαχείρισης και διοίκησης των προς Εξαγορά & Συγχώνευση επιχειρήσεων, ο βαθμός συγγένειας στις κουλτούρες και τις φιλοσοφίες μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, οι συνθήκες που επικρατούν στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, αλλά και οι ενδεχόμενες εσωτερικές αδυναμίες που υφίστανται στο μικροοικονομικό περιβάλλον της εκάστοτε επιχείρησης, είναι ικανές να αποτελέσουν ζητήματα καθοριστικής σημασίας για την τελική έκβαση των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων .

Κινητήριες δυνάμεις της απόφασης για Εξαγορές & Συγχωνεύσεις αποτελούν η ενδυνάμωση των εταιρικών σχημάτων, η εκμετάλλευση των συνεργιών, αλλά και η αναζήτηση οικονομιών κλίμακας και φάσματος οι οποίες οδηγούν σε αύξηση της παραγωγικότητας και σε μείωση του μοναδιαίου κόστους λειτουργίας της επιχείρησης . Ειδικότερα , οι οικονομίες κλίμακας μπορούν να εμφανισθούν σε αρκετούς κλάδους μιας οικονομίας ή τομείς της παραγωγικής δραστηριότητας , όπου όμως, για τη μεγιστοποίηση των όποιων ωφελειών τους, απαραίτητη προϋπόθεση είναι η ενίσχυση του μεγέθους της επιχείρησης .

Ως γνωστό , οι Εξαγορές & Συγχωνεύσεις δεν αφορούν ένα απλό άθροισμα πολλών οργανισμών. Οι συνέργειες που δημιουργούνται δίνουν το αποτέλεσμα “1+1=3”. Το γεγονός ότι δύο διαφορετικοί οργανισμοί συνενώνονται και δημιουργούν ένα νέο ενοποιημένο φορέα , ο οποίος συνδυάζει τα χαρακτηριστικά των δύο προγενέστερων, συνοδεύεται με επιπρόσθετα οφέλη.

Με τον τρόπο αυτόν, αναπτύσσονται ή και ανακαλύπτονται νέα στοιχεία , που πιθανόν έως τη χρονική στιγμή της Εξαγοράς & Συγχώνευσης να παρέμεναν άγνωστα και μη αξιοποιήσιμα , με την οικονομική έννοια του όρου. Ένα παράδειγμα είναι η συνένωση δύο εργοστασίων η οποία ενδεχομένως να οδηγήσει σε μείωση των παγίων περιουσιακών στοιχείων, σε επιπρόσθετες βάρδιες των εργαζομένων, αλλά και σε κατανομή του υπολοίπου προσωπικού σε χρησιμότερες θέσεις απασχόλησης ή ακόμα και σε περικοπή του. Από την άλλη πλευρά , εμφανίζεται ο κίνδυνος στις

περιπτώσεις εκείνες όπου η συγχώνευση γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος, να δοκιμάζονται οι προοπτικές του όλου εγχειρήματος με αβέβαιο τρόπο και να προκαλούνται αρνητικές επιδράσεις στη χρηματιστηριακή συμπεριφορά των αντίστοιχων μετοχών.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι σε πολλές περιπτώσεις, οι Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, στηρίζονται σε αργiori υποθέσεις που χαρακτηρίζονται ως αρκετά αισιόδοξες ή και ίσως υπερβολικές.

Επίσης, έχει παρατηρηθεί ότι στην έλευση κάθε τέτοιου γεγονότος επικρατεί αρχικά ένας άκρατος ενθουσιασμός και φαινόμενα κατά τα οποία οι μετοχές των αντίστοιχων εταιριών κινούνται έντονα ανοδικά στο Χρηματιστήριο, αμέσως όταν ανακοινώνονται φιλόδοξοι σχεδιασμοί και επιχειρηματικά σχέδια για μελλοντικές Εξαγορές & Συγχωνεύσεις.

Όμως, όταν μια Εξαγορά & Συγχώνευση προχωρήσει και αρχίσει να αποκτά οντότητα τότε εμφανίζονται εκείνα τα προβλήματα τα οποία αρχικώς είχαν υποτιμηθεί, είτε ηθελημένα, είτε αθέλητα από τις διοικήσεις των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων, με τις αντίστοιχες αρνητικές επιπτώσεις στους μετόχους, αλλά και στα οικονομικά αποτελέσματα των δύο ή περισσότερων μερών.

Με άλλα λόγια δηλαδή, υπάρχει μια μετατροπή της αρχικής αισιοδοξίας σε μελλοντική ανησυχία και προβληματισμό. Όμως ο προβληματισμός αυτός, δημιουργεί με τη σειρά του μια νέα αλυσίδα ζητημάτων που χρήζουν προσοχής από τη νέα πλέον διευρυμένη ή μη διοίκηση της επιχείρησης, γιατί αποτελούν πηγές κινδύνων για τη μελλοντική ανάπτυξη και μεγέθυνσή της. Κατά συνέπεια, είναι πιθανό να προκύψει ένας φαύλος κύκλος, με αποτέλεσμα η επιχείρηση να μην προλάβει να εστιάσει στα ουσιαστικά και επείγοντα θέματα που την απασχολούν και με φυσική συνέπεια τόσο την αποδιοργάνωση των λειτουργιών, όσο και την καθυστέρηση στη λήψη των στρατηγικών της αποφάσεων.

Σε κάθε περίπτωση, στην Ελλάδα, το φαινόμενο των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων δημιουργεί ένα νέο και σε μεγάλο βαθμό άγνωστο σκηνικό στο εγχώριο οικονομικό γίνεσθαι, αφού τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα των επιχειρηματικών συμπράξεων που έχουν λάβει χώρα έως σήμερα, δεν μπορούν εύκολα να εκτιμηθούν.

Επίσης, η δυναμική της ελληνικής αγοράς αναμφίβολα δεν έχει εξαντλήσει όλα τα περιθώρια ανάπτυξης και προόδου που μπορεί να εμφανίσει στον τομέα των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.

Από την άλλη πλευρά, οι όποιες κινήσεις έρχονταν αντιμέτωπες με την ανυπαρξία ενός δοκιμασμένου στην ελληνική πραγματικότητα θεσμικού πλαισίου ρύθμισης των σχετικών αυτών διαδικασιών, κυρίως στις περιπτώσεις των επιθετικών εξαγορών και συγχωνεύσεων, με αποτέλεσμα την εν γένει αβεβαιότητα γύρω από την ομαλή λειτουργία του τότε υπάρχοντος πλαισίου.

Ειδικότερα, ο ρόλος του κράτους στις Εξαγορές & Συγχωνεύσεις είναι βαρυσήμαντος όχι μόνο στη ρύθμιση του κανονιστικού πλαισίου, αλλά και στην παροχή κινήτρων ή αντικινήτρων αντίστοιχα στις επιχειρήσεις. Η ύπαρξη των κινήτρων προς αυτήν την κατεύθυνση συνδέεται με την έννοια της εγχώριας αγοράς η οποία υποχωρεί σταδιακά, αναδεικνύοντας σε κυρίαρχο οικονομικό και πολιτισμικό πρωταγωνιστή μια ενωμένη και ενιαία ευρωπαϊκή ή παγκόσμια αγορά.

Κατά συνέπεια, η μεγάλη αυτή αγορά που δημιουργείται ορίζει τους κανόνες του νέου γενικευμένου πλαισίου ανταγωνισμού και εταιρικής επιβίωσης στο βωμό του οποίου αλλάζουν επιχειρηματικές φιλοσοφίες, ταμπού και αναπροσαρμόζονται στρατηγικές προτεραιότητες. Ενδεικτικά στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η δημιουργία της ζώνης του ευρώ αποτελεί αναμφισβήτητα ένα σημαντικό βήμα στη διαδικασία της πλήρους απελευθέρωσης των διασυνοριακών συναλλαγών, θέτοντας τους επιχειρηματικούς οργανισμούς προ των πυλών της ανάπτυξης μέσω των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.

Η εμπειρία στον τομέα των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων φανερώνει ότι η ελληνική αγορά βρίσκεται ακόμη στη φάση της εσωτερικής αναδιάταξης των εταιρικών της δυνάμεων, χωρίς να έχει λάβει χώρα το τελικό αποτέλεσμα σε επίπεδο λειτουργικής αποδοτικότητας των εν λόγω κινήσεων .

Παράλληλα , θα πρέπει να θεωρείται βέβαιο ότι θα ακολουθήσει μία δεύτερη περίοδος, στην οποία οι διασυνοριακές συνεργασίες θα είναι εντονότερες και ασφαλώς με μεγαλύτερη συχνότητα εμφάνισης, οπότε οι ελληνικοί όμιλοι έχοντας προηγουμένως τις εγχώριες ισορροπίες τους θα προβάλλουν ως αγοραστές ή και ως ελκυστικοί στόχοι εξαγοράς. Στη δεύτερη φάση λοιπόν, θα πρέπει να αναμένονται σημαντικές διαφοροποιήσεις, καθώς μέσα από τις επιχειρηματικές συμπράξεις θα προκύψουν ελληνικής προέλευσης όμιλοι, οι οποίοι όμως θα υπερβαίνουν τα εθνικά ή γεωγραφικά όρια, διεισδύοντας καταρχήν στις αγορές της Βαλκανικής αλλά και της Ενωμένης Ευρώπης²¹ .

4.2. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις διεθνώς

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών και επιχειρησιακών εξελίξεων, στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών (διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις). Μια γενική εικόνα των πρόσφατων τάσεων στις διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις παρέχεται από τους Πίνακες 1,2 και 3 που ακολουθούν. Η οικονομική ιστορία αναφέρει τουλάχιστον 5 σημαντικά κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ: την περίοδο 1895-1904, την περίοδο 1922-1929, την περίοδο 1940-47, τη δημιουργία ομίλων ετερογενών επιχειρήσεων της δεκαετίας του 1960 και το τελευταίο κύμα εξαγορών, που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα. Τα

²¹ Γεωργιάδης, Ν., Η., 1999, «Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Εταιρική στρατηγική»

κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ φαίνεται να συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων μετά από λήξη πολέμων ή διεθνείς ανακατατάξεις, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιρειών.

Διασυνοριακές Ε&Σ 1991-1996, δις \$

ΕΤΟΣ	ΑΞΙΑ Ε&Σ
1991	86
1992	122
1993	163
1994	196
1995	229
1996	274
Σύνολο	1070

Πηγή: Στοιχεία ΟΗΕ 1999

Ειδικά για την Ευρώπη, ιδιαίτερο ρόλο έπαιξε η δημιουργία μιας Ενιαίας αγοράς, η ένταση του διεθνούς ανταγωνισμού, η απορύθμιση, οι ανάγκες εκσυγχρονισμού και ανασύνταξης του Πιστωτικού Συστήματος, οι αποκρατικοποιήσεις και οι ευκαιρίες που αναδείχθηκαν με την προοπτική ενσωμάτωσης στην αγορά αυτή των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις αναλυτών, το τελευταίο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων παγκοσμίως και ιδιαίτερα στην Αμερική αγγίζει το ανώτερο σημείο του. Οι προσφορές εξαγοράς που υποβλήθηκαν σε αμερικανικές επιχειρήσεις έφθασαν τα 1.756 δισεκατομμύρια δολάρια, δηλαδή παρουσίασαν αύξηση κατά 8% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο έτος, ενώ οι προσφορές εξαγοράς σε ευρωπαϊκές επιχειρήσεις αυξήθηκαν κατά 105%, φθάνοντας την αξία των 1.222 δις δολαρίων.

Κατανομή διασυνοριακών Ε&Σ ανάλογα με την περιοχή προέλευσης της εξαγοράζουσας επιχείρησης, 1995-97.

Περιοχή/Χώρα	Μερίδιο περιοχής στο Σύνολο (%)	Μερίδιο χώρας στο Σύνολο (%)
Δυτ. Ευρώπη	47,6	
<i>Ην. Βασίλειο</i>		11,1
<i>Γερμανία</i>		7,7
<i>Ελβετία</i>		6,4
<i>Ολλανδία</i>		5,9
<i>Γαλλία</i>		5,4
<i>Ισπανία</i>		2,5
<i>Βέλγιο-Λουξεμβούργο</i>		1,7
<i>Σουηδία</i>		1,7
<i>Ιταλία</i>		1,3
<i>Νορβηγία</i>		1,2
<i>Ιρλανδία</i>		1,1
Βόρεια Αμερική	32,1	
<i>ΗΠΑ</i>		24,9
<i>Καναδάς</i>		7,2
Ασία	9,6	
<i>Κορέα</i>		1,9
<i>Χονγκ-Κονγκ</i>		1,5
<i>Σιγκαπούρη</i>		1,4
<i>Μαλαισία</i>		1,1
Λοιπές ανεπτυγμένες	8,2	
<i>Ιαπωνία</i>		4,8
<i>Αυστραλία</i>		2,5
Λατ. Αμερική & Καραϊβική	1,8	
Κεντρική & Ανατολική Ευρώπη	0,4	
Αφρική	0,1	

Πηγή: Στοιχεία ΟΗΕ 1999

Όπως προκύπτει, η Δυτική Ευρώπη και η Βόρεια Αμερική καθώς επίσης και οι αγγλοσαξονικές χώρες, δηλαδή οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, είναι οι «κυρίαρχοι του παιχνιδιού» στις εξαγορές και συγχωνεύσεις που γίνονται διασυνοριακά από επιχειρήσεις τους, κάτι που έχει σημασία, για το είδος της επιχειρησιακής κουλτούρας και των μοντέλων διοίκησης που τείνει να επικρατήσει διεθνώς. Όπως όμως θα δούμε και στον πίνακα που ακολουθεί, την ίδια κυριαρχία διατηρούν και ως προς τις διασυνοριακές πωλήσεις εταιρειών της περιοχής τους.

Κατανομή διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων ανάλογα με την περιοχή προέλευσης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, 1995-97.

Περιοχή/Χώρα	Μερίδιο περιοχής στο Σύνολο (%)	Μερίδιο χώρας στο Σύνολο (%)
Δυτ. Ευρώπη	34,7	
<i>Ην. Βασίλειο</i>		15,4
<i>Γαλλία</i>		4,5
<i>Γερμανία</i>		3,8
<i>Ιταλία</i>		2,1
<i>Ολλανδία</i>		1,8
<i>Βέλγιο – Λουξεμβούργο</i>		1,7
<i>Ισπανία</i>		1,2
<i>Ελβετία</i>		1,0
<i>Σουηδία</i>		1,0
Βόρεια Αμερική	30,9	
<i>ΗΠΑ</i>		23,3
<i>Καναδάς</i>		3,9
Ασία	16,7	
<i>Κίνα</i>		4,5
<i>Ινδονησία</i>		1,3
<i>Χονγκ-Κονγκ</i>		1,2

<i>Ινδία</i>		1,2
<i>Σιγκαπούρη</i>		1,0
Λατ. Αμερική & Καραϊβική	9,1	
<i>Βραζιλία</i>		2,3
<i>Αργεντινή</i>		1,4
<i>Μεξικό</i>		1,4
<i>Βενεζουέλα</i>		1,3
Λοιπές ανεπτυγμένες	7,0	
<i>Αυστραλία</i>		4,1
Κεντρική & Ανατολική Ευρώπη	3,5	
<i>Ρωσία</i>		1,8
Αφρική	0,8	

Πηγή: Στοιχεία ΟΗΕ 1999

Εάν για τις ΗΠΑ, μετά την έκρηξη συγχωνεύσεων της τελευταίας πενταετίας, ίσως υποχωρήσει το φαινόμενο και περάσουμε στο αμέσως επόμενο βήμα, εκείνο της διάσπασης και της επιλεκτικής ανασύνταξης των επιχειρήσεων και των ομίλων, στην Ευρώπη εκτιμάται ότι υπάρχουν ακόμα πολλά περιθώρια για εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Ο λόγος είναι ότι, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο που υπήρξε πρωτοπόρο στις εξαγορές και συγχωνεύσεις ήδη από το δεύτερο μισό του 20ού αιώνα και αργότερα στις ιδιωτικοποιήσεις, η υπόλοιπη Ευρώπη σχετικά πρόσφατα δοκίμασε τις επιδόσεις της και τις αντοχές της στον τομέα αυτό.

Επομένως οι εξαγορές και συγχωνεύσεις αναμένεται να αυξηθούν και να απασχολήσουν τον ευρωπαϊκό χώρο, για πολλά χρόνια ακόμα²².

²² ΟΤΟΕ, 1999

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 - ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

5.1. Η περίπτωση της ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.

Η παρούσα ενότητα έχει στόχο να αναλύσει την απορρόφηση λόγω εξαγοράς της ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΙΝΗΤΗΡΩΝ από την ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε. Η παρούσα εξαγορά αποφασίσθηκε από την Έκτακτη Γενική Συνέλευση της 2 /6/2000 της Εταιρίας και την από 28/6/2000 Έκτακτη Γενική Συνέλευση της ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΙΝΗΤΗΡΩΝ.

Η εξαγορά και κατ' ακολουθία η απορρόφηση της εξαγοραζόμενης εταιρίας από αυτήν που εξαγοράζει έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1 -5 του Ν. 266/1993 και του άρθρου 79 του Κωδ . 2 90/1 920 σε συνδυασμό με τις διατάξεις των άρθρων 69 έως και 77 του Κωδ.Ν.290/1920 που εφαρμόζονται αναλόγως επί αυτής .

Η συγχώνευση με απορρόφηση λόγω εξαγοράς της ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΙΝΗΤΗΡΩΝ από την ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ. ολοκληρώθηκε με την καταχώρηση στο Μητρώο την 6/12/2000 της σχετικής απόφασης του Υπουργείου Ανάπτυξης με αριθμ. Κ 2/1369/6.12.2000 και δημοσιεύθηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως την 12/4/2000 (2643/12.4.2000 ΦΕΚ ΑΕ και ΕΠΕ).

Η εξαγορά και απορρόφηση έγινε με την ενοποίηση και μεταφορά των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού της εξαγοραζόμενης εταιρίας (ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΙΝΗΤΗΡΩΝ) που εμφανίζονται στον συνταχθέντα για τον σκοπό αυτό Ισολογισμό μετασχηματισμού της, με ημερομηνία 29 Φεβρουαρίου 2000, στα αντίστοιχα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού της εταιρίας που εξαγοράζεται (ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε).

Το τίμημα της εξαγοράς για το 100% των μετοχών της εταιρίας ανήλθε σε 660 εκατ. δρχ. και χρηματοδοτήθηκε από τα ίδια κεφάλαια της Εταιρίας .

Με τη συγχώνευση της ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε και της ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε . ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΙΝΗΤΗΡΩΝ με εξαγορά της δεύτερης από την πρώτη , η ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε απέκτησε τον έλεγχο του μεγαλύτερου ανταγωνιστή της στον τομέα των πετρελαιομηχανών και βενζινομηχανών μικρής ιπποδυνάμεως και των ηλεκτροπαραγωγών ζευγών χαμηλής ισχύος .

Επίσης, η Εταιρία απέκτησε την αποκλειστική για την Ελλάδα χρήση των σημάτων και διακριτικών γνωρισμάτων «ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ» ή RUGGERINI».

Οι ανωτέρω συνέργιες θα συμβάλλουν μεταξύ άλλων στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της Εταιρίας στην ευρύτερη ελληνική αγορά, στην επίτευξη οικονομιών κλίμακας, καθώς επίσης στην απόκτηση πρόσβασης στο εκτεταμένο δίκτυο αντιπροσώπων και μεταπωλητών της ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ , στο οποίο θα μπορεί να προωθεί και άλλα προϊόντα που έχει η Εταιρία ή πρόκειται να αποκτήσει.

Σημειώνεται ότι οι οικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας της χρήσεως 2000 περιλαμβάνουν τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της εξαγορασθείσας και απορροφηθείσας εταιρίας ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.

5.1.1. Γενικές πληροφορίες για την εταιρία

Η Εταιρία “ ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε ” ιδρύθηκε το 1974 (92/1974). Είναι η μητρική Εταιρία του Ομίλου “ ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε ” και δραστηριοποιείται στον κλάδο βιομηχανίας και εμπορίας μηχανημάτων .

Η Εταιρία έχει ως έδρα το Δήμο Αθηναίων και η διάρκειά της έχει οριστεί μέχρι το 2024 και μπορεί να παρατείνεται με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων .

Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε της 2/6/2000αποφάσισε την διεύρυνση και τροποποίηση του σκοπού της για να καλύπτει το σύνολο των εργασιών των υπό συγχώνευση εταιριών .

Συγκεκριμένα , σύμφωνα με το άρθρο 4 του καταστατικού της, η Εταιρία έχει σκοπό :

(i) την κατασκευή , διασκευή, συναρμολόγηση και επισκευή κινητήρων εσωτερικής καύσεως, γεωργικών ελκυστήρων και μηχανημάτων, ηλεκτροπαραγωγών ζευγών, γεννητριών μηχανημάτων διακινήσεως αγαθών, αυτοκινήτων οχημάτων πάσης φύσεως, μηχανημάτων πεπιεσμένου αέρα, συσκευασίας, καθαρισμού, μηχανών θαλάσσης πάσης φύσεως, σκαφών επαγγελματικών και αναψυχής, παντός είδους αμυντικού υλικού , παντός συναφούς ή παρεμφερούς με τα προαναφερθέντα καθώς και μερών και εξαρτημάτων αυτών,

(ii) την εισαγωγή, εξαγωγή και εμπορία, όλων των προαναφερθέντων ή παρεμφερών προϊόντων στην Ελληνική , Ευρωπαϊκή και παγκόσμια αγορά,

(iii) την κατασκευή ή συναρμολόγηση, εισαγωγή, εξαγωγή και εμπορία εργαλείων φορητών ή χειρός τηλεφωνικού ή τηλεπικοινωνιακού υλικού, μικροηλεκτρονικών εξαρτημάτων, ηλεκτρονικών υπολογιστών, λογισμικού και παρεμφερών προϊόντων,

(iv) τη συντήρηση, εκμίσθωση και εκμετάλλευση με οποιαδήποτε μορφή όλων των προαναφερθέντων προϊόντων καθώς και ακινήτων (και αγροτικών), τη δημιουργία και εκμετάλλευση χώρων σταθμεύσεως αυτοκίνητου ή σκαφών, συνεργείων αυτοκινήτων , μηχανημάτων ή σκαφών και γενικά την παροχή υπηρεσιών σε τρίτους

Η Εταιρία για την επίτευξη των ως άνω σκοπών ή ορισμένους από αυτούς , δικαιούται :

(i) να συμμετέχει σε οποιαδήποτε επιχείρηση της ημεδαπής ή αλλοδαπής με όμοιο ή παρεμφερή σκοπό ,

(ii) να συνεργάζεται με οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο στην ημεδαπή ή

αλλοδαπή με οποιαδήποτε μορφή (ή μη) επιθυμεί ,

(iii) να ιδρύει υποκαταστήματα ή πρακτορεία ή γραφεία στην ημεδαπή ή στην αλλοδαπή ,

(iv) να αντιπροσωπεύει οποιαδήποτε επιχείρηση της ημεδαπής ή αλλοδαπής με όμοιο ή παρεμφερή σκοπό και να διαθέτει προϊόντα της σε ορισμένη γεωγραφική περιοχή,

(v) να παρέχει παντός είδους εγγυήσεις υπέρ τρίτων φυσικών ή νομικών προσώπων ή επιχειρήσεων μετά των οποίων συναλλάσσεται ή συνεργάζεται ή συνδέεται καθ ' οιονδήποτε τρόπον ή όταν στη συγκεκριμένη περίπτωση κρίνεται τούτο αναγκαίο για την προώθηση και εξυπηρέτηση οιοδήποτε από τους εταιρικούς σκοπούς .

5.1.2. Περιγραφή της εξαγοράς

Η από 2/6/2000 Έκτακτη Γενική Συνέλευση της ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε. και η από 28/6/2000 Έκτακτη Γενική Συνέλευση της ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ ΕΛΛΑΣ Α .Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΙΝΗΤΗΡΩΝ , αφού αποδέχτηκαν τις εισηγήσεις των Διοικητικών τους Συμβουλίων , ενέκριναν τους όρους και το Σχέδιο της Σύμβασης Συγχώνευσης με απορρόφηση λόγω εξαγοράς της ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ ΕΛΛΑΣ Α .Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΙΝΗΤΗΡΩΝ από την ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε. και τον ισολογισμό μετασχηματισμού της 29/2/2000.

Η εξαγορά και κατ' ακολουθία η απορρόφηση της εξαγοραζόμενης εταιρίας από την εξαγοράζουσα έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1 -5 του

Ν. 266/1993 και του άρθρου 79 του Κωδ . 290/1920 σε συνδυασμό με τις διατάξεις των άρθρων 69 έως και 77 του Κωδ . Ν . 290/1920 που εφαρμόζονται αναλόγως επί αυτής.

Επίσης , η ως άνω Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α .Ε.Β.Ε. αποφάσισε την διεύρυνση και τροποποίηση του σκοπού της για να καλύπτει το σύνολο των εργασιών των υπό συγχώνευση εταιριών. Συγκεκριμένα , σύμφωνα με το άρθρο 4 του καταστατικού της, η Εταιρία έχει σκοπό :

1. την κατασκευή , διασκευή , συναρμολόγηση και επισκευή κινητήρων εσωτερικής καύσεως , γεωργικών ελκυστήρων και μηχανημάτων , ηλεκτροπαραγωγών ζευγών, γεννητριών μηχανημάτων διακινήσεως αγαθών , αυτοκινήτων οχημάτων πάσης φύσεως , μηχανημάτων πεπιεσμένου αέρα , συσκευασίας , καθαρισμού , μηχανών θαλάσσης πάσης φύσεως , σκαφών επαγγελματικών και αναψυχής , παντός είδους αμυντικού υλικού , παντός συναφούς ή παρεμφερούς με τα προαναφερθέντα καθώς και μερών και εξαρτημάτων αυτών ,
2. την εισαγωγή , εξαγωγή και εμπορία , όλων των προαναφερθέντων ή παρεμφερών προϊόντων στην Ελληνική , Ευρωπαϊκή και παγκόσμια αγορά ,
3. την κατασκευή ή συναρμολόγηση , εισαγωγή , εξαγωγή και εμπορία εργαλείων φορητών ή χειρός τηλεφωνικού ή τηλεπικοινωνιακού υλικού, μικροηλεκτρονικών εξαρτημάτων , ηλεκτρονικών υπολογιστών , λογισμικού και παρεμφερών προϊόντων ,
4. τη συντήρηση , εκμίσθωση και εκμετάλλευση με οποιαδήποτε μορφή όλων των προαναφερθέντων προϊόντων καθώς και ακινήτων (και αγροτικών), τη δημιουργία και εκμετάλλευση χώρων σταθμεύσεως αυτοκίνητου ή σκαφών , συνεργείων αυτοκινήτων , μηνυμάτων ή σκαφών και γενικά την παροχή υπηρεσιών σε τρίτους.

Η Εταιρία για την επίτευξη των ως άνω σκοπών ή ορισμένους από αυτούς , δικαιούται :

1. να συμμετέχει σε οποιαδήποτε επιχείρηση της ημεδαπής ή αλλοδαπής με όμοιο ή παρεμφερή σκοπό ,

2. να συνεργάζεται με οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο στην ημεδαπή ή αλλοδαπή με οποιαδήποτε μορφή (ή μη) επιθυμεί ,

3. να ιδρύει υποκαταστήματα ή πρακτορεία ή γραφεία στην ημεδαπή ή στην αλλοδαπή ,

4. να αντιπροσωπεύει οποιαδήποτε επιχείρηση της ημεδαπής ή αλλοδαπής με όμοιο ή παρεμφερή σκοπό και να διαθέτει προϊόντα της σε ορισμένη γεωγραφική περιοχή,

5. να παρέχει παντός είδους εγγυήσεις υπέρ τρίτων φυσικών ή νομικών προσώπων ή επιχειρήσεων μετά των οποίων συναλλάσσεται ή συνεργάζεται ή συνδέεται καθ ' οιονδήποτε τρόπον ή όταν στη συγκεκριμένη περίπτωση κρίνεται τούτο αναγκαίο για την προώθηση και εξυπηρέτηση οιονδήποτε από τους εταιρικούς σκοπούς .

Οι μέτοχοι των συγχωνευομένων εταιριών έλαβαν εγκαίρως γνώση των διαδικασιών της συγχώνευσης .

5.1.3. Επιπτώσεις της εξαγοράς

Με τη συγχώνευση της ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε. και της ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ ΕΛΛΑΣ Α .Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΙΝΗΤΗΡΩΝ με εξαγορά της δεύτερης από την πρώτη , η ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε. απέκτησε τον έλεγχο του μεγαλύτερου ανταγωνιστή της στον τομέα των πετρελαιομηχανών και βενζινομηχανών μικρής ιπποδυνάμεως και των ηλεκτροπαραγωγών ζευγών χαμηλής ισχύος .

Επίσης, η Εταιρία απέκτησε την αποκλειστική για την Ελλάδα χρήση των σημάτων και διακριτικών γνωρισμάτων «MEKMOTORS» ή «» και «RUGGERINI».

Οι ανωτέρω συνέργειες θα συμβάλλουν :

(i) Στην αύξηση του κύκλου εργασιών της Εταιρίας . Σημειώνεται ότι οι ετήσιες πωλήσεις της ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ ΕΛΛΑΣ Α .Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΙΝΗΤΗΡΩΝ υπερβαίνουν το 1 δισ . δρχ . την τελευταία διετία και τα κέρδη προ φόρων ανέρχονται σε 8,5% περίπου του κύκλου εργασιών (όρος διετίας 1998-1999).

(ii) Στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της Εταιρίας στην ευρύτερη ελληνική αγορά .

(iii) Στην επίτευξη οικονομιών κλίμακας , καθ ' τα σταθερά έξοδα της Εταιρίας θα επιμερίζονται σε μεγαλύτερο κύκλο εργασιών .

(iv) Στην απόκτηση πρόσβασης στο εκτεταμένο δίκτυο αντιπροσώπων και μεταπωλητών της ΜΕΚΜΟΤΟΡΣ , στο οποίο θα μπορεί να προωθεί και άλλα προϊόντα που έχει ή που θα αποκτήσει²³ .

5.2. Η περίπτωση της Alpha Bank

5.2.1. Γενικές πληροφορίες για την εταιρία

Η Alpha Bank που έχει τις ρίζες της στον εμπορικό οίκο Ι. Φ . Κωστοπούλου, ο οποίος μετά τη δημιουργία του το 1879 στην Καλαμάτα ανέπτυξε και τραπεζικές δραστηριότητες, είναι η δεύτερη σε μέγεθος τράπεζα στην Ελλάδα, με πρωτεύουσα παρουσία στις βασικές αγορές του εγχώριου χρηματοοικονομικού τομέα και ιδιαίτερα σημαντική παρουσία στις χώρες της

²³ Alpha Χρηματιστηριακή, 2001, «Πληροφοριακό Σημείωμα Πέτρος Πετρόπουλος», Alpha Χρηματιστηριακή

Νοτιοανατολικής Ευρώπης καθώς και στο Λονδίνο. Μεταξύ των σημαντικών συγκριτικών πλεονεκτημάτων της συμπεριλαμβάνονται το εκτεταμένο και εκσυγχρονισμένο δίκτυο καταστημάτων της, η πελατειακή βάση τόσο στον τομέα των ιδιωτών όσο και στους τομείς των επιχειρήσεων και των θεσμικών επενδυτών, το πολύ ισχυρό εμπορικό σήμα και το υψηλό επίπεδο αξιοπιστίας της.

Η Alpha Bank δραστηριοποιείται σ' ένα πολύ ευρύ φάσμα του χρηματοοικονομικού τομέα, τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Στην προσπάθεια εξάπλωσης των δραστηριοτήτων του και ενδυνάμωσης της θέσης του στην αγορά ο όμιλος εφαρμόζει μια διττή επεκτατική πολιτική. Το ένα σκέλος αφορά τη δημιουργία νέων εταιρειών στενά συνδεδεμένων με την τράπεζα και οργανωμένων σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα, όπου με υψηλού επιπέδου εξειδικευμένο προσωπικό στοχεύει να ανταποκρίνεται στις ανάγκες των πελατών, ιδιωτών και επιχειρήσεων, και να δραστηριοποιείται αποτελεσματικά στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Το άλλο σκέλος της στρατηγικής μεγέθυνσης του ομίλου αφορά τις στρατηγικές συγχωνεύσεις και εξαγορές ομοειδών επιχειρήσεων.

Οι σημαντικότερες κινήσεις της Alpha Bank στο χώρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών συνοπτικά είναι οι ακόλουθες: Εξαγόρασε το 75% της Lombard Natwest, η οποία από την 1/10/98 λειτουργεί με την επωνυμία Alpha Τράπεζα Limited. Επίσης, μέσα στο 1998 δημιουργήθηκε η Alpha Ασφαλιστική από συγχώνευση της Ελληνοβρετανικής και της Εμπορικής Ασφαλιστικής. Το Μάρτιο του 1999 αποφασίστηκε η εξαγορά του 51% της Ιονικής και Λαϊκής Τράπεζας. Η συγχώνευση των δύο ομίλων ολοκληρώθηκε στις 25/4/2000 και έτσι προέκυψε το νέο τραπεζικό σχήμα με την επωνυμία Alpha Bank.

Το Δεκέμβριο του 1999 ολοκλήρωσε την εξαγορά της Kreditna Banka AD-Skorje, ιδιωτικής τράπεζας των Σκοπίων, που έδωσε τη δυνατότητα στον όμιλο δραστηριοποίησης σε όλη τη Βαλκανική, μέσω των Alpha Bank Romania και των υποκαταστημάτων στην Βουλγαρία και στην Αλβανία.

Στη διάρκεια του 2001 πραγματοποιήθηκε η λειτουργική συγχώνευση της Ιονικής Leasing που είχε ως αποτέλεσμα την Alpha Leasing Χρηματοδοτικές Μισθώσεις. Τον Οκτώβριο του ίδιου έτους η Alpha Bank εξαγόρασε το ποσοστό συμμετοχής της Τράπεζας Κύπρου στην εταιρία factoring ABC factors. Ο όμιλος εισήλθε στο χώρο της ναυτιλιακής ασφαλιστικής μεσιτείας τον Ιανουάριο του 2002 με την εξαγορά της εταιρείας Π.Π Καραμάνος Α.Ε. Επίσης, από τη συγχώνευση της Δέλτα Πληροφορικής, θυγατρικής εταιρείας του ομίλου, και της Singular προέκυψε η Delta Singular. Εξαγόρασε, επίσης την Commercial Bank of London και την ICAP Hellas Α.Ε.

Σημαντικές είναι, επίσης, οι κινήσεις εντός των ορίων του ομίλου, δηλαδή η απορρόφηση από τη μητρική Alpha Bank θυγατρικών της εταιρειών. Χαρακτηριστικές είναι οι περιπτώσεις της Alpha Επενδύσεων Α.Ε.Ε.Χ, η συγχώνευση της οποίας ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο του 2003, η απορρόφηση της Δέλτα Singular τον Αύγουστο του 2004 και η εξαγορά του 50% των μετοχών της Alpha Leasing Romania το Σεπτέμβριο του 2004, με αποτέλεσμα ο όμιλος να κατέχει το σύνολο των μετοχών της εταιρείας.

Τέλος, στα τέλη του 2001 ξεκίνησε προσπάθεια συγχώνευσης με την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία όμως δεν ολοκληρώθηκε. Στη συνέχεια θα εξεταστούν οι λόγοι και οι συνέπειες, δηλαδή τα αποτελέσματα της συγχώνευσης με την Ιονική.

5.2.2. Περιγραφή της εξαγοράς

Η εξαγορά του 51% της Ιονικής Τράπεζας μέσα στο 1999 και η ολοκλήρωση της συγχώνευσης των δύο τραπεζών στις 25/4/2000 αποτέλεσε την απαρχή της δημιουργίας ενός μεγάλου, εύρωστου και δυναμικού ιδιωτικού ελληνικού ομίλου, ικανού να ανταποκριθεί αποτελεσματικά στον εγχώριο και διεθνή ανταγωνισμό, μέσα στο πλαίσιο της ενωμένης Ευρώπης και των διεθνών αγορών κεφαλαίου.

Η Alpha Τράπεζα Πίστewς εκπληρούσαι όλες τις προϋποθέσεις για την επιτυχία της δημιουργίας ενός μεγάλου ελληνικού ιδιωτικού τραπεζικού ομίλου, μέσω της συγχώνευσης με την Ιονική. Οι σημαντικότερες από αυτές τις εγγυήσεις ήταν:

- ✚ Διέθετε το κρίσιμο μέγεθος που εγγυούταν την ελαχιστοποίηση των τριβών και την μεγιστοποίηση των ωφελειών σε όρους ενισχύσεως των εσόδων και εκλογίκευσης των λειτουργικών εξόδων.
- ✚ Είχε αυτοδύναμη-οργανική ανάπτυξη και διέθετε απόλυτη ομοιογένεια, διότι δεν είχε προκύψει από συνενώσεις και συμμαχίες.
- ✚ Διέθετε το απαραίτητο στελεχιακό δυναμικό, προκειμένου η επίπονη προσπάθεια της συγχώνευσης να στεφθεί με επιτυχία.
- ✚ Είχε στο ενεργητικό της μια σειρά επιτυχιών και συνεχούς αναπτύξης, που ήταν αποφασισμένη να την εκμεταλλευθεί προς όφελος των μετόχων και των εργαζομένων της.

Οι πρόσθετες εγγυήσεις για την επιτυχία του εγχειρήματος της ενοποίησης των δύο τραπεζών ήταν:

- ✚ Το πλήρως επεξεργασμένο επιχειρηματικό σχέδιο για την ανάπτυξη του ενιαίου χρηματοοικονομικού ομίλου.
- ✚ Η δυνατότητα εφαρμογής αυτού του σχεδίου από τις εμπλεκόμενες ομάδες στελεχών.
- ✚ Η συναίνεση, η παρακίνηση και η κινητοποίηση των εργαζομένων, των οποίων η συμβολή ήταν απαραίτητη για την πλήρη επιτυχία της συγχώνευσης.
- ✚ Η συνδρομή και η συμπαράσταση των μετόχων της Alpha σε κάθε αναπτυξιακή προσπάθεια της, με την χορήγηση των απαραίτητων κεφαλαίων.

- ✚ Ο ευρύτερα ευμενής αντίκτυπος στις αγορές για τον σχηματισμό μιας μεγάλης και δυναμικής ελληνικής τράπεζας, ιδιαίτερα στους κόλπους των πελατών, καταθετών και δανειοδοτούμενων, όπου στόχος ήταν η διατήρηση αλλά και η αύξηση τους.

5.2.3. Επιπτώσεις της εξαγοράς

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα αυτής της συγχώνευσης αναλύονται ως εξής:

- ✚ Με την απόκτηση της Ιονικής διπλασιάστηκαν τα καταστήματα του ομίλου κατά το έτος 1999 και έγιναν 438, ενώ σήμερα αριθμεί περίπου 450 καταστήματα. Αυτή η αύξηση ενίσχυσε το μερίδιο αγοράς του ομίλου, το οποίο διαμορφώθηκε στο 20% της συνολικής ελληνικής τραπεζικής αγοράς. Έτσι η Alpha Bank έγινε η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα επί του συνόλου των ελληνικών τραπεζών, πίσω από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και μια από τις 80 μεγαλύτερες της Ευρώπης. Η πρόσβαση στη μεγάλη πελατειακή βάση της Ιονικής δημιούργησε τις κατάλληλες συνθήκες για την αύξηση των πωλήσεων και της κερδοφορίας του ομίλου της Alpha Bank. Η αύξηση του μεριδίου αγοράς, επιπλέον, κατέστησε τον όμιλο ιδιαίτερα ελκυστικό για ενδεχόμενες συμμαχίες και συνεργασίες, στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό. Ειδικότερα στο θέμα των εσόδων, οι σημαντικότερες θετικές συνέπειες σχετίζονται με τα ακόλουθα σημεία.
- ✚ Πριν την συγχώνευση, η Ιονική είχε έσοδα που αντιστοιχούσαν στο 40% περίπου των εσόδων της Alpha. Επομένως, στον τομέα αυτό υπήρχαν μεγάλα περιθώρια βελτίωσης μέσω συντονισμού των εργασιών των δύο τραπεζών, πράγμα το οποίο έγινε από το πρώτο, κιόλας, εξάμηνο του 1999, μετά την εξαγορά, όπου τα καθαρά έσοδα από τόκους και προμήθειες της Ιονικής ενισχύθηκαν κατά 49% και 42% αντίστοιχα.
- ✚ Οι αλλαγές στα μηχανογραφικά συστήματα της Ιονικής και η εναρμόνισή τους με τα αντίστοιχα της Alpha, επέτρεψαν τον συνδυασμό των

προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών από τα δύο δίκτυα. Η επιτυχία για τον όμιλο της Alpha στηρίχθηκε στην ικανότητα πραγματοποίησης πωλήσεων μέσω του δικτύου της Ιονικής, κυρίως στους τομείς των καρτών, των στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων, των αποταμιευτικών προϊόντων, των αμοιβαίων κεφαλαίων και των ασφαλειών. Παράλληλα, ενισχύθηκε η δυνατότητα εκμετάλλευσης ευκαιριών για σύνθετες πωλήσεις στους τομείς των χρηματοστηριακών συναλλαγών, διαθέσεως ομολόγων, leasing, factoring, χρηματοοικονομικών συμβουλών και επενδυτικών προϊόντων.

- ✚ Η αύξηση των εσόδων της Ιονικής και του ομίλου συνολικά ενισχύθηκε από την υιοθέτηση κοινής πολιτικής χορηγήσεων, συγκεκριμένα αυτής που ακολουθεί η Alpha, η οποία χρησιμοποιεί αυστηρές διαδικασίες παρακολουθήσεων, καθυστερήσεων και επισφαλών απαιτήσεων, πράγμα το οποίο συνεπάγεται υψηλή ποιότητα του χαρτοφυλακίου του ομίλου.
- ✚ Η άμεση και πλήρης συνεννόηση και συνεργασία των θυγατρικών εταιριών των δύο τραπεζών, καθώς και η έμφαση στην αξιοποίηση κοινών υποστηρικτικών διαδικασιών ενδυνάμωσε σημαντικά τις προοπτικές αύξησης των εσόδων και της κερδοφορίας του ομίλου.
- ✚ Με την κατάλληλη αξιοποίηση των παραπάνω παραγόντων η Alpha Bank πέτυχε, ήδη από το εννεάμηνο μέχρι το Σεπτέμβριο του 1999, αύξηση της κερδοφορίας της, των χορηγήσεων της (κατά 40% ετησίως), των καταθέσεων της και των repos (κατά 39% ετησίως). Τα αντίστοιχα νούμερα για τις χορηγήσεις της Ιονικής, κατά την ίδια περίοδο, είναι αύξηση κατά 11%. Στο τέλος του 2003 οι καταθέσεις της Alpha Bank πλησίαζαν τα €22 δις.

Πέραν, όμως, από τις ευεργετικές συνέπειες στον τομέα των εσόδων, η συγχώνευση με την Ιονική δημιούργησε μεγάλες προοπτικές για την εξασφάλιση συνεργιών και για τη βελτίωση της ποιότητας και τον εμπλουτισμό των προσφερομένων υπηρεσιών. Η αξιοποίηση των οικονομιών

κλίμακας και εύρους, που προέκυψαν από τη συγχώνευση, εξασφάλισαν πράγματι εκτεταμένες συνέργειες. Οι συνέργειες αυτές είναι δύο ειδών:

✚ Πρώτον, συνέργειες που οδηγούν σε διεύρυνση των εσόδων (όπως αυτές αναλύθηκαν πιο πάνω) και βελτίωση της παραγωγικότητας. Στο δίκτυο της Ιονικής, συγκεκριμένα, αυξήθηκε από το πρώτο εξάμηνο της εξαγοράς η παραγωγικότητα των καταστημάτων κατά 10-12%, όσον αφορά τις καταθέσεις και τις χορηγήσεις ανά εργαζόμενο. Επίσης, η παραγωγικότητα ενισχύθηκε και από την παρουσία των καταστημάτων του ομίλου σε 86 νέες περιοχές, μετά τη μεταστέγαση 74 καταστημάτων σε γειτονικές τοποθεσίες.

✚ Δεύτερον, συνέργειες που οδηγούν στην εξοικονόμηση πόρων, στον έλεγχο των λειτουργικών δαπανών και στη βελτίωση των δεικτών αποτελεσματικότητας, μέσω της εξάλειψης των παράλληλων δομών διοίκησης και κεντρικών υπηρεσιών. Διατηρήθηκαν σε ισχύ οι επιχειρησιακές συμβάσεις εργασίας που είχαν υπογραφεί από την Ιονική Τράπεζα, έγινε, όμως, μια προσπάθεια μείωσης των συνολικών δαπανών που σχετίζονται με το προσωπικό και εφαρμόστηκε πρόγραμμα κινήτρων εξόδου προσωπικού για άτομα μεγάλης ηλικίας. Οι προσλήψεις στον όμιλο περιορίστηκαν σε προσωπικό υψηλής εξειδίκευσης και η στελέχωση των υπηρεσιών με στενότητα προσωπικού καλύφθηκε μέσω εσωτερικών μετακινήσεων εργαζομένων, μέσω μιας προσπάθειας να ομογενοποιηθεί τόσο σε εργασιακό όσο και σε διοικητικό επίπεδο.

Η συγχώνευση, τέλος, της Alpha Πίστewς με την Ιονική συντέλεσε στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των δύο τραπεζών συνολικά. Συγκεκριμένα η διεθνής υπηρεσία οικονομικών αξιολογήσεων Moody's αξιολόγησε το δείκτη ρευστότητας της Alpha Bank με A3, γεγονός το οποίο εξασφαλίζει για τον όμιλο καλύτερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές του εξωτερικού με πολύ ευνοϊκότερους όρους.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η παρούσα μελέτη σαν στόχο είχε την παρουσίαση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία.

Αρχικά έγινε παρουσίαση των διαφόρων μορφών των εξαγορών και συγχωνεύσεων καθώς επίσης και των πλεονεκτημάτων καθώς και κινήτρων που μπορεί να προσφέρει μια εξαγορά ή συγχώνευση. Επίσης έγινε λόγος για την ισχύουσα νομοθεσία, για τις συγκρούσεις που υπάρχουν και για τις αλλαγές στο εργατικό δυναμικό.

Επίσης παρουσιάστηκε ένα παράδειγμα εξαγοράς μιας βιομηχανικής μονάδας καθώς επίσης και μιας συγχώνευσης τραπεζών προκειμένου να κατανοήσει ο αναγνώστης τις ισχύουσες διατάξεις, τις τεχνικές και τα αποτελέσματα από την πραγματοποίηση τέτοιων επιχειρηματικών πρακτικών.

Η ανάλυσή μας έδειξε ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δημιουργούν πρόσθετη αξία την οποία μοιράζονται οι αγοράζουσες και οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις και ότι ο βασικός στόχος ο οποίος ωθεί τις επιχειρήσεις σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις είναι η προσπάθεια ανάπτυξης και εξέλιξης σε μια ανταγωνιστική αγορά.

Τα συμπεράσματα συνοψίζονται ως εξής:

α) Οι μετοχές των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων πραγματοποιούν μεγάλες έκτακτες αποδόσεις τόσο στις εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς όσο και στις συγχωνεύσεις ανεξάρτητα από την έκβαση της προτεινόμενης εξαγοράς.

β) Οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις κερδίζουν μεγαλύτερες έκτακτες αποδόσεις σε εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς παρά σε συγχωνεύσεις.

γ) Οι εταιρείες που εξαγοράζουν πραγματοποιούν μικρές, στατιστικά σημαντικές, θετικές έκτακτες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση επιτυχών εξαγορών μέσω δημόσιας προσφοράς. Μερικές μελέτες αναφέρουν αρνητικές, αλλά στατιστικά μη σημαντικές έκτακτες αποδόσεις.

δ) Σε ότι αφορά τις αγοράζουσες εταιρείες σε συγχωνεύσεις, τα εμπειρικά πορίσματα, αντικρούονται.

ε) Παρατηρείται μια διαχρονική μείωση στις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών σε εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς. Για παράδειγμα οι σχετικές αποδόσεις (κέρδη) για τις δεκαετίες του 1960, 1970 και 1980 ήταν 4,40%, 1,22% και -1,10% αντίστοιχα. Επίσης οι αντίστοιχες πρόσθετες τιμές (πριμ) που δόθηκαν στις αγοραζόμενες εταιρείες κατά τις παραπάνω τρεις δεκαετίες ήταν κατά μέσον όρο 19%, 35% και 30% αντίστοιχα.

στ) Οι έκτακτες αποδόσεις των αγοράζουσων εταιρειών δεν επηρεάζονται από το μέγεθος των εταιρειών αυτών, ούτε από το σχετικό μέγεθος της συγχώνευσης.

Από τα εμπειρικά πορίσματα προκύπτει πως οι εξαγορές αυξάνουν την αξία των επιχειρήσεων. Οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις καρπούνται το μεγαλύτερο μέρος από τα οφέλη.

Οι επιχειρήσεις που εξαγοράζουν είτε καρπούνται μικρά οφέλη είτε ακόμη πραγματοποιούν και ζημιές. Τα οφέλη για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις έχουν σημειώσει διαχρονική μείωση, ενώ το αντίθετο παρατηρείται για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις.

Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη από τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις ενισχύουν την άποψη πως οι εξαγορές επιχειρήσεων αποτελούν δραστηριότητες που οδηγούν σε αύξηση της επιχειρηματικής αξίας. Από την άλλη πλευρά, τα στοιχεία που φανερώνουν ζημιές για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις έχουν προ

πολλού προβληματίσει τους ερευνητές γιατί δεν είναι συμβατά με το κριτήριο της υποτιθέμενης μεγιστοποίησης του επιχειρηματικού πλούτου.

Τα αποτελέσματα είναι ανεξάρτητα από την χρησιμοποιούμενη μέθοδο για την ανάλυση των επιχειρηματικών γεγονότων για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων των αγοραζόμενων εταιρειών.

Μελλοντικά θα ήταν ενδιαφέρον να παρουσιαστούν εμπειρικά αποτελέσματα που θα προσδιορίζουν τις συγκεκριμένες πηγές των κερδών που απορρέουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Όσον αφορά τα φορολογικά κίνητρα, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι οι Ελληνικές Κυβερνήσεις τα τελευταία τριάντα χρόνια, χορήγησαν δυο σειρές φορολογικών κινήτρων με το Ν.Δ.1297/1972 και το Ν. 2166/1993.

Από το 1993, τα δυο αυτά νομοθετήματα συνυπάρχουν και από τις δημοσιεύσεις στις οικονομικές εφημερίδες των «ανακοινώσεων» των εταιρειών που μετασχηματίζονται, διαπιστώνουμε ότι περίπου το 95% των μετασχηματισμών αυτών πραγματοποιούνται με το Ν. 2166/1993.

Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι μια πράξη μετασχηματισμού βάσει του Νόμου αυτού, χρειάζεται κατά μέσο όρο 5 έως 6 μήνες, ενώ αντίθετα, με το Ν.Δ. 1297/1972, απαιτείται μεγαλύτερο διάστημα.

Βάσει το Ν. 2166/1993, εντοπίζεται ένα σοβαρό μειονέκτημα. Πιο συγκεκριμένα μειονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι οι μετασχηματισμοί πραγματοποιούνται με τις λογιστικές αξίες και όχι με τις πραγματικές δηλαδή όχι με εκτίμηση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων του αρ. 9, όπως γίνεται στο Ν.Δ. 1297/1972.

Το μειονέκτημα αυτό έχει επισημανθεί και από το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Όμως, από άποψη φορολογικών κινήτρων, ο Ν. 2166/1993, παρέχει καλύτερες φορολογικές διευκολύνσεις, ιδιαίτερως στις μεταβιβάσεις ακινήτων άλλα και στον τύπο μετοχών (ονομαστικές ή

ανώνυμες), που θα έχουν οι μέτοχοι της νεοϊδρυθείσας από μετασχηματισμό επιχείρησης, σε σύγκριση με το Νομοθετικό Διάταγμα 1297/1972.

Το Νομοθετικό Διάταγμα 1297/1972, έχει σαν κύριο χαρακτηριστικό την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των μετασχηματιζόμενων εταιρειών από την Επιτροπή του άρθρου 9. Διαδικασία που συμβαδίζει από την Κοινοτική Οδηγία 90/434 και από το νομοθετικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με τους μετασχηματισμούς εταιρειών.

Διαπιστώνουμε λοιπόν, ότι αν βρεθεί τρόπος ώστε να συντομεύσει ο χρόνος παράδοσης των εκθέσεων των Εμπειρογνωμόνων της Επιτροπής του αρ. 9, του Κ.Ν. 2190/1920 και βελτιωθούν κάποια φορολογικά κίνητρα, το Ν.Δ. 1297/1972, θα είναι ένα εύχρηστο και σύγχρονο νομοθέτημα που θα συμφωνεί με τις ευρωπαϊκές οδηγίες για τους μετασχηματισμούς Ελληνικών επιχειρήσεων.

Η παρούσα μελέτη διαπίστωσε ότι τα τελευταία χρόνια οι επιχειρήσεις τείνουν όλο και πιο πολύ στην πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων με στόχο την ενίσχυση της δύναμης τους, του ονόματος τους, του κύρους τους και της κυριαρχίας τους.

Η εμφάνιση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων ευνοήθηκε σημαντικά και από την νομοθεσία η οποία διευκόλυνε τις διαδικασίες και απλοποίησε τις καταστάσεις.

Όλο και περισσότερες επιχειρήσεις τα τελευταία χρόνια, όντας επηρεασμένες από το έντονο ανταγωνιστικό κλίμα, διεθνές και εθνικό, τείνουν να εξαγοράζουν και να συγχωνεύονται με άλλες εταιρίες με στόχο την ισχυροποίηση τους στην αγορά.

Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι πολλές επιχειρήσεις επιλέγουν να επεκταθούν και σε άλλες χώρες και εξαγοράζουν εταιρίες του εξωτερικού. Το ίδιο βέβαια ισχύει και για την χώρα μας στην οποία πολλές μεγάλες επιχειρήσεις επιλέγουν να κάνουν εξαγορές.

Τέλος θα μπορούσαμε να πούμε ότι πλέον η ανταγωνιστική αγορά έχει θέσει τις επιχειρήσεις σε έναν συνεχή ρυθμό εξαγορών και συγχωνεύσεων προκειμένου να επικρατήσει ο πιο δυνατός έναντι του πιο ανίσχυρου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Alpha Χρηματιστηριακή, 2001, «Πληροφοριακό Σημείωμα Πέτρος Πετρόπουλος», Alpha Χρηματιστηριακή
2. Brealey R. and S. Myers, "Principles of Corporate Finance" – 7th Edition, McGraw-Hill
3. Cartwright, S., and L. Cooper, 1993, "The role of culture compatibility in successful organizational marriage", Academy of management executive
4. Dodd P. R., R. Ruback, "Tender Offers And Stockholder Returns", An Empirical Analysis", Journal Of Financial Economics, December 1977, 351-373.
5. Eckbo B. E., "Horizontal Mergers, Collusion And Stockholder Wealth", Journal Of Financial Economics 11, April 1983, 241-273.
6. Fritzson, A., et al, 2000, "Making mergers work", Booz-Allen & Hamilton Research Report
7. Hayn C. "Tax attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate acquisitions", Journal of Financial Economics 23 (June 1989). 121-53.
8. Lewellen, W.O. "A pure Financial Rationale ffor the Conglomerate Merger", The Journal of Finance 26 (May 1971), 521-37.
9. Markides, C & O, Daniel, 1998, "International Acquisitions: Do they create value for shareholders?", European Management Journal
10. Γεωργιάδης, 1973, «Οικονομική των Επιχειρήσεων», Αθήνα

11. Γεωργιάδης, Ν., Η., 1999, «Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Εταιρική στρατηγική»
12. Ευρωπαϊκό Συμβούλιο 2001/23, 12 Μαρτίου 2001 «Περί προσέγγισης των νόμων των κρατών - μελών για την προστασία των δικαιωμάτων των εργαζομένων σε περίπτωση μεταβίβασης επιχειρήσεων ή τμημάτων τους»
13. Οδηγός Επιχειρηματικής Ανάπτυξης, 2002, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις», Εκδ. Κέρκυρα
14. ΟΤΟΕ, 1999
15. Παπαδάκης, Β., 2002, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», Εκδ. Μπένου
16. Σακέλλη, Ε., «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και εκτίμηση αξίας επιχειρήσεως», Εκδ. ΒΡΥΚΟΥΣ
17. Τραυλός Ν., «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων», Οικονομικό Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας 1991.