



ΤΕΙ ΚΡΗΤΗΣ
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΑΓΙΟΥ ΝΙΚΟΛΑΟΥ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ &

ΤΙΤΛΟΣ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

**ΕΞΑΓΩΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ
ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ
ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ.**



ΦΟΙΤΗΤΕΣ: ΤΡΟΥΛΙΤΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΧΡΥΣΙΚΟΠΟΥΛΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ

ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ: ΧΕΙΜΩΝΑΚΗ ΧΡΙΣΤΙΑΝΝΑ

ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΟ ΕΤΟΣ 2010



ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	2
1. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	
1.1 ΑΝΑΛΗΨΗ ΕΞΟΥΣΙΑΣ.....	8
1.2 ΟΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ.....	9
1.3 ΒΑΣΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	9
1.3.1 Συγχωνεύσεις	9
1.3.2 Εξαγορά Μετοχικού Κεφαλαίου.....	10
1.3.3 Εξαγορά Ενεργητικού	10
1.4 Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	10
1.4.1 Η Μέθοδος της Εξαγοράς	10
1.4.2 Η Μέθοδος της Ένωσης Συμφερόντων	12
1.5 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	13
1.5.1 Ενίσχυση των Πωλήσεων	13
1.5.2 Μείωση του Κόστους Παραγωγής και Αποτελεσματικότερη Λειτουργία	13
1.5.3 Μείωση του Κόστους Κεφαλαίου	14
2. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	
2.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΑΝΤΩΝ.....	17
2.1.1 Ορισμός του Επιχειρηματικού Συμβάντος.....	17
2.1.2 Η Πέριξ του Συμβάντος Περίοδος Εξέτασης	17
2.1.3 Ο Υπολογισμός των Υπεραποδόσεων και των Σωρευτικών Υπεραποδόσεων	18
2.2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	22
2.3 ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ.....	23
3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	
3.1 Το Ν.Δ. 1297/1972	30
3.2 Ο Ν.2166/1993	31

4. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ-ΣΤΟΧΩΝ**4.1 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ**

ΑΞΙΑΣ.....36

4.1.1 Οι Συνέργειες της Εξαγοράς 37

4.1.2 Το Premium της Εξαγοράς..... 37

4.2 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ..... 40**5. ΤΟ ΠΡΩΤΟ "ΚΥΜΑ" ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ.....46****6. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ – ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ
2008, ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ 2009 59****7. ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ**
7.1 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2002-2005 75
7.2 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2008..... 76
7.3 ΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ 78
7.4 ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ: Η ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΙΟΝΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ALPHA BANK 78
ΤΕΛΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....81**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ
ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.....82**

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

*Κ*ατά τη διάρκεια επεξεργασίας της παρούσας εργασίας η καθοδήγηση της επιβλέποντος καθηγήτριας μας, κα Χειμωνάκη Χριστιάννα υπήρξε καίρια και αποτελεσματική, για τις πολύ σημαντικές συμβουλές που μας έδωσε.

Επίσης, να ευχαριστήσουμε όλους τους διδάσκοντες καθηγητές μας, που μας έδωσαν τις γνώσεις τους και μας μύησαν στα επιστημονικά μονοπάτια κατά την φοίτηση μας στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ασφαλιστικής, ΑΤΕΙ Αγίου Νικόλαου – Κρήτης.

Στη συνέχεια θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τις οικογένειες μας, προπάντων, για την δυνατότητα που μας προσέφεραν να πραγματοποιήσουμε τις σπουδές μας με κάθε πολυτέλεια και τη συμπαράσταση που μας έδειξαν κατά τη διάρκεια εκπόνησης της πτυχιακής μας εργασίας.

Από τις ευχαριστίες δεν θα μπορούσαμε να παραλείψουμε τα άτομα του φιλικού μας περιβάλλοντος, οι οποίοι μας βοήθησαν στην επεξεργασία του υλικού της πτυχιακής αυτής.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο επιχειρησιακό περιβάλλον οι επιχειρήσεις, για να γίνουν ή να παραμείνουν ανταγωνιστικές, επιβάλλεται να αναμορφωθούν ώστε να ανταπεξέλθουν στη συνεχή παρουσία των τεχνολογικών και των οικονομικών αλλαγών. Η εξέλιξη που αναζητούν οι επιχειρήσεις μπορεί να προέλθει είτε μέσα από την εσωτερική ανάπτυξη είτε μέσω διάφορων μορφών συνεργασιών (όπως είναι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις). Οι τελευταίες είναι υψίστης σημασίας. Η επιλογή του κατάλληλου στόχου προς εξαγορά και η επιτυχής ολοκλήρωση της διαδικασίας αποτελούν ιδιαίτερα απαιτητικές δραστηριότητες, το αποτέλεσμα των οποίων καθορίζει το μέλλον των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις (Ε&Σ) αντιμετωπίζονται σήμερα ως κάτι το αναπόφευκτο, ως απαραίτητη επιλογή ή ως αναγκαίο «κακό» μπροστά στις προκλήσεις και στις ευκαιρίες της Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης και του διεθνούς ανταγωνισμού. Η είσοδος της χώρας μας στη ζώνη του ευρώ σηματοδότησε την έναρξη μιας νέας περιόδου για τις ελληνικές τράπεζες, τις επιχειρήσεις και την οικονομία γενικότερα, που στην προσπάθειά τους να αντιμετωπίσουν τον αυξανόμενο ανταγωνισμό από τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές προχωρούν σε Ε&Σ.

Με αυτή την παρουσίαση, επιχειρούμε να σκιαγραφήσουμε τις βασικές τάσεις και τα ευρήματα της διεθνούς και της ελληνικής βιβλιογραφίας σχετικά με:

- Την εξέλιξη των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων
- Σύντομο ιστορικό στην έκταση του φαινομένου στην Ελλάδα και διεθνώς
- Τις γενικότερες επιπτώσεις των Ε&Σ στην οικονομική και την κοινωνική οργάνωση.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια εισαγωγή στην έννοια των Ε&Σ, όρους και πρακτικές που χρησιμοποιούνται κατά την εξέταση μιας υπόθεσης εξαγοράς και στο δεύτερο γίνεται αναφορά, στην αποδοτικότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Διαφορετικές μελέτες δίνουν και διαφορετικά πορίσματα για το εάν τελικά η επιχείρηση-στόχος και η επιχείρηση-επενδυτής επωφελούνται και κατά πόσο από μια εξαγορά. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει στην Ευρώπη και στην Ελλάδα. Το τέταρτο κεφάλαιο αναφέρεται στη αποτίμηση εταιριών - στόχων. Ακόλουθη το αμέσως επόμενο (κεφάλαιο 5) όπου μελετάμε την περίοδο 1998-1999 στην οποία έλαβε χώρα το πρώτο “κύμα” Εξαγορών και Συγχωνεύσεων, στο πλαίσιο της έμπρακτης προσπάθειας των εγχώριων επιχειρήσεων να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα

στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου αγαθών και υπηρεσιών. Τα επόμενα κεφάλαια (6 & 7) παραθέτονται περιπτώσεις Ε&Σ τραπεζών αλλά και ιδιωτικών μεγάλων επιχειρήσεων στην Ευρώπη και στην Ελλάδα καθώς και ανασκόπηση των εμπειρικών μελετών για τις οικονομικές συνέπειες αυτών. Τέλος παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά του ευρωπαϊκού και του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

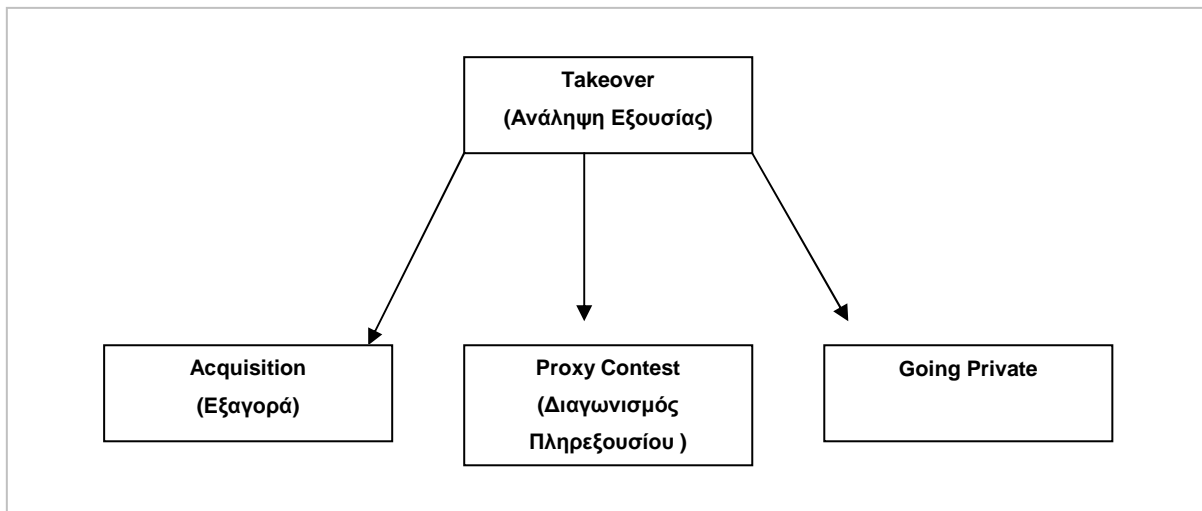
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

1. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

1.1 ΑΝΑΛΗΨΗ ΕΞΟΥΣΙΑΣ

Η **ανάληψη εξουσίας** (takeover) συνιστά μεταφορά του ελέγχου μιας εταιρίας από μια ομάδα μετόχων σε κάποια άλλη. Ο έλεγχος μιας εταιρίας επιτυγχάνεται μέσω της απόκτησης της πλειοψηφίας στο διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρίας. Σύμφωνα με τους Ross, et al. (1999: 759-761), η ανάληψη εξουσίας δύναται να πραγματοποιηθεί μέσω (α) **εξαγοράς** (acquisition), (β) διαγωνισμού πληρεξούσιου (proxy contest), και (γ) απόσυρση μια εταιρίας από το χρηματιστήριο (going-private transaction) (Σχήμα 1-1).



Σχήμα 0-1: Διάφορες Μορφές Ανάληψης Εξουσίας (Takeover)

Πηγή: Ross et al. (1999)

Σε ένα διαγωνισμό πληρεξούσιου, οι διαφωνούντες μέτοχοι επιδιώκουν να βρουν πληρεξούσιους μετόχους από το σύνολο των υφισταμένων μετόχων προκειμένου να κερδίσουν τον έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου. Κατά την διαδικασία απόσυρσης μιας εταιρίας από το χρηματιστήριο (going-private transaction), μια μικρή ομάδα επενδυτών αγοράζει όλες τις μετοχές της εισηγμένης εταιρίας, η οποία εν συνεχεία αποσύρεται από το χρηματιστήριο. Όταν δε το κόστος της προαναφερθείσας διαδικασίας χρηματοδοτηθεί μέσω δανειακών κεφαλαίων, τότε αυτές οι συναλλαγές ονομάζονται **leverage buyouts** (LBOs).

1.2 ΟΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Εάν η ανάληψη εξουσίας σε μια εταιρία επιτευχθεί μέσω εξαγοράς, τότε αυτή θα είναι από μια συγχώνευση με απορρόφηση (merger), μια δημόσια προσφορά εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου (acquisition of stock), ή μια εξαγορά ενεργητικού (acquisition of assets).

Συνήθως οι εξαγορές, οποιαδήποτε μορφή, δύνανται να καταταγούν σε μια από τις ακόλουθες τρεις κατηγορίες (Breal and Meyers, 2000: 941-942).

- ✚ Οριζόντιες Εξαγορές: οι οριζόντιες εξαγορές συμβαίνουν μεταξύ εταιριών που βρίσκονται στον ίδιο κλάδο παραγωγής. Κύριος σκοπός είναι η απόκτηση κυριαρχίας στην αγορά και η επίτευξη οικονομιών κλίμακας –
- ✚ Κάθετες Εξαγορές: στις κάθετες εξαγορές αντικείμενο εξαγοράς είναι επιχειρήσεις που βρίσκονται σε προηγούμενα (προμηθευτές εισροών) ή μεταγενέστερα (λιανικό εμπόριο) στάδια της παραγωγικής διαδικασίας του αγοραστή. Στόχος είναι η καθετοποίηση της παραγωγής με τη δημιουργία «διασυνδέσεων προς τα εμπρός και προς τα πίσω», ώστε να διευκολυνθεί ο έλεγχος των καναλιών διανομής πρώτων υλών και τελικών αγαθών
- ✚ Ανομοιογενείς Εξαγορές (conglomerate acquisitions): σε αυτές τις εξαγορές εξαγοράζονται διαγωνίως επιχειρήσεις που παράγουν εντελώς διαφορετικά, μη συγγενικά προϊόντα. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η εξαγορά των GOODY'S και CHIPITA.

1.3 ΒΑΣΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.3.1 Συγχωνεύσεις

Υπάρχουν δυο μορφές συγχωνεύσεων (Ross et al. 1999:759). Στην **μεν συγχώνευση μέσω απορρόφησης** (merger) έχουμε την συνένωση δύο ή περισσότερων εταιριών, κατά την οποία η εταιρία αγοραστή (bidding firm) απορροφά το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις της εταιρίας στόχου (target firm). Ο αγοραστής, συνήθως διατηρεί την ονομασία του, ενώ η εξαγορασμένη επιχείρηση παύει να υπάρχει μετά την επίσημη ανακοίνωση

Στην δε **συχώνευση μέσω συνένωσης** (consolidation) δύο εταιρίες συνενώνονται και δημιουργείται μια νέα οντότητα. Οι μέτοχοι του αγοραστή και του στόχου λαμβάνουν μετοχές της νέας εταιρίας αναλογικά. Η νέα επιχείρηση προερχόμενη από την συγχώνευση μέσω συνένωσης έχει όλα τα δικαιώματα και

τις υποχρεώσεις του Κ.Β.Σ. που είχαν οι επιχειρήσεις που συγχωνεύτηκαν, σύμφωνα με το άρθρο 21 παρ. 5 του Ν.2166/1993.

1.3.2 Εξαγορά Μετοχικού Κεφαλαίου

Κατά την εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου, ο αγοραστής κάνει προσφορά για την εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών της εταιρίας στόχου που θα του παρέχει πλειοψηφική ισχύ στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας. Μια τέτοια εξαγορά πραγματοποιείται κυρίως με ανταλλαγή μετοχών ή με μετρητά ή κάποιο συνδυασμό των δύο ή ακόμη και με την απόδοση άλλων τίτλων.

1.3.3 Εξαγορά Ενεργητικού

Κατά την εξαγορά ενεργητικού (Acquisition of Assets), ο αγοραστής αποκτά όλα ή τα περισσότερα περιουσιακά στοιχεία της εξαγορασμένης επιχείρησης, ωστόσο αυτό δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η τελευταία παύει να υπάρχει.

1.4 Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.4.1 Η Μέθοδος της Εξαγοράς

Σύμφωνα με την μέθοδο της εξαγοράς, θα πρέπει να καταγραφούν στον ισολογισμό της εξαγοράζουσας εταιρίας τα καθαρά πάγια της εξαγοραζόμενης εταιρίας στην αγοραία τους τιμή, ενώ δημιουργείται και η λεγόμενη **υπεραξία** (goodwill) (Ross et al. 1999: 763-764). Ας υποθέσουμε ότι, μέσω συγχωνεύσεως, η Εταιρία Α εξαγοράζει την Εταιρία Β, δημιουργώντας έτσι την εταιρία ΑΒ. Ο ισολογισμός των δυο εταιριών κατά την ημερομηνία της συγχώνευσης παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 0-1: Η Λογιστική των Εξαγορών: Η Μέθοδος της Εξαγοράς

ΕΤΑΙΡΙΑ Α				ΕΤΑΙΡΙΑ Β			
Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 4	Ίδια Κεφάλαια	20	Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 2	Ίδια Κεφάλαια	€ 10
Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	16			Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	8		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 20	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	20	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 10	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	10
ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΒ							
Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 6 (4 + 2)			Ίδια Κεφάλαια	20		
Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	30 (16 +14)			Υποχρεώσεις	18		
Υπεραξία	2						
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 38			ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	38		

Ας υποθέσουμε ότι η Εταιρία Α καταβάλλει το τίμημα των €18εκατ. (δανειζόμενη το ύψος του τιμήματος) σε μετρητά για την εξαγορά της Εταιρίας Β. Το ποσό αυτό περιλαμβάνει α) τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της Εταιρίας Β, τα οποία μεταφέρονται στον ισολογισμό της Εταιρίας Β στην τρέχουσα αξία των €14εκατ. (από €8εκατ. που είναι στον ισολογισμό της, β) το κυκλοφορούν ενεργητικό

ύψους €2κατ. της Β, και γ) την υπεραξία €2κατ. Έτσι το σύνολο του ενεργητικού διαμορφώνεται στα €38κατ.

1.4.2 Η Μέθοδος της Ένωσης Συμφερόντων

Σύμφωνα με την μέθοδο της συνένωσης συμφερόντων, τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρίας ενώνονται, ενώ δεν δημιουργείται κάποια υπεραξία

Πίνακας 0-2: Η Λογιστική των Εξαγορών: Η Μέθοδος της Ένωσης των Συμφερόντων

ΕΤΑΙΡΙΑ Α				ΕΤΑΙΡΙΑ Β			
Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 4	Ίδια Κεφάλαια	20	Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 2	Ίδια Κεφάλαια	€ 10
Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	16			Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	8		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 20	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	20	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 10	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	10
ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΒ							
Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 6 (4 + 2)			Ίδια Κεφάλαια		30 (20 +10)	
Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	24 (16 + 8)			Υποχρεώσεις			
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 30			ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		30	

1.5 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Σύμφωνα με τον Manne (1965), οι εξαγορές συμβάλουν στην επίτευξη της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων, εάν και μόνο εάν δημιουργήσουν συνέργιες.

Εάν η εταιρία A με αξία PV_A εξαγοράσει την εταιρία B με αξία PV_B , τότε η συναλλαγή θα είναι ωφέλιμη για την πρώτη εάν:

$PV_{AB} > PV_A + PV_B$	2.1
-------------------------	-----

Όπου

PV_{AB} : η αξία της εταιρίας AB.

Η πρόσθετη αξία από την εξαγορά είναι γνωστή ως **συνέργεια** της εξαγοράς, ισχύει δε ότι:

$\text{Συνεργεια} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B)$	2.2
--	-----

Σύμφωνα με τους Ross et al (1999: 776-770), οι πηγές συνεργειών είναι τέσσερεις: (1) ενίσχυση των πωλήσεων, (2) μείωση του κόστους, (3) μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων, και (4) μείωση του κόστους κεφαλαίου.

1.5.1 Ενίσχυση των Πωλήσεων

Η ενίσχυση των πωλήσεων επέρχεται συνεπεία της αύξησης του μεριδίου αγοράς, της ύπαρξης νέων στρατηγικών ωφελειών, και αύξησης της μονοπωλιακής δύναμης.

Ενίσχυση της Μονοπωλιακής Δύναμης

Μια εξαγορά μειώνει τον υφιστάμενο ανταγωνισμό σε μια αγορά, και έτσι αυξάνεται η μονοπωλιακή δύναμης του αγοραστή (Perry and Porter, 1985)

1.5.2 Μείωση του Κόστους Παραγωγής και Αποτελεσματικότερη Λειτουργία

Υπό ορισμένες προϋποθέσεις μια μεγαλύτερη εταιρία λειτουργεί αποτελεσματικότερα από δυο μικρότερες για τους εξής λόγους: (α) οικονομίες

κλίμακας, (β) οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης και (γ) αλληλοσυμπλήρωση πόρων.

Οικονομίες Κάθετης Ολοκλήρωσης

Δια της **κάθετης ολοκλήρωσης** (vertical integration), η οποία αποτελεί μια εναλλακτική μορφή ανάπτυξης της επιχείρησης, η εταιρία παράγει οτιδήποτε της είναι αναγκαίο προκειμένου να καθετοποιήσει την παραγωγική της δραστηριότητα, δηλαδή να παράγει όλες τις ενδιάμεσες εισροές που θεωρούνται απαραίτητα συστατικά στη παραγωγή των εκροών της.

Η εξάρτηση από τους προμηθευτές μπορεί να αποτελέσει σημαντικό κίνδυνο για την κερδοφορία της επιχείρησης, ειδικά σε περιπτώσεις που εμφανίζεται το φαινόμενο του μονοπωλίου στους συντελεστές της παραγωγής. Η καθετοποίηση λοιπόν της παραγωγής, μπορεί να βοηθήσει στην ανεξαρτητοποίησή της από τους προμηθευτές, απαλλάσσοντάς την ταυτόχρονα από ενδεχόμενα προηγούμενα προβλήματα σε θέματα κόστους αλλά και έγκαιρης προμήθειας πρώτων υλών.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα δημιουργίας συνεργειών από την καθετοποίηση της παραγωγής αποτελεί η αυτοκινητοβιομηχανία των Η.Π.Α., η οποία κατάφερε να επιτύχει μέσω της καθετοποίησης της παραγωγής της, στις αρχές της δεκαετίας του 1980, σε επίπεδα όπως η κερδοφορία και ο χρόνος κατασκευής ενός νέου μοντέλου (Γεωργιάδης, 1999).

1.5.3 Μείωση του Κόστους Κεφαλαίου

Το **σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου** (weighted average cost of capital, r_{WACC}), αντανakλά το κόστος χρηματοδότησης μιας εταιρίας, και δίδεται από το εξής τύπο (Ross et. al. 1999: 308):

$r_{WACC} = \frac{B}{B+S} \times r_B (1-t_c) + \frac{S}{B+S} \times r_S$	2.3
--	-----

Όπου

B : οι συνολικές υποχρεώσεις της εταιρίας (δηλαδή τα δανειακά της κεφάλαια)

S : τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας

t_c : ο φορολογικός συντελεστής των (φορολογήσιμων) κερδών εταιρίας

r_B : το κόστος δανεισμού της εταιρίας

r_S : το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

Από την παραπάνω σχέση βλέπουμε ότι κόστος κεφαλαίου της εταιρίας εξαρτάται από τα κόστη χρηματοδότησης και την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας. Κατ' αρχάς, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερες δυνατότητες χρηματοδότησης (Brealey and Myers, 2000:949). Αυτό έχει ως συνέπεια την μείωση του κόστους δανεισμού, και συνακόλουθα την μείωση του κόστους κεφαλαίου. Επίσης, δια της εξαγοράς μιας εταιρίας από κάποια άλλη επέρχεται μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων, καθώς είναι πιο ακίνδυνο μια επιχείρηση να διαθέτει πόρους για την εξαγορά μιας λειτουργούσας εταιρίας από το να επενδύει στην ανάπτυξη καινοτομιών με αβέβαιο και βαθύ χρονικά μέλλον. Αυτό έχει ως συνέπεια την μείωση του κινδύνου που αντιμετωπίζει μια εταιρία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ

ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

2. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

2.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΑΝΤΩΝ

Βασιζόμενοι στους Elton and Gruber (1995: 428-429), η μέθοδος **ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων** (event study methodology) αποτελείται από τα παρακάτω βήματα.

2.1.1 Ορισμός του Επιχειρηματικού Συμβάντος

Στόχος μιας μελέτης επιχειρηματικού συμβάντος είναι να διαπιστώσει κατά πόσον η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής μεταβάλλεται (αντιδρά) κατά την χρονική στιγμή επελεύσεως ενός επιχειρηματικού συμβάντος, το οποίο ουσιαστικά αφορά σε μια (απροσδόκητη) ανακοίνωση σχετικά με την πορεία, παρελθούσα και τρέχουσα, ή τις μελλοντικές ενέργειες της διοίκησης μιας εταιρίας.

Τα **επιχειρηματικά συμβάντα** (events) κατατάσσονται σε μια από τις ακόλουθες 7 κατηγορίες

1. Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου
2. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις
3. Ανακοίνωση Αποτελεσμάτων Χρήσεως τριμήνου, εξαμήνου, και εννιαμήνου
4. Ανακοίνωση Ημερομηνίας Γενικής Συνελεύσεως
5. Σχολιασμός Τύπου
6. Μεταβολές στο Ποσοστό Βασικών Μετόχων
7. Ανακοινώσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή Αποφάσεις του ΧΑ.

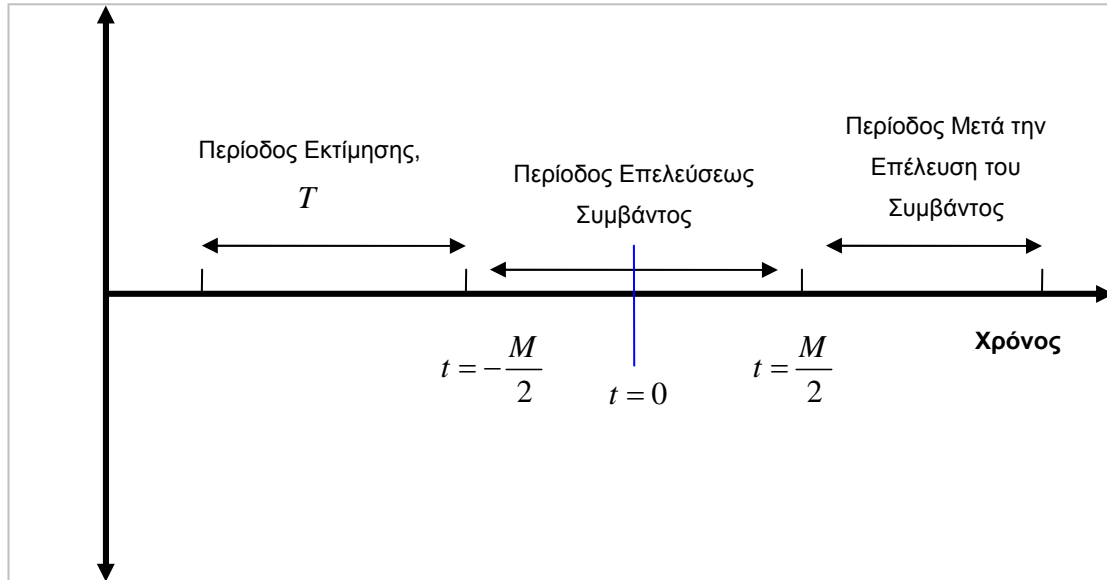
Σημαντικό ρόλο λοιπόν στη μεθοδολογία μας παίζουν οι ημερομηνίες ανακοίνωσης τινός εκ των προαναφερομένων συμβάντων στον ημερήσιο Τύπο.

2.1.2 Η Πέριξ του Συμβάντος Περίοδος Εξέτασης

Ως ημερομηνία επελεύσεως ενός επιχειρηματικού συμβάντος θεωρείται η ημερομηνία, κατά την οποία οι επενδυτές καθίσταται γνώστες αυτού. Συνήθως αυτή η χρονική στιγμή συμβολίζεται ως $t=0$. Κατόπιν, ανάλογα με το μέγεθος επιρροής του επιχειρηματικού συμβάντος, μελετώνται M ημέρες πέριξ της ημερομηνίας επελεύσεως, οι οποίες χωρίζονται στην περίοδο προ της επελεύσεως

του γεγονότος ($t = -\frac{M}{2}, -\frac{M}{2} + 1, \dots, -1$) και στην περίοδο μετά την επέλευση αυτού ($t = 1, \dots, \frac{M}{2} - 1, \frac{M}{2}$).

Η χρονική γραμμή του επιχειρηματικού συμβάντος παρουσιάζεται στο ακόλουθο σχήμα



Σχήμα 2-2: Η χρονική Γραμμή του Επιχειρηματικού Συμβάντος

2.1.3 Ο Υπολογισμός των Υπεραποδόσεων και των Σωρευτικών Υπεραποδόσεων

Η υπεραπόδοση, r_{it}^A , μια μετοχής i , κατά την ημέρα t , ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της πραγματικής απόδοσης r_{it} της μετοχής και της προσδοκώμενης ή κανονικής απόδοσης της \bar{r}_{it} .

$r_{it}^A = r_{it} - \bar{r}_{it}$	3.1
------------------------------------	-----

Για τον υπολογισμό της κανονικής απόδοσης μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το **υπόδειγμα του μοναδικού δείκτη, single-index model (SIM)**, το οποίο περιγράφεται από το ακόλουθο οικονομετρικό υπόδειγμα (Elton and Gruber, 1995: 131):

$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it}$	3.2
---	-----

Για $t = \dots, -\frac{M}{2}-2, -\frac{M}{2}-1, -\frac{M}{2}$, χρονικές περιόδους

Όπου

α_i : Η απόδοση της μετοχής i , η οποία είναι ανεξάρτητη από την απόδοση αγοράς

r_m : η απόδοση του γενικού δείκτη (υποθέτουμε ότι είναι μια τυχαία μεταβλητή) κατά την περίοδο t για $t = \dots, -\frac{M}{2}-2, -\frac{M}{2}-1, -\frac{M}{2}$,

β_i : ο συντελεστής βήτα της μετοχής

ε_{it} : μια τυχαία μεταβλητή με αναμενόμενη απόδοση μηδέν. Πρόκειται για τον διαταρακτικό όρο του υποδείγματος

$$\text{var}(r_{it}) = \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Το μοντέλο μοναδικού δείκτη διαχωρίζει τις αποδόσεις των αξιόγραφων σε δυο συνιστώσες: ένα ιδιάζον κομμάτι που αντιπροσωπεύεται από την α_i (απόδοση αξιόγραφου μη εξαρτώμενη από την απόδοση της αγοράς), καθώς και ένα κομμάτι που συνδέεται με την αγορά και αντιπροσωπεύεται από $\beta_i r_m$. Από την μια, το ιδιάζον κομμάτι της απόδοσης της μετοχής αφορά σε ένα μικρο-οικονομικό γεγονός που επιδρά ξεχωριστά σε κάθε επιχείρηση αλλά όχι σε όλες τις επιχειρήσεις γενικώς. Τα παραδείγματα περιλαμβάνουν τις νέες πηγές αποθεματικού, μια πυρκαγιά, μια απεργία, ή την αναμονή μιας «φιγούρας κλειδί» για την επιχείρηση. Από την άλλη, το κομμάτι της απόδοσης της μετοχής, το οποίο συνδέεται με την αγορά, αφορά σε ένα μακρο-οικονομικό συμβάν που έχει αντίκτυπο στις περισσότερες επιχειρήσεις.

Εκτιμώντας λοιπόν το οικονομετρικό υπόδειγμα (3.2) παλινδρομώντας τις αποδόσεις της μετοχής με τις αποδόσεις της αγοράς κατά το χρονικό διάστημα της περιόδου εκτίμησης, $t = \dots, -\frac{M}{2}-2, -\frac{M}{2}-1, -\frac{M}{2}$, μπορούμε να υπολογίσουμε την προσδοκώμενη απόδοση (\bar{r}_i) της μετοχής της i βάσει της ακόλουθης σχέσης

$\bar{r}_i = \hat{r}_i = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_m$	3.3
--	-----

Εάν λοιπόν κατά την χρονική στιγμή $t=1$ η απόδοση της αγοράς είναι r_m , τότε

βάσει της παραπάνω σχέσης η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής θα είναι $\hat{r}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mt}$. Συγκρίνοντας με την παρατηρούμενη απόδοση r_{it} υπολογίζουμε την υπεραπόδοση $r_{it}^A = r_{it} - \hat{r}_{it}$

Η διακύμανση της r_{it}^A έχει ως εξής

$\text{var}(r_{it}^A) = \text{var}(r_{it}) + \text{var}(\bar{r}_{it})$	3.4
--	-----

Με (βλέπε Χρήστου, 1994:148)

$\text{var}(\hat{\alpha}_i) = \sigma_{\varepsilon i}^2 \frac{\sum r_{mt}^2}{T \sum (r_{mt} - \bar{r}_m)^2}$	3.5
---	-----

$\text{var}(\hat{\beta}_i) = \sigma_{\varepsilon i}^2 \frac{1}{\sum (r_{mt} - \bar{r}_m)^2}$	3.6
--	-----

$\text{cov}(\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i) = -\sigma_{\varepsilon i}^2 \frac{\bar{r}_m}{\sum (r_{mt} - \bar{r}_m)^2}$	3.7
---	-----

$\sigma_{\varepsilon i}^2 \approx \frac{\sum \hat{\varepsilon}_{it}^2}{T-2}$	3.8
--	-----

Οπότε

$\text{var}(\hat{r}_{it}) = \text{var}(\hat{\alpha}_i) + r_{mt}^2 \text{var}(\hat{\beta}_i) + 2r_{mt} \text{cov}(\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i)$	3.9
--	-----

Και αντικαθιστώντας στην παραπάνω σχέση έχουμε

$\text{var}(\hat{r}_{it}) = \frac{\sigma_{\varepsilon i}^2}{\sum (r_{mt} - \bar{r}_m)^2} \left(\frac{\sum r_{mt}^2}{T} + r_{mt}^2 - 2r_{mt} \bar{r}_m \right)$	3.10
---	------

Η

$\text{var}(\hat{r}_{it}) = \sigma_{\varepsilon i}^2 \left[\frac{1}{T} + \frac{(r_{mt} - \bar{r}_m)^2}{\sum (r_{mt} - \bar{r}_m)^2} \right]$	3.11
---	------

Οπότε

$\text{var}(r_{it}^A) = \sigma_{ei}^2 \left[1 + \frac{1}{T} + \frac{(r_{mt} - \bar{r}_m)^2}{\Sigma(r_{mt} - \bar{r}_m)^2} \right]$	3.12
---	------

Και ως εκ τούτου

$\frac{r_{it}^A}{\text{var}(r_{it}^A)} \sim t_{T-2}$	3.13
--	------

Εναλλακτικά, για το υπολογισμό δε της προσδοκώμενης απόδοσης μιας μετοχής μπορεί να χρησιμοποιηθεί και το **υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων** (capital asset pricing model, CAPM). Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το CAPM, η αναμενόμενη απόδοση, \bar{r}_i , μιας μετοχής i περιγράφεται από την κάτωθι γραμμική σχέση (Κάντζος, 2002: 457):

$\bar{r}_i = r_F + (\bar{r}_M - r_F) \beta_i$	3.14
---	------

Όπου

r_F : το επιτόκιο άνευ κινδύνου

\bar{r}_M : η προσδοκώμενη απόδοση χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η διαφορά $\bar{r}_M - r_F$ αντιπροσωπεύει το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου.

β : ο συντελεστής βήτα της μετοχής

Το CAPM μας πληροφορεί ότι η προσδοκώμενη απόδοση (ή κόστος ιδίων κεφαλαίων) της μετοχής μιας εταιρίας εξαρτάται από τρεις παράγοντες, δυο εκ των οποίων παραμένουν οι ίδιοι για όλες τις μετοχές, ενώ ο ένας μεταβάλλεται. Συγκεκριμένα, το επιτόκιο άνευ κινδύνου και το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου είναι κοινοί για όλες τις μετοχές παράγοντες στην διαμόρφωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρίας, ενώ ο συντελεστής βήτα της μετοχής διαφέρει από μετοχή σε μετοχή.

Τέλος, υπολογίζουμε την σωρευτική υπεραπόδοση, $CAR_i\left(-\frac{M}{2}, \frac{M}{2}\right)$, μια μετοχής μιας μετοχής i , κατά την χρονική περίοδο $-\frac{M}{2}, \frac{M}{2}$ ως ακολούθως

$CAR_i\left(-\frac{M}{2}, \frac{M}{2}\right) = \prod_{t=-\frac{M}{2}}^{\frac{M}{2}} (1 + r_{it}^A) =$	3.15
---	------

2.2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Αρκετές μελέτες έχουν δείξει ότι οι αποδόσεις που επιτυγχάνουν οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών εταιριών είναι μικρές ή ακόμη και αρνητικές.

Οι Jarrell και Poulsen (1989) διαπίστωσαν μια βαθμιαία πτώση στην απόδοση των εξαγορών με δημόσια προσφορά. Συγκεκριμένα, οι εν λόγω μελετητές βρήκαν στατιστικά σημαντικές θετικές μη-κανονικές αποδόσεις (σχετιζόμενες με την εξαγορά εταιριών) της τάξεως του 5.0% στη δεκαετία του '60, 2.2% στη δεκαετία του '70, και μη στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις στη δεκαετία του '80.

Οι μικρές ή αρνητικές αποδόσεις από την εξαγορά εταιριών στη δεκαετία του '80 επιβεβαιώθηκαν σε διάφορες μελέτες και παρόμοια αποτελέσματα βρέθηκαν και για ένα δείγμα μεγάλων εξαγορών οι οποίες δημιουργήθηκαν στα μέσα της δεκαετίας του '90 και για όλες τις συγχωνεύσεις από το 1998 (Andrade και λοιποί., 2001). Παραδείγματος χάριν, οι Ravenscraft και Long (1993) εξετάζοντας 89 περιπτώσεις εξαγορών Αμερικανικών επιχειρήσεων από τους ξένους αγοραστές, μεταξύ της περιόδου 1977-1990, διαπίστωσαν ότι για την πλειονότητα των περιπτώσεων η απόδοση της μετοχής των εξαγοραζουσών εταιριών δεν παρουσίασε κάποια σημαντική άνοδο ένα έτος μετά από την διενέργεια της εξαγοράς.

Οι Andrade και λοιποί (2001) αρχικά εξετάζοντας ένα χρονικό διάστημα τριών ημερών περίξ της χρονικής στιγμής από την ανακοίνωση της εξαγοράς, διαπίστωσαν ότι η συνδυασμένη αξία της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρίας σημείωσε αύξηση κατά 2% από την αρχική συνδυασμένη αξία των αντίστοιχων εταιριών. Αυτό το αποτέλεσμα βρέθηκε και για τις τρεις δεκαετίες, του '70, του '80 και του '90. Κατόπιν, οι Andrade και λοιποί (2001) υπολόγισαν τις αποδόσεις της μετοχής των εξαγοραζουσών εταιριών για αρκετά έτη μετά από την

ημερομηνία διενέργειας της εξαγοράς, και διαπίστωσαν ελαφρώς αρνητικές, αλλά στατιστικά μη διαφορετικές από το μηδέν, σταθμισμένες αποδόσεις.

Οι Altunbas και ο Ibanez (2001) μελέτησαν την προ εξαγοράς και μετά την εξαγορά απόδοση της μετοχής σε ένα δείγμα τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, από το 1992 έως το 2001. Οι συντάκτες της μελέτης διαπίστωσαν βελτιώσεις στην απόδοση της εξαγοράζουσας εταιρίας, ειδικά στην περίπτωση όπου έχει πραγματοποιηθεί κάποια διασυνοριακή εξαγορά. Στο δείγμα τους, οι εξαγοράζουσες τράπεζες ήταν κατά μέσο όρο περίπου επτά φορές μεγαλύτερες (βάσει του συνόλου του ενεργητικού) από τις εξαγοραζόμενες τράπεζες, οι οποίες ωστόσο είχαν το μεγαλύτερο λόγο δανείων προς συνολικό ενεργητικό και μη-επιτοκιακού εισοδήματος προς συνολικό ενεργητικό. Περαιτέρω, το μέγεθος των εξαγοραζόμενων εταιριών σε σχέση με αυτό των εξαγοραζουσών εταιριών ήταν μικρότερο στις εγχώριες συγχωνεύσεις από διασυνοριακές. Συγκεκριμένα, για τις μεν διασυνοριακές συγχωνεύσεις οι τράπεζες στόχοι είχαν (σε επίπεδο διαμέσου) το 21% του μεγέθους των εξαγοραζουσών εταιριών για τις δε εγχώριες συγχωνεύσεις το 19%. Τέλος, διαπιστώθηκε για τις μεν διασυνοριακές συγχωνεύσεις αύξηση της τάξεως του 2.5% στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, για τις δε εγχώριες συγχωνεύσεις αντίστοιχη αύξηση της τάξεως του 1.2%.

2.3 ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

Μελετάτε 'Οι Πρωτόπαππας κ.α.' (2003) σε 72 περιπτώσεις συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν επιτυχώς κατά την περίοδο 1988-1997. Το δείγμα της μελέτης περιελάμβανε περιπτώσεις συγχωνεύσεων όπου είτε η εξαγοράζουσα εταιρία, είτε η εξαγοραζόμενη, είτε και οι δύο ήσαν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης στον ημερήσιο Τύπο. Επίσης, στο δείγμα συμπεριλήφθηκαν και περιπτώσεις στις οποίες η εξαγορά αφορούσε ποσοστό μικρότερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοραζόμενης εταιρίας.

Στο συνολικό δείγμα υπήρχαν 56 εξαγοράζουσες επιχειρήσεις και 16 εξαγοραζόμενες

Έτος	Αγοράζουσες Συγχωνεύσεις / Εξαγορές	Αγοραζόμενες Συγχωνεύσεις / Εξαγορές	Σύνολο
1991	2	1	3
1992	1	2	3
1993	5	1	6
1994	12	3	15
1995	14	2	16
1996	11	5	16
1997	11	2	13
Σύνολο	56	16	72

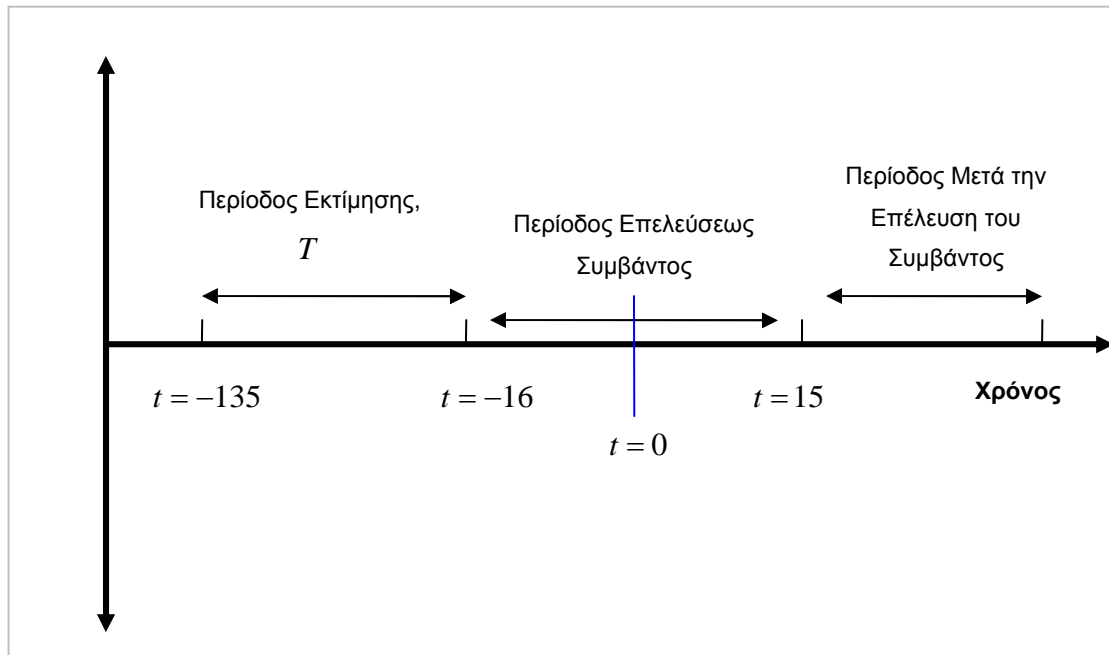
	Μέσος	Διάμεσος	Τυπική Απόκλιση	Αριθμός Παρατηρήσεων
A) Αγοράζουσες επιχειρήσεις				
1. Χρηματιστηρ. Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου	136.758.953	39.045.526	256.610.653	46
2. Αξία Συγχωνεύσεων	6.310.915	3.374.908	5.871.991	18
3. Σχετικό Μέγεθος Συγχωνεύσεων	12,03%	6,55%	11,40%	18
B) Αγοραζόμενες επιχειρήσεις				
4. Χρηματιστηρ. Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου	91.962.570	23.045.726	157.717.309	11

Ένα μεγάλο ποσοστό των περιπτώσεων εξαγορών προήλθε από τον κλάδο των χημικών, τροφίμων & ποτών, Μεταλλουργικές, Τράπεζες, Κλωστοϋφαντουργίες και Κατασκευαστικές. Αντίθετα με μικρότερο ποσοστό είναι οι Ασφάλειες, Τηλεπικοινωνιών, Οικοδομικά υλικά, Μεταλλεία και Πληροφορικής.

Κλάδος	Αγοράζουσες Συγχωνεύσεις / Εξαγορές	Αγοραζόμενες Συγχωνεύσεις / Εξαγορές	Σύνολο
Τράπεζες	4	2	6
Ασφάλειες	1	-	1
Συμμετοχών	2	-	2
Τηλεπικοινωνιών	1	-	1
Μεταλλουργικές	5	1	6
Τροφίμων & Ποτών	7	3	10
Αλευροποιητικές	2	1	3
Κλωστοϋφαντουργίες	4	-	4
Χημικών	8	5	13
Οικοδομησίμων Υλικών	1	2	3
Κατασκευαστικές	3	-	3
Διάφορες	6	-	6
Μεταλλεία	1	-	1
Πληροφορικής	1	-	1
Παράλληλη	10	2	12
Σύνολο	56	16	72

Οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν την μέθοδο των Επιχειρηματικών Συμβάντων, που αναφέραμε παραπάνω(2.1.1), προκειμένου να ελέγξουν κατά πόσον οι τιμές μεταβάλλονται κατά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Ως ημερομηνία δημοσίευσης της ανακοίνωσης της συγχώνευσης θεωρήθηκε από τους συγγραφείς η ημερομηνία κατά την οποία το επενδυτικό κοινό πληροφορήθηκε την απόφαση της επιχείρησης να συγχωνευθεί ή/και εξαγορασθεί. (ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης στο Τύπο της συγχώνευσης και εξαγοράς).

Οι ημερήσιες αποδόσεις υπολογίστηκαν για 151 ημέρες ($t = -135$ έως $t = +15$) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης και εξαγοράς ($t = 0$). Αυτές οι ημέρες συναλλαγών χωρίστηκαν στην περίοδο προσδιορισμού ($t = -135$ έως $t = -16$) και στην περίοδο του γεγονότος ($t = -15$ έως $t = +15$) (βλέπε Σχήμα 3-4). Για να αποφευχθούν προβλήματα κατά την εφαρμογή της μεθοδολογίας αποκλείστηκαν μετοχές που είχαν πολύ μικρό ή ανύπαρκτο αριθμό ημερών συναλλαγής. Έτσι, το τελικό δείγμα περιλαμβάνει συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων που είχαν τουλάχιστον 30 ημερήσιες αποδόσεις κατά την περίοδο προσδιορισμού ($t = -135$ έως $t = -16$).



Σχήμα 2-4: Η Χρονική Γραμμή του Επιχειρηματικού Συμβάντος στην Μελέτη των Πρωτόπαπα κ.α (2003)

Για κάθε μετοχή χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα της αγοράς προκειμένου (3.3) να εκτιμηθεί η υπερβάλλουσα απόδοση της μετοχής. Εν συνεχεία, υπολογίστηκαν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο $t = -15$ έως $t = +15$ και ελέγχθηκε η στατιστική σημαντικότητά τους. Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται για να διαπιστωθεί αν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (EAt) και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) είναι ίσες με μηδέν πραγματοποιείται, αντίστοιχα, με τη βοήθεια των παρακάτω στατιστικών συντελεστών t του student (i - statistics).

Περίοδος	N	Θετικά /	Αρνητικά	ΕΑ%	t [ΕΑ]
-15	55	22	33	0,08	0,27
-14	56	27	29	0,16	0,57
-13	56	29	27	0,18	0,65
-12	54	34	20	0,61	2,17*
-11	54	24	30	-0,08	-0,30
-10	56	27	29	0,20	0,71
-9	56	33	23	0,22	0,78
-8	56	23	33	0,19	0,42
-7	56	21	35	-0,55	-1,95*
-6	56	28	28	0,38	1,37
-5	56	28	28	0,03	0,09
-4	56	28	28	0,26	0,91
-3	55	31	24	0,48	1,72
-2	55	29	26	0,41	1,48
-1	56	30	26	0,55	1,95*
0	56	32	24	0,26	0,94
1	56	23	33	-0,34	-1,20
2	56	25	31	-0,10	-0,36
3	56	23	33	-0,79	-2,83**
4	56	31	25	0,43	1,54
5	56	31	25	0,58	2,07*
6	55	25	30	0,04	0,16
7	56	35	21	0,36	1,28
8	55	23	32	-0,10	-0,36
9	56	27	29	0,24	0,85
10	56	25	31	-0,33	-1,19
11	55	23	32	-0,40	-1,42
12	56	23	33	-0,42	-1,49
13	55	23	32	-0,46	-1,63
14	55	31	24	0,06	0,21
15	56	21	35	-0,48	-1,73
CAR (-5,0)	1,99				
Συντελεστής- t	2,90***				

Περίοδος	N	Θετικά /	Αρνητικά	EA%	t [EA]
-15	16	6	10	-0,62	-0,80
-14	16	8	8	0,21	0,27
-13	16	6	10	-0,83	-1,07
-12	16	8	8	0,53	0,69
-11	15	8	7	0,45	0,58
-10	16	10	6	0,80	1,03
-9	14	9	5	0,43	0,56
-8	16	8	8	0,24	0,31
-7	16	8	8	-0,54	-0,70
-6	16	6	10	-1,12	-1,44
-5	16	9	7	-0,49	-0,63
-4	16	9	7	1,02	1,31
-3	16	11	5	1,69	2,18*
-2	16	12	4	1,97	2,53**
-1	15	10	5	2,41	3,10***
0	16	10	6	2,28	2,94***
1	16	11	5	0,97	1,25
2	16	3	13	-1,29	-1,66
3	16	6	10	-0,55	-0,71
4	16	7	9	-0,19	-0,24
5	16	7	9	0,30	0,39
6	16	8	8	0,46	0,59
7	16	8	8	-0,91	-1,17
8	16	7	9	-0,77	-0,99
9	16	7	9	-0,65	-0,84
10	16	8	8	0,85	1,10
11	16	9	7	-0,19	-0,25
12	16	7	9	-0,74	-0,96
13	16	7	9	-0,29	-0,37
14	16	11	5	0,39	0,50
15	16	9	7	0,08	0,10
CAR (-5, 0)	8,88				
Συντελεστής- t	4,67***				

ΚΕΛΛΑΛΑΙΟ 3
ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το θεσμικό πλαίσιο για την δημιουργία μεγάλων και ισχυρών οικονομικών μονάδων αποτελείται από τον Ν. 2166/1993 είτε το Ν.Δ. 1297/1972. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις, που επιθυμούν να συγχωνευθούν (ή να μετατραπούν) σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε. μπορούν να επιλέξουν είτε τις διατάξεις του Ν.Δ. 1297/1972 είτε τις διατάξεις των άρθρων 1-5 του Ν. 2166/1993.

3.1 ΤΟ Ν.Δ. 1297/1972

Οι προϋποθέσεις εφαρμογής του Ν.Δ. 1297/1972, είναι οι ακόλουθες (Νομοθετικό Πλαίσιο Επενδύσεων, 2009):

- ✚ Η από τη συγχώνευση προερχόμενη εταιρία θα έχει κατά το χρόνο της συγχώνευσης, ολοσχερώς καταβεβλημένο κεφάλαιο όχι κατώτερο των 300.000 ευρώ αν είναι ανώνυμη εταιρία και όχι κατώτερο των 146.735 ευρώ, αν είναι εταιρία περιορισμένης ευθύνης.
- ✚ Στις περιπτώσεις συγχώνευσης ατομικής επιχειρήσεως ή προσωπικής εταιρείας με εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, τα εταιρικά μερίδια της εταιρείας περιορισμένης ευθύνης, τα αντιστοιχούντα στην αξία του εισφερομένου κεφαλαίου, θα είναι μη μεταβιβάσιμα κατά ποσοστό 75% του συνόλου των επί μίαν πενταετία από της συγχωνεύσεως ή μετατροπής.
- ✚ Η συγχώνευση μπορεί να γίνει με τρεις τρόπους: α) Με διάλυση των επιχειρήσεων και σύσταση νέας Α.Ε. β). Με απορρόφησή τους από άλλη υπάρχουσα Α.Ε. γ). Με εξαγορά των επιχειρήσεων από άλλη Α.Ε.

Τα φορολογικά ευεργετήματα του Ν.Δ. 1297/1972 που αφορούν τους μετασχηματισμούς επιχειρήσεων είναι τα εξής:

Η υπεραξία που προκύπτει δεν υπόκειται σε φορολογία εισοδήματος (άρθρο 2 παρ. 1 Ν.Δ. 1297/1972). Η υπεραξία αυτή προκύπτει κατά την απογραφή των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού κατά το χρόνο μετασχηματισμού της επιχείρησης που παρακολουθείται υποχρεωτικά σε λογαριασμούς τάξης στη νέα εταιρεία μέχρι το χρόνο διάλυσής της. Όταν η εταιρεία αυτή διαλυθεί, τότε η υπεραξία αυτή προστίθεται στα κέρδη της εταιρείας και φορολογείται. Για τον προσδιορισμό της αφορολόγητης υπεραξίας κατά το χρόνο μετασχηματισμού γίνεται εκτίμηση της αξίας των παγίων στοιχείων από την επιτροπή του άρθρου 9 του Ν. 2190/1920. Η υπεραξία που προκύπτει κατά το μετασχηματισμό

απαλλάσσεται από το φόρο είτε αυτή προέρχεται από εισφορά παγίων στοιχείων είτε από εμπορεύσιμα αγαθά.

Αναγνωρίζονται φορολογικά προς έκπτωση από τα ακαθάριστα έσοδα οι αποσβέσεις που υπολογίζονται πάνω στην αναπόσβεστη αξία των πάγιων στοιχείων που εισφέρονται από την μετασχηματιζόμενη επιχείρηση προσ αυξημένης της αναπόσβεστης αυτής αξίας με τη υπεραξία που προκύπτει κατά το μετασχηματισμό και αναλογεί σε αυτήν (άρθρο 2 παρ. 3 Ν.Δ. 1297/1972). Οι υπόλοιπες αποσβέσεις που αναλογούν στην αναπόσβεστη αξία των εισφερόμενων από την μετασχηματιζόμενη επιχείρηση πάγιων στοιχείων δεν αναγνωρίζονται φορολογικά προς έκπτωση από τα ακαθάριστα έσοδα της νέας εταιρείας.

Η εισφορά και η μεταβίβαση των περιουσιακών και λοιπών στοιχείων που πραγματοποιείται κατά το μετασχηματισμό δεν υπάγεται σε κανένα φόρο ούτε τέλος χαρτοσήμου (άρθρο 3 παρ. 1 Ν.Δ. 1297/1972). Για να μην υπαχθούν σε Φ.Μ.Α. τα ακίνητα της επιχείρησης θα πρέπει να ανήκουν στην μετασχηματιζόμενη επιχείρηση και να χρησιμοποιούνται από αυτήν κατά το χρόνο του μετασχηματισμού. Η νέα εταιρεία θα πρέπει να χρησιμοποιεί για τις ανάγκες της τα ακίνητα που της μεταβιβάστηκαν από τη μετασχηματιζόμενη επιχείρηση τουλάχιστον για πέντε (5) χρόνια από τη στιγμή του μετασχηματισμού. Κατά τη διάρκεια των πέντε (5) αυτών ετών η εταιρεία μπορεί είτε να ενοικιάσει σε τρίτους τα ακίνητα αυτά με την προϋπόθεση ότι δε μεταβάλλεται το κύριο αντικείμενο των εργασιών της είτε να τα πωλήσει με την προϋπόθεση ότι μέσα σε δύο (2) χρόνια θα αγοράσει άλλα καινούργια πάγια στοιχεία ίσης τουλάχιστον αξίας που θα τα χρησιμοποιήσει για τις ανάγκες της ή θα χρησιμοποιήσει το ποσό της εκποίησης για εξόφληση δανείων τραπεζών, Δημοσίου ή Ι.Κ.Α.

3.2 Ο Ν.2166/1993

Σύμφωνα με το άρθρο 1 του Ν. 2166/1993 οι διατάξεις των άρθρων 1 έως και 5 του παρόντος εφαρμόζονται στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- ✚ Μετατροπής ή συγχώνευσης επιχειρήσεων εγκατεστημένων στην Ελλάδα οιασδήποτε μορφής, σε ημεδαπή ανώνυμη εταιρία ή εταιρία περιορισμένης ευθύνης.
- ✚ Απορροφήσεως επιχειρήσεων οιασδήποτε μορφής από υφιστάμενη ημεδαπή ανώνυμη εταιρία ή εταιρία περιορισμένης ευθύνης.

- ✚ Συγχωνεύσεως ανωνύμων εταιριών κατά την έννοια των άρθρων 68 παρ.1 και 79 του κ.ν. 2190/1920.
- ✚ Διάσπασης ανωνύμων εταιριών κατά την έννοια του άρθρου 81 παράγραφος 1 του κ.ν. 2190/1920 (ΦΕΚ 144 Α'), με την προϋπόθεση ότι οι διασπώμενες απορροφούνται από υφιστάμενες ανώνυμες εταιρίες. [Η περ. δ' τίθεται όπως αντικαταστάθηκε με την παρ.8 άρθ.7 Ν.2386/1996 (ΦΕΚ Α' 43)]
- ✚ Εισφοράς από λειτουργούσα επιχείρηση ενός ή περισσότερων κλάδων ή τμημάτων της σε λειτουργούσα ανώνυμη εταιρία. Για τους σκοπούς του παρόντος κεφαλαίου η εταιρία που προκύπτει από το μετασχηματισμό θα αναφέρεται κατωτέρω ως νέα εταιρία.
- ✚ Συγχώνευσης αστικών συνεταιρισμών του ν.1667/1986 (ΦΕΚ Α' 204) με σκοπό την ίδρυση νέου αστικού συνεταιρισμού του νόμου αυτού. [Η περ. στ' τίθεται όπως προστέθηκε με την παρ.11 άρθ.4 Ν.2390/1996 (ΦΕΚ Α' 54)]

Σύμφωνα με το άρθρο 2 του Ν. 2166/1993, για να γίνει ο μετασχηματισμός (μετατροπή, συγχώνευση ή απορρόφηση) με βάση το Ν. 2166/1993 πρέπει πρώτα να συνταχθεί ο ισολογισμός της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης. Στη συνέχεια τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης μεταφέρονται ως στοιχεία απογραφής και ισολογισμού έναρξης της νέας εταιρείας.

Όλες οι πράξεις που γίνονται μετά την ημερομηνία κατάρτισης του ισολογισμού μετασχηματισμού και μέχρι να ολοκληρωθεί η διαδικασία του μετασχηματισμού με τη σύσταση της νέας εταιρείας θεωρείται ότι γίνονται για λογαριασμό της νέας εταιρείας, επομένως όλες οι πράξεις αυτές μεταφέρονται με συγκεντρωτική εγγραφή στα βιβλία της νέας εταιρείας αμέσως μετά τη σύστασή της. Όταν ολοκληρώνονται οι διαδικασίες του μετασχηματισμού δεν συντάσσεται ξανά ισολογισμός (απαγορεύεται), άσχετα αν ο μετασχηματισμός αυτός ολοκληρώνεται μετά τη λήξη της διαχειριστικής περιόδου. Οι συγχωνευόμενες ή απορροφούμενες επιχειρήσεις για τα αποτελέσματά τους (κέρδη ή ζημιές), που προκύπτουν μέχρι την κατάρτιση του ισολογισμού μετασχηματισμού υποβάλλουν δήλωση φορολογίας εισοδήματος μέσα σε 4 μήνες και 10 ημέρες αν είναι Ε.Π.Ε. ή Α.Ε. ή συνεταιρισμοί (άρθρο 107 παρ. 1 Ν. 2238/94) και μέσα σε 3,5 μήνες αν είναι ατομικές επιχειρήσεις ή προσωπικές εταιρείες (Ο.Ε., Ε.Ε.) (άρθρο 64 παρ. 1 Ν. 2238/94).

Η επιχείρηση που εισφέρει κλάδο ή τμήμα και εξακολουθεί να υφίσταται και να λειτουργεί με άλλο κλάδο ή τμήμα που απομένει μετά αυτήν την εισφορά, τότε η επιχείρηση αυτή δε συντάσσει ισολογισμό μετασχηματισμού, αλλά συντάσσει απογραφή μόνο για τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού του εισφερόμενου κλάδου ή τμήματος και με βάση αυτήν συντάσσει αθεώρητη λογιστική κατάσταση στην οποία θα εμφανίζεται η περιουσιακή κατάσταση μόνο του εισφερόμενου κλάδου ή τμήματος. Η παραπάνω απογραφή που καταχωρείται στη λογιστική κατάσταση θα πρέπει να καταχωρηθεί και στο θεωρημένο βιβλίο απογραφών που τηρείται από την εισφέρουσα επιχείρηση.

Ως εισφερόμενο κεφάλαιο θεωρείται το εταιρικό ή μετοχικό κεφάλαιο της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης και όχι η καθαρή θέση αυτής. Στις περιπτώσεις που εισφέρεται κλάδος ή τμήμα, ως εισφερόμενο κεφάλαιο στη λειτουργούσα εταιρεία θεωρείται η διαφορά που προκύπτει μεταξύ της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού του κλάδου ή του τμήματος που εισφέρονται. Οι μετοχές, ονομαστικές ή ανώνυμες, ή τα μερίδια, σε περίπτωση Ε.Π.Ε., μπορούν να μεταβιβασθούν οποτεδήποτε και χωρίς κανένα περιορισμό.

Η ζημία η οποία έχει προκύψει στην μετασχηματιζόμενη επιχείρηση μεταφέρεται στην νέα εταιρεία για να συμψηφιστεί με τα κέρδη των δύο επόμενων χρήσεων της νέας εταιρείας. Δεν συμψηφίζεται η ζημία μόνο σε περίπτωση διάσπασης. Επομένως, συμψηφίζεται μόνο ζημία που είναι φορολογικά αναγνωρίσιμη. Κατά συνέπεια, η ζημία της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης θα πρέπει να εμφανίζεται σε δύο λογαριασμούς, δηλαδή σε «ζημίες φορολογικά αναγνωρίσιμες» και σε «ζημίες φορολογικά μη αναγνωρίσιμες», τόσο στον ισολογισμό μετασχηματισμού της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης όσο και στον ισολογισμό έναρξης της νέας εταιρείας.

Με αποφάσεις των εταίρων ή της γενικής συνέλευσης των μετόχων της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης μπορεί να καθορίζεται η σχέση συμμετοχής αυτών στο κεφάλαιο της νέας εταιρείας. Το κεφάλαιο της νέας εταιρείας που προέρχεται από μετασχηματισμό (μετατροπή, απορρόφηση ή συγχώνευση) δε μπορεί να είναι μικρότερο από το ποσό €150.000 όταν πρόκειται για Ε.Π.Ε. ούτε μικρότερο από €300.000 όταν πρόκειται για Α.Ε. Αν είναι μικρότερο τότε για να συμπληρωθεί η διαφορά γίνεται αύξηση σε μετρητά είτε από τους παλιούς εταίρους ή μετόχους είτε από νέους εταίρους ή μετόχους. Σε περίπτωση εισφοράς από λειτουργούσα Α.Ε. ή Ε.Π.Ε. ενός ή περισσότερων κλάδων αυτής σε λειτουργούσα Α.Ε., το μετοχικό κεφάλαιο, μετά την εισφορά, της εταιρείας που

απορροφά τον κλάδο δεν μπορεί να είναι μικρότερο μετά την εισφορά από το ποσό των €300.000 και το κεφάλαιο της εισφέρουσας επιχείρησης δεν μπορεί να είναι μικρότερο, μετά την εισφορά, από το ελάχιστο όριο του κεφαλαίου που είναι €18.000 για τις Ε.Π.Ε. και €60.000 για τις Α.Ε. Τα ίδια εφαρμόζονται και σε περίπτωση εισφοράς ενός ή περισσότερων τμημάτων Α.Ε. σε άλλη Α.Ε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ-ΣΤΟΧΩΝ

4. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ-ΣΤΟΧΩΝ

Πριν επιχειρηθεί κάποια προσπάθεια αποτίμησης θα πρέπει να αναρωτηθούμε τι προσπαθούμε να εκτιμήσουμε. Επιθυμούμε να προσδιορίσουμε μια δίκαιη αξία για τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας στόχου, ή θέλουμε να αποτιμήσουμε αυτή σε μια μακροπρόθεσμη ή σε βραχυπρόθεσμη βάση; Παραδείγματος χάριν, η αξιολόγηση μιας επιχείρησης που αναμένεται σύντομα να εκκαθαριστεί είναι τελείως διαφορετική από την αξιολόγηση μιας εταιρίας με συνεχιζόμενη δραστηριότητα (going concern valuation).

4.1 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ

Η αποτίμηση μιας εταιρίας προς εξαγορά αποτελεί μια περίπτωση αξιολόγησης ενός επενδυτικού σχεδίου. Συνεπώς, μια εξαγορά δημιουργεί προστιθέμενη αξία όταν η Καθαρή Παρούσα Αξία (ΚΠΑ) της είναι θετική.

Η ΚΠΑ μιας συγχώνευσης είναι η διαφορά μεταξύ των συνεργειών που προκύπτουν από αυτή και του premium που καταβάλλεται για την διεκπεραίωση της εξαγοράς (Ross et al., 1999: 776)

NPV = Synergy - premium	5.1
-------------------------	-----

Εάν λοιπόν οι συνέργειες ξεπερνούν το premium της συμφωνίας τότε η καθαρή παρούσα αξία από την συμφωνία θα είναι θετική.

4.1.1 Οι Συνέργειες της Εξαγοράς

Εάν η Εταιρία A με παρούσα (ή αγοραία) αξία PV_A εξαγοράσει την Εταιρία B με παρούσα (ή αγοραία) αξία PV_B , τότε η εξαγορά είναι επωφελής για τους μετόχους της Εταιρίας A εάν $PV_{AB} > PV_A + PV_B$, όπου PV_{AB} παριστάνει την παρούσα αξία της Εταιρίας AB που προκύπτει από την συγχώνευση των δυο εταιριών. Συνεπώς, οι συνέργειες (s) μιας συγχώνευσης ορίζονται ως εξής (Brealey and Myers, 2000:950)

$s = PV_{AB} - (PV_A + PV_B)$	5.2
-------------------------------	-----

4.1.2 Το Premium της Εξαγοράς

Το **premium** της εξαγοράς είναι η τιμή που καταβάλλει ο αγοραστής (c) αφαιρουμένης της παρούσας αξίας της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Έτσι στην περίπτωση του παραδείγματος μας, το τίμημα της συγχώνευσης της Εταιρίας A με την Εταιρία B θα είναι

$\text{Premium} = c - PV_B$	5.3
-----------------------------	-----

Θεωρητικά, η ανακοίνωση της συγχώνευσης θα οδηγήσει την αξία της εξαγοραζόμενης εταιρίας να αυξηθεί κατά το ποσό της διαφοράς. Ωστόσο, οι Jarrell και Poulsen (1989), εξετάζοντας 663 περιπτώσεις επιτυχών δημοσίων προσφορών (δηλ. προσφορών από την εξαγοράζουσα εταιρία για την απόκτηση της πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου στο διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρίας) από το 1962 μέχρι το 1985, διαπίστωσαν ότι το μέσο τίμημα ήταν 19% (υψηλότερο από την παρούσα αξία της εταιρίας στόχου) στη δεκαετία του '60, 35% στη δεκαετία του '70, και 30% στο πρώτο μισό της δεκαετίας του '80

Αντικαθιστώντας τις σχέσεις (5.2) και (5.3) στην σχέση (5.1) λαμβάνουμε μια άλλη σχέση για την ΚΠΑ της συγχώνευσης

$NPV = PV_{AB} - PV_A - c$	5.4
----------------------------	-----

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι εξετάζουμε την περίπτωση δύο εταιριών, της A και της B, κάθε μια εκ των οποίων αξίζει \$10 δισεκατομμύρια. Εάν η A προβεί σε εξαγορά της B, τότε είναι πιθανόν να δημιουργηθούν συνέργειες ύψους \$8 δισ, λόγω της εξοικονόμησης σε θέματα κόστους. Επίσης, ας υποθέσουμε ότι η Εταιρία A είναι διατεθειμένη να καταβάλλει για την Εταιρία B το ποσό των \$15 δισ.

Σε αυτή την περίπτωση, η αξία της Εταιρίας A θα αυξηθεί κατά \$3 δισ, από τα \$10δισ στα \$13δισ. Αυτό ισχύει διότι οι μέτοχοι της Εταιρίας A καταλήγουν με περιουσιακά στοιχεία αξίας \$28δισ ($=\$10δισ + \$10δισ + \$8δισ$) για τα οποία καλούνται να καταβάλουν το ποσό των \$15 δισ. Κατά συνέπεια η καταληκτική αξία της Εταιρίας A θα είναι \$13δισ ($=\$28δισ - \$15δισ$) και η ΚΠΑ \$3δισ ($\$13δισ - \$10δισ$)

Η λογιστική αξία της μετοχής της Εταιρίας A μετά την συγχώνευση και προ της συγχωνεύσεων έχει ως εξής

$P_{AB} = \frac{PV_{AB} - c}{N_A}$	5.5
$P_A = \frac{PV_A}{N_A}$	5.6

όπου

P_A : η λογιστική αξία της Εταιρίας A προ της συγχωνεύσεως της μετά της Εταιρίας B

P_{AB} : η λογιστική αξία της Εταιρίας A μετά την συγχώνευσης της μετά της Εταιρίας B

N_A : οι μετοχές σε κυκλοφορία της Εταιρίας A

Προκειμένου οι μέτοχοι της Εταιρίας A να μη χάσουν από την εξαγορά της Εταιρίας B, θα πρέπει να έχουμε $P_{AB} \geq P_A$, δηλαδή $PV_{AB} - c \geq PV_A$. Η τελευταία σχέση, βάσει της εξίσωσης (5.2), σημαίνει ότι θα πρέπει να έχουμε

$\text{Synergy} + PV_B \geq c$	5.7
--------------------------------	-----

Από την παραπάνω σχέση βλέπουμε ότι προκειμένου η εξαγορά να έχει θετικά αποτελέσματα για τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρίας δεν θα πρέπει το

τίμημα της εξαγοράς να ξεπερνά το άθροισμα της αξίας της Εταιρίας B και των συνεργειών που προκύπτουν από την εξαγορά.

Το τίμημα της εξαγοράς μπορεί να είναι είτε σε μορφή μετρητών είτε σε μορφή έκδοσης μετοχών.

Η απόφαση της χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με μετρητά σημαίνει ουσιαστικά ότι η εξαγοράζουσα εταιρία όχι μόνο αναλαμβάνει όλο τον κίνδυνο αλλά κρατά για τον εαυτό της ολόκληρη την πιθανή μελλοντική απόδοση της εν λόγω επιχειρηματικής της κίνησης (Γεωργιάδης, 1999). Επίσης, όταν τα μετρητά που χρηματοδοτούν την εξαγορά προέρχονται από την λειτουργική κερδοφορία της επιχείρησης και όχι από αντληθέντα κεφάλαια μιας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, τότε η εξαγοράζουσα εταιρεία σημαίνει στις αγορές την πίστη της για την επιτυχή έκβαση της εξαγοράς (Γεωργιάδης, 1999).

Ας υποθέσουμε τώρα ότι το διοικητικό συμβούλιο της Εταιρίας A επιθυμεί να διεκπεραιώσει την συγχώνευση ανταλλάσσοντας α δικές της μετοχές για τις N_B μετοχές της Εταιρίας B. Αυτό σημαίνει ότι για κάθε μετοχή της Εταιρίας B θα πρέπει να δοθούν α/N_B νέες μετοχές της Εταιρίας A. Συνεπώς, μετά την περαίωση της συγχώνευσης η Εταιρία A θα έχει σε κυκλοφορία $N_{AB} = N_A + \alpha$ μετοχές, και η αξία του ποσοστού των μετόχων της Εταιρίας B στην νέα εταιρία AB θα είναι

$c^* = \frac{\alpha}{N_{AB}} PV_{AB}$	5.8
---------------------------------------	-----

Εάν τώρα, το τίμημα της εξαγοράς προσδιοριστεί στα $c = \bar{c}$, τότε προκειμένου οι μέτοχοι να είναι αδιάφοροι ως προς τον τρόπο διεκπεραίωσης της συγχώνευσης θα πρέπει να έχουμε

$\frac{\alpha}{N_{AB}} PV_{AB} = \bar{c}$	5.9
---	-----

Και λύνοντας ως προς α θα έχουμε

$a = \frac{\bar{c}N_A}{PV_{AB} - \bar{c}}$	5.10
--	------

Το 1988, μόλις το 2% των μεγάλων επιχειρηματικών συμφωνιών στην Αμερική πραγματοποιήθηκε με έκδοση ή ανταλλαγή νέων μετοχών, ενώ το 1998 το εν λόγω ποσοστό ανήλθε στο επίπεδο του 50% (Γεωργιάδης, 1999). Στην ελληνική αγορά, την

3ετία 1998-2000, το συντριπτικό μέρος (εάν εξαιρεθούν οι αντίστοιχες συμπράξεις του τραπεζικού κλάδου) των εν λόγω συμφωνιών πραγματοποιήθηκε με την καταβολή μετρητών, κυρίως όχι χρημάτων που δημιουργήθηκαν μέσα από τη λειτουργία των επιχειρήσεων, αλλά κεφαλαίων που αντλήθηκαν από μεγάλες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης και με συνεισφορά των παλαιών ή των καινούριων μετόχων (Γεωργιάδης, 1999). Στην περίπτωση της χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με την έκδοση νέων μετοχών, η εξαγοράζουσα εταιρία σημαίνει στην αγορά την πρόθεση της να «μοιρασθεί» τη νέα επιχειρηματική οντότητα που θα προκύψει με τους μετόχους της εξαγορασθείσας και προς απορρόφηση εταιρίας (Γεωργιάδης, 1999).

4.2 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Μια άλλη προσέγγιση για την αποτίμηση μιας προς εξαγορά εταιρίας είναι η εξέταση της επίδρασης που θα έχει η συγχώνευση στα κέρδη ανά μετοχή της εξαγοράζουσας εταιρίας (Levy and Sarnat, 1990:628-629). Με βάση αυτή την προσέγγιση, το τίμημα της εξαγοράς πρέπει να προσδιοριστεί με τέτοιο τρόπο ώστε τα κέρδη ανά μετοχή και για τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρίας αλλά και για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρίας να μη χειροτερέψουν μετά την συγχώνευση.

Ας υποθέσουμε ότι η Εταιρία A είναι η εξαγοράζουσα εταιρία και η Εταιρία B είναι η εξαγοραζόμενη. Εάν η Εταιρία A προσφέρει $P_B^* = P_B(1+p)$ ανά μετοχή για τις N_B μετοχές της Εταιρίας B, όπου P_B η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της εταιρίας B, τότε η σχέση ανταλλαγής θα είναι $P_B(1+p)/P_A$ μετοχής της A για κάθε μετοχή της B οπότε η Εταιρία A θα πρέπει να εκδώσει

$\Delta N_A = \frac{P_B(1+p) \times N_B}{P_A}$	5.11
--	------

όπου

ΔN_A : οι νέες μετοχές που θα πρέπει να εκδώσει η Εταιρία A

P_A : Η τιμή της μετοχής της Εταιρίας A

p : Το premium επί της τιμής της μετοχής της Εταιρίας Β

N_A : Οι μετοχές σε κυκλοφορία της Εταιρίας Α

N_B : Οι μετοχές σε κυκλοφορία της Εταιρίας Β

Και ως εκ τούτου τα κέρδη ανά μετοχή της συγχωνευμένης Εταιρίας ΑΒ θα διαμορφωθούν στα

$\text{KAM}_{AB} = \frac{NI_A + NI_B}{N_A + \frac{P_B(1+p) \times N_B}{P_A}}$	5.12
---	------

όπου

KAM_{AB} : Τα κέρδη ανά μετοχή της συγχωνευμένης Εταιρίας ΑΒ

NI_A : Τα κέρδη μετά από φόρους της Εταιρίας Α

NI_B : Τα κέρδη μετά από φόρους της Εταιρίας Β

Συγκρίνοντας λοιπόν τα κέρδη ανά μετοχής της Εταιρίας Α προ και μετά την συγχώνευση θα έχουμε

$\begin{aligned} \frac{\text{KAM}_{AB}}{\text{KAM}_A} &= \frac{\frac{NI_A + NI_B}{N_A + \frac{P_B(1+p) \times N_B}{P_A}}}{\frac{NI_A}{N_A}} = \\ &= \frac{P_A(NI_A + NI_B)}{N_A P_A + P_B(1+p) \times N_B} = \left[\frac{N_A P_A}{N_A P_A + P_B(1+p) \times N_B} \right] \frac{NI_A + NI_B}{NI_A} \end{aligned}$	5.13
---	------

Από την άλλη, για τους μετόχους της Εταιρίας Β, ο κάθε ένας εκ των οποίων λαμβάνει

$$\text{Μετοχές που Λαμβάνει ο Μετοχός της Β} = \frac{\frac{P_B(1+p) \times N_B}{P_A}}{N_B} = \frac{P_B(1+p)}{P_A}$$

Μετά λοιπόν την συγχώνευση οι μέτοχοι της Εταιρίας Β θα έχουν κέρδη ανά μετοχή

$\begin{aligned} \text{KAM}_B^* &= \left(\frac{P_B(1+p)}{P_A} \right) \text{KAM}_{AB} = \left(\frac{P_B(1+p)}{P_A} \right) \frac{NI_A + NI_B}{N_A + \frac{P_B(1+p) \times N_B}{P_A}} = \\ &= \frac{[P_B(1+p)](NI_A + NI_B)}{N_A P_A + P_B(1+p) \times N_B} \end{aligned}$	5.14
---	------

Και ως εκ τούτου θα έχουμε

$\begin{aligned} \frac{\text{KAM}_B^*}{\text{KAM}_B} &= \frac{[P_B(1+p)](NI_A + NI_B)}{N_A P_A + P_B(1+p) \times N_B} = \\ &= \frac{N_B [P_B(1+p)](NI_A + NI_B)}{NI_B [N_A P_A + P_B(1+p) \times N_B]} \end{aligned}$	5.15
---	------

Από τις σχέσεις (5.13) και (5.15) βλέπουμε ότι το premium της συγχώνευσης επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων των δυο εταιριών. Συγκεκριμένα βλέπουμε ότι όσο μεγαλύτερο το premium p της συγχώνευσης τόσο μικρότερος ο λόγος των κερδών ανά μετοχή της συγχωνευμένης εταιρίας προς τα κέρδη ανά μετοχή της εξαγοράζουσας Εταιρίας Α. Θεωρητικά, το premium της συγχώνευσης θα πρέπει να οριστεί έτσι ώστε και οι μέτοχοι της Εταιρίας Α και οι μέτοχοι της Εταιρίας Β να μη χάσουν από την συγχώνευση των δυο εταιριών, δηλαδή θα πρέπει να έχουμε

$$\frac{\text{KAM}_{AB}}{\text{KAM}_A} = \frac{\text{KAM}_B^*}{\text{KAM}_B} = 1.$$

Παράδειγμα 1 – Η Εκτίμηση του Τιμήματος Εξαγοράς

Η Εταιρία Α σκοπεύει να εξαγοράσει την Εταιρία Β μέσω της ανταλλαγής μετοχών. Ποιο θα πρέπει να είναι το τίμημα ανά μετοχή που θα πρέπει να καταβάλει η Εταιρία Α στους μετόχους της Εταιρίας Β;

	Εταιρία Α	Εταιρία Β (Στόχος)
Καθαρά Κέρδη	€ 50.000	€10.000
Μετοχές	5.000	2.000
Κέρδη ανά Μετοχή	€10,00	€5,00
Τιμή Μετοχής	€150,00	
P/E	15	

Αρχικά, υποθέτουμε ότι η διοίκηση της Εταιρίας Α προτίθεται να καταβάλει €65 για κάθε μετοχή της Εταιρίας Β.

Εφ' όσον η Εταιρία Α προτίθεται να καταβάλει €65 για κάθε μετοχή της Εταιρίας Β, τότε α) το P/E της εξαγοράς θα είναι 13(=€65/€5), και β) το συνολικό τίμημα της εξαγοράς αναμένεται να ανέλθει στα €130.000 (=€65×2.000 μετοχές). Και δοθέντος ότι η μετοχή της εταιρίας Α διαπραγματεύεται στα €150 τότε θα πρέπει να εκδοθούν 866,7 μετοχές (=€130.000/ €150). Έτσι μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς τα κέρδη ανά μετοχή θα είναι

$$KAM = \frac{50.000 + 10.000}{5.000 + 866,7} = 10,23$$

Βλέπουμε λοιπόν ότι η συγχώνευση είναι επωφελής για τους μετόχους της Εταιρίας Α, καθώς τα κέρδη ανά μετοχή αναμένεται να αυξηθούν από €10 στα €10,23. Το μέγιστο τίμημα που μπορεί να δαπανήσει η Εταιρία Α προκειμένου να εξαγοράσει την Εταιρία Β και μην μειωθούν τα κέρδη ανά μετοχή της πρώτης είναι €75

Παράδειγμα 2– Ο Υπολογισμός των ΚΑΜ της Συγχωνευμένης Εταιρίας

Η Εταιρία Α σκοπεύει να εξαγοράσει την Εταιρία Β μέσω της ανταλλαγής μετοχών. Συγκεκριμένα, η διοίκηση της Εταιρίας Α προτίθεται να προβεί στην έκδοση 1,5 μετοχών για κάθε μετοχή της Εταιρίας Β.

Παρακάτω βλέπουμε ορισμένα στοιχεία των δυο εταιριών

	Εταιρία Α	Εταιρία Β (Στόχος)
Καθαρά Κέρδη	€ 400.000	€100.000
Μετοχές	200.000	25.000
Κέρδη ανά Μετοχή	€2,00	€4,00
Τιμή Μετοχής	€40,00	€48,00
P/E	20	12

Βάσει των παραπάνω στοιχείων και του καθορισθέντος λόγου ανταλλαγής μετοχών, η Εταιρία Α θα πρέπει να εκδώσει 37.500 (=1,5 ×25.000 μετοχές) νέες μετοχές οπότε τα κέρδη ανά μετοχή μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς θα είναι

$$\text{ΚΑΜ} = \frac{400.000 + 100.000}{200.000 + 37.500} = 2,11$$

Εάν λοιπόν το P/E της συγχωνευμένης εταιρίας αναμένεται να διαμορφωθεί στο 15, τότε η τιμή της μετοχής αναμένεται να ανέλθει στα €31,65 (= € 2,11 × 15)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΤΟ ΠΡΩΤΟ “ΚΥΜΑ” ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

5. ΤΟ ΠΡΩΤΟ “ΚΥΜΑ” ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Ο στρατηγικός δυναμισμός που έχουν επιδείξει οι επιχειρήσεις, αλλά και τα οικονομικά αποτελέσματα τα οποία ενίοτε επιτυγχάνονται μέσω των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων (Ε & Σ), δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ασυγκίνητους τους Έλληνες επιχειρηματίες. Οι τελευταίοι, με αρκετή καθυστέρηση στην αναγκαία μεταμόρφωση της εταιρικής τους κουλτούρας και παράλληλα με εμφανείς δυσκολίες στο στάδιο της λειτουργικής ενοποίησης, προσπαθούν να προλάβουν το “τρένο” της σύγκλισης και της ανάπτυξης μεγάλων επιχειρηματικών σχημάτων σε σχέση με τους Ευρωπαίους κατά κύριο λόγο, αλλά και τους διεθνείς ανταγωνιστές τους. **Το πρώτο “κύμα” Εξαγορών & Συγχωνεύσεων που λαμβάνει χώρα κατά την περίοδο 1998-99 στην Ελλάδα**, αποτελεί την έμπρακτη προσπάθεια των εγχώριων επιχειρήσεων να απαντήσουν και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Οι Εξαγορές & Συγχωνεύσεις έχουν ως κύριο στόχο να ενισχύσουν τόσο την τάξη των εταιρικών μεγεθών, όσο και να βελτιώσουν την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων, αξιοποιώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού κυκλώματος. Στην παγκόσμια οικονομία, το πεδίο των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων επιδεικνύει ένα μακρινό παρελθόν, που για την ελληνική πραγματικότητα θα πρέπει να αποτελέσει ένα υπόδειγμα λειτουργίας για επιτυχείς Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, αλλά και ταυτόχρονα ένα μοντέλο στο οποίο θα μπορούσαν να βασιστούν οι εγχώριες επιχειρήσεις, για τη μεγιστοποίηση των θεσμικών, οικονομικών και άλλων ωφελειών τους από παρόμοιες κινήσεις.

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 ή από μελέτη σε μελέτη (χωρίς βέβαια να εξαιρούνται οι περιπτώσεις που αφορούν κινήσεις μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικών χωρών), όλες οι αναφορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα μεγάλο ποσοστό των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων, της τάξεως άνω του 50%, δεν επιτυγχάνει τους ουσιαστικούς στόχους (όπως οικονομίες

κλίμακας, έλεγχος λειτουργικού κόστους κ.λ.π.) που είχαν τεθεί στο ξεκίνημα. 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 “συντονιστούν” 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 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.

Τις κινητήριες δυνάμεις της απόφασης για Εξαγορές & Συγχωνεύσεις αποτελούν η ενδυνάμωση των εταιρικών σχημάτων, η εκμετάλλευση συνεργιών, αλλά και η αναζήτηση οικονομικών 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 συνέργιες που δημιουργούνται προσφέρουν το “παράδοξο” αποτέλεσμα “1+1=3”.** Το “άθροισμα” δύο διαφορετικών οργανισμών που 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 (για παράδειγμα, η συνένωση δύο εργοστασίων ενδεχομένως να οδηγήσει σε μείωση των παγίων περιουσιακών στοιχείων, σε επιπρόσθετες βάρδιες τους εργαζόμενους αυτών, 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.

Εκτός από την οικονομική διάσταση του θέματος, τα εμπλεκόμενα μέρη – εταιρίες αντιμετωπίζουν συχνά και το κοινωνικό κόστος της εκάστοτε Εξαγοράς & Συγχώνευσης. Οι επιχειρήσεις βρίσκονται, από τη μία στιγμή στην άλλη, αντιμέτωπες με ζητήματα διαχείρισης υπερβάλλοντος προσωπικού και βεβαίως με τις κοινωνικές συνέπειες που απορρέουν από μια τέτοια πρωτοβουλία. Με άλλα λόγια, οι ίδιες οι επιχειρήσεις εκτός από τα πιθανά οικονομικά και νομικά (σε περίπτωση που τίθεται θέμα μονοπωλιακής δύναμης) προβλήματα που θα αντιμετωπίσουν στην υλοποίηση των στόχων τους, θα πρέπει να υπερβούν τα όποια κοινωνικά προβλήματα ¹δημιουργηθούν ενδεχομένως από την εκάστοτε Εξαγορά & Συγχώνευση. Επιπρόσθετα, σε πολλές περιπτώσεις παρατηρούνται και άλλης φύσεως προβλήματα, όπως εκείνα τα οποία σχετίζονται με την προστασία του φυσικού περιβάλλοντος, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται συνεχείς τριβές μεταξύ των επιχειρήσεων και των τοπικών αρχών, καθώς και μεταξύ των πρώτων και των οργάνωσης προστασίας του περιβάλλοντος, εξελίξεις που μπορούν να οδηγήσουν σε αποτυχία τα εν λόγω επιχειρηματικά σχέδια.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι σε πολλές περιπτώσεις, οι Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, στηρίζονται σε *arriori* 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 “προκαλούνται” 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.** Στη συνέχεια όμως, όταν μια Εξαγορά & Συγχώνευση προχωρήσει και αρχίσει να λαμβάνει “σάρκα και οστά”, 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, η **“μεταμόρφωση” της αρχικής αισιοδοξίας σε μελλοντική ανησυχία και προβληματισμό αποτελεί συχνό φαινόμενο των επιχειρήσεων που επιδεικνύουν ενεργή δραστηριότητα σε Εξαγορές & Συγχωνεύσεις.** 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

¹ * Ο κοινωνικός χαρακτήρας και οι άλλης φύσης παρενέργειες των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων δεν αποτελούν το επίκεντρο της παρούσας έρευνας.

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. Οι ανακατατάξεις τις οποίες προκάλεσε η παγκοσμιοποίηση των αγορών σε παράλληλη δράση με την αναγκαιότητα για γοργή προσαρμογή των επιχειρήσεων στις νέες οξύτερες συνθήκες ανταγωνισμού που προϋποθέτουν διευρυμένα εταιρικά σχήματα, οδήγησαν ως παράγοντες σε διαδοχικές επιχειρηματικές συμπράξεις μεγάλου βεληνεκούς τόσο μέσα στις ίδιες χώρες (π.χ. MCI και Sprint στις τηλεπικοινωνίες, U.B.S. και Swiss Bank Corporation στις τράπεζες), όσο και μεταξύ διαφορετικών χωρών ή διαφορετικών ηπείρων (Daimler Benz και Chrysler στη βιομηχανία αυτοκινήτων). Από τα παλαιότερα δε χρόνια, η απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου “άνοιξε” τα σύνορα για τις επιχειρήσεις και κατήργησε τους περιορισμούς στην παραγωγική και εμπορική δραστηριότητά τους. Επίσης, οι νέες συνθήκες που δημιουργήθηκαν από τη λεγόμενη παγκοσμιοποίηση, πρόσφεραν πλήθος επιχειρηματικών ευκαιριών και ταυτόχρονα αύξησαν τις ανάγκες των επιχειρήσεων σε κεφάλαια με σκοπό την ενδυνάμωση τόσο της χρηματοοικονομικής τους δομής, όσο και της διαπραγματευτικής τους ικανότητας απέναντι στις “εν δυνάμει” ανταγωνίστριες επιχειρήσεις. Κατά συνέπεια στο σημερινό περιβάλλον, η βελτίωση της παρουσίας των επιχειρηματικών μονάδων στο διεθνές εμπόριο με την ενίσχυση των δικτύων παραγωγής, διανομής και προώθησης των αγαθών και υπηρεσιών τους θα πρέπει να θεωρείται σχεδόν επιβεβλημένη. **Είναι ενδεικτικό ότι σταδιακά παύουν να υπάρχουν αμερικανικές, γερμανικές ή ιαπωνικές επιχειρήσεις, καθώς η χώρα προέλευσης χάνει το “νόημά” της όταν πρόκειται για πολυδαίδαλους ομίλους εταιριών**, οι οποίοι ενδεικτικά, από τη μια πλευρά, μπορούν να διαθέτουν χρηματοοικονομικά κέντρα στις ανεπτυγμένες οικονομίες (Β. Αμερικής ή Ευρώπης) και από την άλλη πλευρά να κατέχουν εργοστασιακές μονάδες σε χώρες της Ασίας ή της Αφρικής. Αναμφίβολα λοιπόν, η απελευθέρωση των αγορών καθιστά επιθετικότερες τις μεγάλες επιχειρήσεις κάθε παραγωγικού κλάδου και επιτάσσει την ταχύτερη αναζήτηση εταιριών “στόχων” στο παγκόσμιο περιβάλλον ανταγωνισμού.

Οι σημαντικές τεχνολογικές αλλαγές είναι ένα ακόμη καθοριστικό στοιχείο για την εξέλιξη των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων, αφού μέσω αυτών γίνεται με σαφέστερο τρόπο αντιληπτή η ανάγκη ταχείας ανάπτυξης και αναδιάταξης της οργανωτικής δομής των επιχειρήσεων που θέλουν να διασφαλίσουν ένα διεθνοποιημένο ρόλο. Η συνεχιζόμενη “επανάσταση” της τεχνολογίας με την παράλληλη ανάπτυξη των εφαρμογών δικτύων και των τηλεπικοινωνιών εντείνουν τις συνθήκες του ανταγωνισμού, αναγκάζοντας ακόμη και τις μη συναφείς με τον τομέα της πληροφορικής εταιρίες να εξαπλώσουν τις

δραστηριότητές τους σε αυτούς τους υποσχόμενους αλλά και ζωτικής σημασίας τομείς. Η δε εξάπλωση του διαδικτύου (Internet) αποτελεί ένα σημαντικά αναπτυσσόμενο τμήμα των πωλήσεων και των κερδών των επιχειρήσεων, αλλά και ένα τρόπο άμεσης (ηθελμένης και μη) επαφής της επιχείρησης με τους ανταγωνιστές, συμμάχους, καταναλωτές και προμηθευτές της σε καθημερινή βάση. Το γεγονός αυτό αναγκάζει **πολλές επιχειρήσεις να αναζητήσουν εταιρίες “στόχους” που διαθέτουν αναπτυγμένη τεχνογνωσία στο πεδίο του κυβερνοχώρου (cybernet)** και οι οποίες μπορούν να τους επιλύσουν σοβαρά προβλήματα δραστηριοποίησής τους σε ένα άκρως ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Σε κάθε περίπτωση, στην Ελλάδα, το φαινόμενο των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων δημιουργεί ένα νέο και σε μεγάλο βαθμό άγνωστο σκηνικό στο εγχώριο οικονομικό γίγνεσθαι, 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. Η εξαγορά μονάδων που βρίσκονται υπό τον έλεγχο του ευρύτερου δημόσιου τομέα, στα πλαίσια της πολιτικής των ιδιωτικοποιήσεων, αλλά και η απαρχή των συνεργασιών με τη συγχώνευση μεταξύ της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και της θυγατρικής της, Κτηματικής Τράπεζας, αποτέλεσαν χαρακτηριστικά παραδείγματα της πρώτης και ουσιαστικά πρώιμης φάσης των ελληνικών Εξαγορών & Συγχωνεύσεων. Ιδιαίτερο γνώρισμα εκείνης της περιόδου (α' 6μηνο 1998) ήταν ο άμεσος έλεγχος από την πλευρά του κράτους των διαδικασιών που λάμβαναν χώρα, καθώς ο ιδιωτικός τομέας έδειχνε διστακτικός στην υλοποίηση μεγάλου βεληνεκούς 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.** Το αναγκαίο αυτό θεσμικό πλαίσιο, τελικά με αρκετή καθυστέρηση, έλαβε “σάρκα και οστά” προς το β' 6μηνο του 1999 με τη μορφή προεδρικού διατάγματος. Ο νέος δυναμισμός που θα παρατηρηθεί στην Ελληνική Οικονομία εν μέσω των αναβαθμισμένων κανόνων παιχνιδιού θα έχει ως αποτέλεσμα, **πολλές επιχειρήσεις που θα εισέλθουν στην ελληνική κεφαλαιαγορά να κινηθούν με άκρως επιθετικό προσανατολισμό (για παράδειγμα, με εξαγορές μικρότερων μη εισηγμένων επιχειρήσεων, κ.λ.π.)** ώστε να αντεπεξέλθουν ως πρωταγωνιστές στον επερχόμενο εντεινόμενο ανταγωνισμό.

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 “εν” δυνάμει 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, “γκρεμίζονται” 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.

Ο “ανταγωνισμός” μεταξύ των Ηνωμένων Πολιτειών, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ασίας – πρόκειται για τους 3 μεγαλύτερους πόλους της παγκόσμιας οικονομίας - προσδιορίζει σε μεγάλο βαθμό και τις πρωτοβουλίες που λαμβάνονται από τις επιχειρήσεις στο διεθνές πεδίο εταιρικής δράσης. Με τη σειρά του, το φαινόμενο αυτό επιβάλλει στις ελληνικές μονάδες να κινηθούν προς την ίδια κατεύθυνση και μάλιστα με μεγαλύτερη ταχύτητα. Εδώ βέβαια θα πρέπει να υπογραμμισθεί ότι το γεγονός αυτό λαμβάνει χώρα με αρκετή καθυστέρηση, ως αποτέλεσμα των εμφανών διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας να ακολουθήσει τα βήματα των διεθνών εξελίξεων, αλλά και ως απόρροια της “σφικτής” επενδυτικής ή επιχειρηματικής κουλτούρας που κυριαρχούσε επί ιδιαίτερα μεγάλη σειρά ετών στην ελληνική πραγματικότητα.

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 “τακτοποιήσει” 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 Ευρώπης.

Ένα ενδεχομένως τελευταίο ζήτημα το οποίο προκύπτει ως άξονας προβληματισμού γύρω από το λεγόμενο “κύμα” Εξαγορών & Συγχωνεύσεων είναι ο βαθμός στον **οποίο οι τελευταίες δύνανται να οδηγήσουν σε ολιγοπωλιακής ή και μονοπωλιακής διάρθρωσης αγορές** (π.χ. όπως η περίπτωση της Microsoft στον τομέα του λειτουργικού περιβάλλοντος των Η/Υ), τουλάχιστον με τη θεωρητική έννοια του όρου (εξαιτίας ακριβώς του μεγαλύτερου εταιρικού μεγέθους που δημιουργείται). Σε αυτές τις καταστάσεις της ολιγοπωλιακής συνήθως συγκέντρωσης, το σημαντικότερο ποσοστό της παραγωγικής δραστηριότητας ελέγχεται από ένα μικρότερο αριθμό μεγαλύτερων (σε σχέση με το παρελθόν) επιχειρήσεων, γεγονός το οποίο θα μπορούσε θεωρητικά να οδηγήσει σε ανεπιθύμητες καταστάσεις ανταγωνισμού και πολιτικής τιμών, με αρνητικές οικονομικές συνέπειες για το σύνολο της οικονομίας. Το ερώτημα, λοιπόν, που εύλογα ένας παρατηρητής των ταχύτατων αυτών εξελίξεων μπορεί να απευθύνει είναι το ακόλουθο: “Πόσο μπορούν οι συμβαλλόμενες επιχειρήσεις να διαμορφώνουν τις τιμές και τις ποσότητες των προϊόντων τους;” “Πώς πρέπει να αντιδρούν οι αρμόδιες Επιτροπές Ανταγωνισμού, και με ποια μέσα στις περιπτώσεις όπου προκαλούνται ολιγοπωλιακές καταστάσεις;” “Πόσο ευέλικτο ή άκαμπτο θα πρέπει να είναι το θεσμικό πλαίσιο σε ένα ταχύτατα μεταβαλλόμενο και διεθνοποιημένο περιβάλλον;” “Είναι πιθανόν οι Επιτροπές Ανταγωνισμού να οδηγηθούν σε λανθασμένα συμπεράσματα σχετικά με τις εξαγόμενες ισορροπίες των επιχειρηματικών συμπράξεων και εάν ναι, ποια πρέπει να είναι η αντίδραση των θιγόμενων επιχειρήσεων;”.

ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΜΕ ΧΑΜΗΛΟ “²PREMIUM” ΚΑΙ ΧΑΜΗΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

	Ο ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	Ο ΣΤΟΧΟΣ	PREMIUM	ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΕ ΕΝΑ ΧΡΟΝΟ
1	Marshall & Lisle	Valley Bankcorp	19%	-17%
2	Ceridian	Comdata Holdings	19%	-16%
3	Durco International	BW/IP	14%	-17%
4	3Com	U.S. Robotics	13%	-46%
5	Bergesen	Havtor	11%	-21%
6	AT & T	McCaw Cellular Commu	11%	-17%
7	Dresdner Bank	Kleinwort Benson	10%	-16%
8	Washington Mutual	NexGenGreat Western	6%	-9%
9	Advanced Micro Devices	Finan	5% -	-59%
10	Ultramar	Diamond Shamrock	1%	-18%

* Η παρούσα ανάλυση δεν αποτελεί προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και αποσκοπεί ως προϊόν αποκλειστικά στην ενημέρωση των επενδυτών. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του συγγραφέα.

² Το Premium αντιπροσωπεύει τη διαφορά μεταξύ του ποσού ανά μετοχή που κατέβαλε η εξαγοράστρια εταιρία και της τρέχουσας τιμής.

ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΜΕ ΥΨΗΛΟ “PREMIUM” ΚΑΙ ΥΨΗΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

	Ο ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	Ο ΣΤΟΧΟΣ	PREMIUM	ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΕ ΕΝΑ ΧΡΟΝΟ
1	Allegheny Ludium	Teledyne	115%	33%
2	First Bank System	U.S. Bankcorp	85%	12%
3	Northrop	Grumman	65%	12%
4	HealthSouth	Surgical Care Affiliates	61%	30%
5	Praxair	CBI Industries	49%	49%
6	Crompton & Knowles	Uniroyal Chemical	45%	7%
7	Williams Companies	Transco Energy	43%	19%
8	CNA Financial	Continental Corporation	39%	48%
9	Kvaerner	Trafalgar House	35%	15%
10	Frontier	ALC Communications	34%	4%

* Η πληροφόρηση που περιέχεται στην παρούσα ανάλυση βασίζεται σε πηγές, οι οποίες κατά την άποψη του συγγραφέα είναι έγκυρες αξιόπιστες και χρονικά αντιπροσωπευτικότερες. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι τα παρουσιαζόμενα δεδομένα υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία

ΟΙ ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΤΟ 1999 (1)

ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΑ ΜΕΡΗ	ΑΓΟΡΑ Ή ΚΛΑΔΟΣ	
INTERAMERICAN	ΑΘΗΝΑΪΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ Α.Ε. ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΕΝΔ. ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ & ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ & Η/Υ	Hardware, Software, Παροχή Υπηρεσιών
ETANE Α.Τ.Ε.	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε.	Κατασκευές
ΚΟΥΠΙΕΡΣ & ΛΑΪΜΠΡΑΝΤ ΙΩΑΝΝΟΥ	PRICEWATERHOUSE COOPERS	Παροχή Υπηρεσιών
MINOAN LINES	CERRES	Ναυτιλιακά
INTRACOM	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	Αγορά Μελετών
EUROMEDICA	ΠΟΛΥΔΥΝΑΜΟ, ΕΓΚΕΦΑΛΟΣ κ.λ.π.	Υπηρεσίες Υγείας
ΙΝΤΕΡΤΥΠΙ – ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ	NEUROSOFT	Πληροφορική Τεχνολογία
ΝΗΡΕΥΣ	ΣΑΡΑΝΤΗΣ	Γλυκά Κουταλιού, Ψάρια Ιχθυοτροφείου
ΑΕΓΕΚ	ΕΚΤΕΡ Α.Ε.	Κατασκευές
ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΙΔΑΣ	ΒΕΣ-ΒΙΟΜ. ΕΦΑΡΜΟΓΩΝ ΣΚΥΡΟΔΕΜΑΤΟΣ	Κατασκευές

ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

SINGULAR ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	BAAN COMPANY N.V.	Hardware, Software, Παροχή Υπηρεσιών
ΑΤΤΙ – ΚΑΤ	ΣΙΓΑΛΑΣ	Κατασκευές
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ	ΜΥΛΟΙ ΑΓ. ΓΕΩΡΓΙΟΥ	Άλευρα, Σιμιγδάλι & Υποπροϊόντα
ΟΜΙΛΟΣ ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑ	BIG CITY COMPUTERS	Πληροφορική, Γραφικά, Καλλυντικά
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	NATIONAL WESTMINSTER	Τραπεζικές Εργασίες
HELLAS ONLINE	COM NET	Πληροφορική
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	Τραπεζικές Εργασίες
INFO QUEST A.B.E.E.	ΙΑΣΩΝ Α.Ε.Β.Ε.Ε.	Υλικός Εξοπλισμός Πληροφορικής, Λογισμικό, Εξοπλισμός Γραφείου
INFO-QUEST A.B.E.E.	AMERICAN COMPUTERS ENGINEERS HELLAS S.A.	Υλικός Εξοπλισμός Πληροφορικής, Λογισμικό, Εξοπλισμός Γραφείου και Αναλώσιμα Είδη
INFO-QUEST A.B.E.E.	MEDEX HELLAS A.E.B.E.E.	Οπτικοακουστικά, Επαγγελματικά Συστήματα Επικοινωνίας
ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ	Μ. ΤΣΟΥΤΣΟΣ - ΑΦΟΙ ΤΑΤΣΗ Ο.Ε.	Ηλεκτρονικά & Ηλεκτρικά Είδη
INFO-QUEST A.B.E.E.	ERGODATA S.A.	Computers
ΑΡΓΥΡΟΜΕΤΑΛΛΕΥΜΑΤΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ	ΜΥΚΟΜΠΑΡ ΜΕΤΑΛΛΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ Α.Ε	Εξόρυξη, Κατεργασία & Εμπορία Ορυκτών
ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε	ΤΕΡΝΑ	Κατασκευές

ΟΙ ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΤΟ 1999 (2)

ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΑ ΜΕΡΗ		ΑΓΟΡΑ Ή ΚΛΑΔΟΣ
ΠΑΡΝΩΝΑ Α.Ε.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	Κατασκευές
ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ	PHARMA CARE Α.Ε.Ε.	Φάρμακα, Δερματολογικά, Διαγνωστικά Τεστ Κνήσεως και Ωορρηξίας, Συμπληρώματα Διατροφής κ.λ.π.
ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ	ΣΑΡΑΦΙΔΗΣ Α.Ε.	Ηλεκτρονικά & Ηλεκτρικά Είδη
ΤΕΛΕΣΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.	ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	Τραπεζικές Εργασίες
ΜΙΝΟΑΝ LINES	AIR GREECE	Μεταφορές
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ	ΜΑΚΕΔΟΝΙΚΗ ΣΦΟΛΙΑΤΑ	Τρόφιμα, Κατεψυγμένα Προϊόντα
ΤΡΙΚΟΛΑΝ ΓΑΛΛΟΕΛΛΗΝΙΚΗ	ΚΛΩΝΑΤΕΕ	Κλωστοϋφαντουργία
ΟΜΙΛΟΣ ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑ	ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ	Είδη Ένδυσης & Υπόδησης, Καλλυντικά
ΑΒΑΞ Α.Ε.	J & P OVERSEAS	Κατασκευές
ERGODATA S.A	ACS	Πληροφορική, Ταχυμεταφορές
. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	EUROGROUP	Ασφαλιστικές Εργασίες
RIDENCO	ΒΙΟΛΙΓΝΙΤ	Μ/Δ
ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ	ΤΣΑΚΙΡΗΣ	Τρόφιμα, Διανομή
PROFIL ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ	EXTRAL Α.Ε.	Προϊόντα Αλουμινίου
Α.Ε.Β.Ε. ΛΑΤΟΜΕΙΩΝ ΜΑΡΜΑΡΟΥ	ΜΑΡΜΑΡΑ ΛΑΣΚΑΡΙΔΗ Α.Β.Ε.Ε.	Μάρμαρα

ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

ΔΙΟΝΥΣΟΥ & ΠΕΝΤΕΛΗΣ		
ΤΕΛΕΣΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.	ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.	Υπηρεσίες Παροχής Χρηματιστηριακών & Επενδυτικών Υπηρεσιών
ΣΕΛΟΝΤΑ International	SEA FARM IONIAN	Ιχθυοκαλλιέργειες
INFO-QUEST Α.Ε.Β.Ε.	EFFECT COMPUTER Appl. L.t.d.	Πληροφορική
INFO-QUEST Α.Ε.Β.Ε.	COMPUTER Club	Πληροφορική
ERGODATA S.A.	ΙΩΝΙΚΗ ΕΠΙΝΟΙΑ Α.Ε.	Πληροφορική

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ – ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ 2008,

ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ 2009

6. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ – ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ 2008, ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ 2009

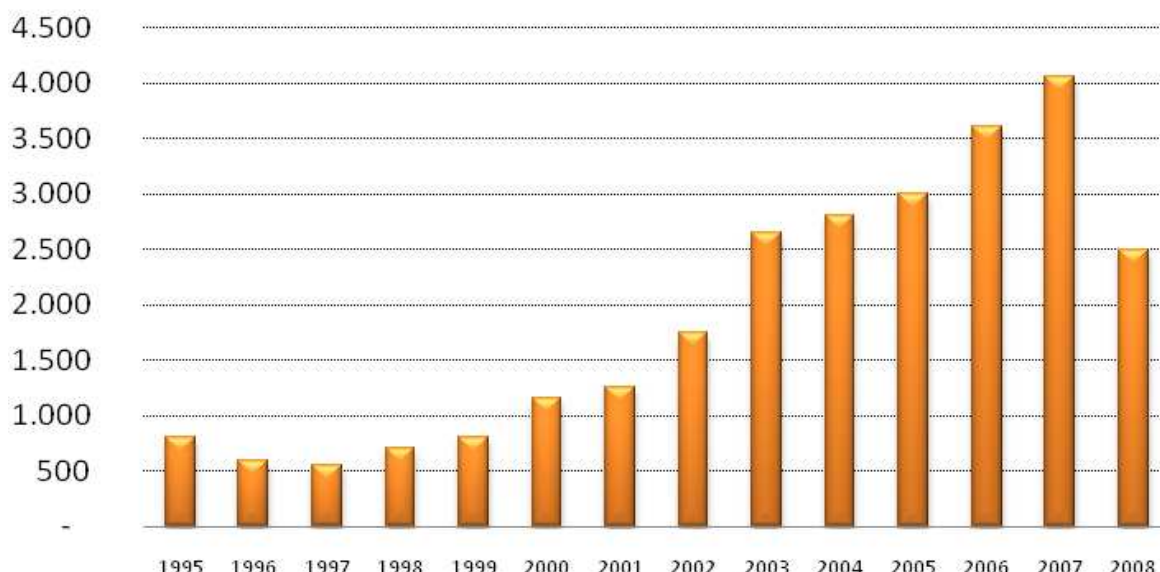
Συγχωνεύσεις & Εξαγορές – Εξελίξεις 2008

Εξελίξεις στην Παγκόσμια Αγορά Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Έτος σημαντικής μείωσης της δραστηριότητας στον κυκλικό τομέα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (Σ&Ε) αποτέλεσε το 2008, τερματίζοντας μία πολυετή ανοδική πορεία, η οποία διεκόπη απότομα από την έλλειψη κεφαλαίων, την καταβράθρωση των χρηματιστηριακών αγορών, την απροθυμία ανάληψης κινδύνου, και την πρωτοφανούς εύρους γενικευμένη παγκόσμια οικονομική κρίση.

Κατά το 2008, (σύμφωνα με στοιχεία του Bloomberg), η συνολική αξία των ανακοινωμένων Σ&Ε παγκοσμίως διαμορφώθηκε σε \$2,50 τρις, 38% χαμηλότερα από το 2007, όπου η αξία συναλλαγών είχε φθάσει στα επίπεδα ρεκόρ των \$4,06 τρις. Η πτώση ήταν ιδιαίτερα αισθητή κατά το τελευταίο τρίμηνο 2008, με τις Σ&Ε να εμφανίζονται μειωμένες κατά 44%. Σημειώνεται ότι η φετινή χρονιά διαμορφώθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα του 2003, όπου η αξία των Σ&Ε παγκοσμίως είχε διαμορφωθεί σε \$2,6 τρις, αγγίζοντας χαμηλά δεξιάς. Ο αριθμός των ανακοινωμένων Σ&Ε μειώθηκε κατά 17% σε σχέση με το 2007, φθάνοντας τις 27.400. Το μέσο premium των συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 37%, αυξημένο κατά 68% σε σχέση με το 2007, όπου είχε ανέλθει στο 22%.

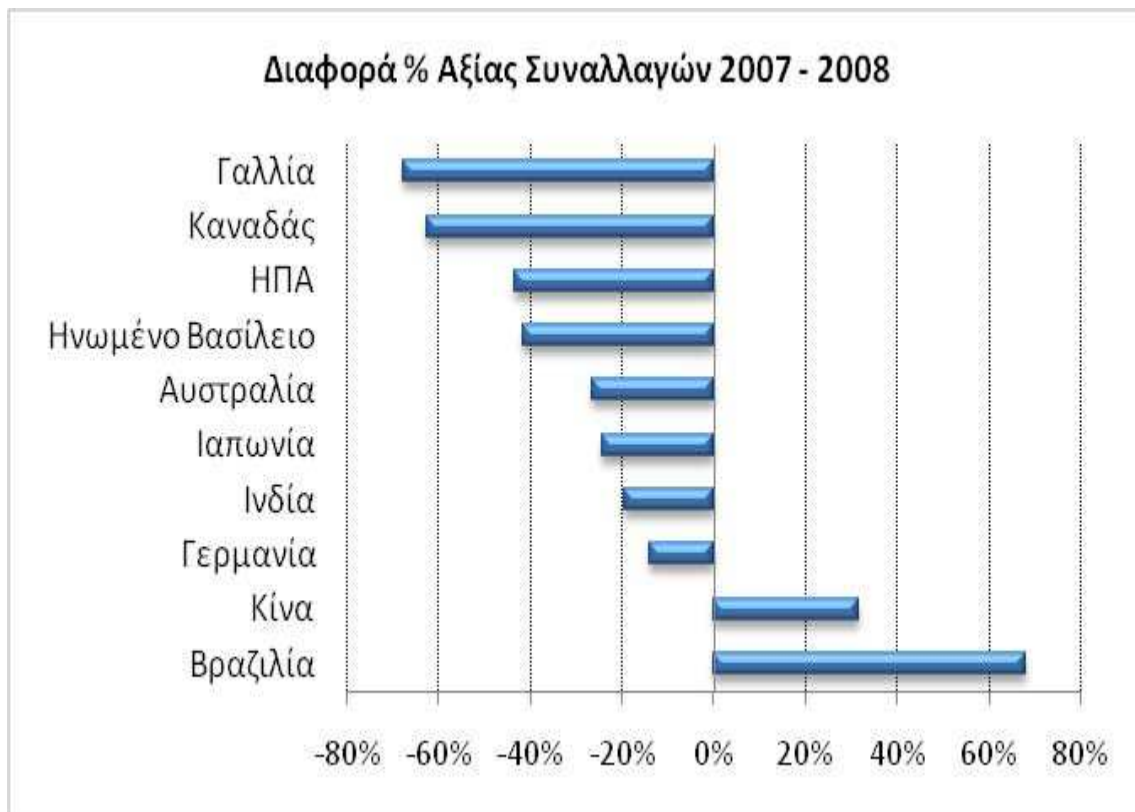
Αξία Σ&Ε Παγκοσμίως (σε εκατ. \$)



Όσον αφορά τις 10 χώρες με τη μεγαλύτερη αξία συναλλαγών σε Σ&Ε, στην πρώτη θέση βρίσκουμε τις ΗΠΑ με αξία \$871 δις, στη δεύτερη το Ηνωμένο Βασίλειο με \$207 δις, και τρίτη την Κίνα με \$139 δις, ενώ από την Ευρωζώνη ξεχωρίζει η Γερμανία με συναλλαγές ύψους \$125 δις.



Όσον αφορά τη σύγκριση με την περσινή χρονιά, δύο μόνο χώρες αξιόλογου μεγέθους παρουσίασαν θετικό πρόσημο, η Κίνα και η Βραζιλία. Η Κίνα, η οποία απέσπασε και το μεγαλύτερο κομμάτι των Σ&Ε της ευρύτερης περιοχής «Ασία / Ειρηνικός» είχε συναλλαγές αυξημένες κατά 31% σε σχέση με το 2007. Στη Βραζιλία η άνοδος ήταν ιδιαίτερα σημαντική και άγγιξε το 68%. Τις μεγαλύτερες απώλειες κατέγραψε η Γαλλία με την αξία των Σ&Ε να μειώνεται κατά 67%, ενώ στον Καναδά οι συναλλαγές συρρικνώθηκαν 63%. Η χρονιά αποδείχτηκε ιδιαίτερα αρνητική και για τις ΗΠΑ, με μείωση η οποία έφθασε το 44%, ενώ ειδικότερα το τέταρτο τρίμηνο η πτώση άγγιξε το 55%.

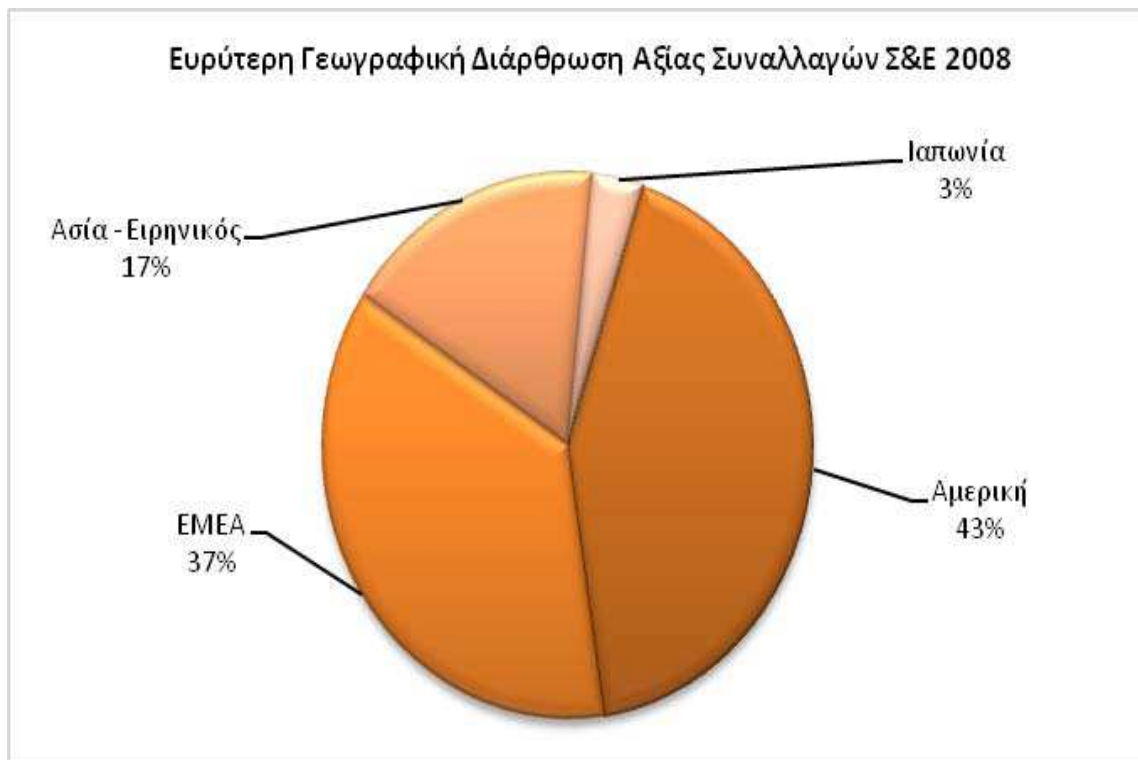


Στη Δυτική Ευρώπη, οι Σ&Ε συρρικνώθηκαν κατά 42%, ενώ η ηπιότερη πτώση παρατηρήθηκε στην ευρύτερη γεωγραφική περιοχή Ασίας/Ειρηνικού (5,5%). Στη Λατινική Αμερική, λόγω της Βραζιλίας, σημειώθηκε αύξηση 23%, ενώ στις χώρες της ΝΑ Ασίας η άνοδος ξεπέρασε οριακά το 10%. Στον πίνακα που ακολουθεί, αντικατοπτρίζονται αναλυτικά οι τάσεις των Σ&Ε ανά την υφήλιο, κατά τα τελευταία δύο έτη.

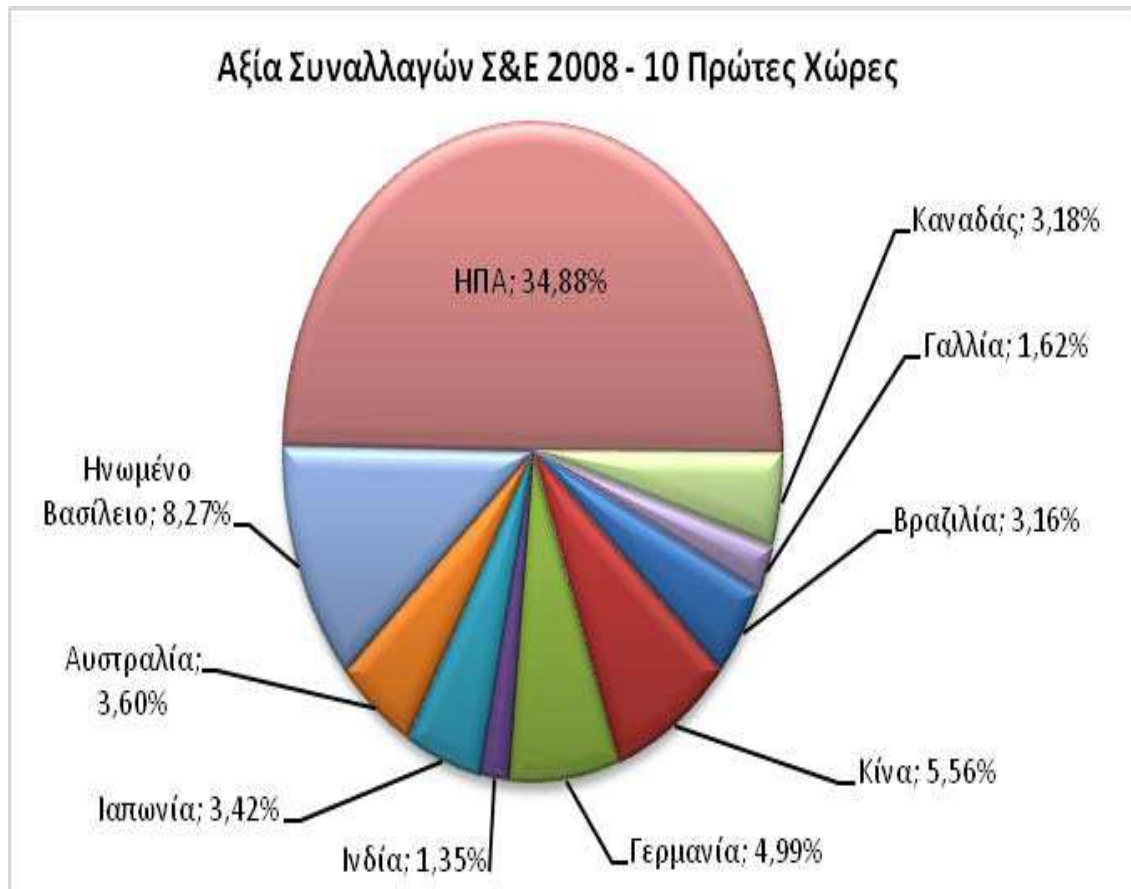
Γεωγραφικός Χώρος	2008		2007		% Διαφορά 2008 - 2007
	Αξία Συναλλαγών (σε εκατ. \$)	Αριθμός Συναλλαγών	Αξία Συναλλαγών (σε εκατ. \$)	Αριθμός Συναλλαγών	
Αμερική	1.064.319	9.519	1.881.110	11.935	- 43,42%
Λατινική Αμερική	110.106	865	89.587	755	22,90%
Βόρειος Αμερική	962.473	8.765	1.818.415	11.349	- 47,07%
Καναδάς	79.317	1.369	211.872	1.669	- 62,56%
ΗΠΑ	871.196	7.226	1.543.846	9.248	- 43,57%
ΕΜΕΑ	914.786	8.557	1.601.823	10.495	- 42,89%
Ανατολική Ευρώπη	96.486	1.352	177.481	1.551	- 45,64%
Δυτική Ευρώπη	774.076	6.461	1.334.195	8.139	- 41,98%
Ηνωμένο Βασίλειο	206.702	1.999	355.221	2.630	- 41,81%
Γερμανία	124.548	864	145.002	1.140	- 14,11%
Γαλλία	40.364	622	125.324	805	- 67,79%
Ασία Ειρηνικός	433.000	7.244	458.379	8.354	- 5,54%
Αυστραλία	89.979	1.151	122.509	1.560	- 26,55%
Νέα Ζηλανδία	3.321	151	4.623	197	- 28,15%
Κίνα	138.795	2.185	105.527	2.404	31,53%
Χονγκ Κονγκ	33.600	589	38.211	761	- 12,07%
Νότιο ανατολική Ασία	82.641	1.415	74.985	1.552	10,21%
Ινδία	33.703	698	41.977	828	- 19,71%
Ιαπωνία	85.369	1.885	112.974	2.153	- 24,44%
Σύνολο	2.497.917	27.400	4.057.848	33.146	- 38,44%

Πηγή : Bloomberg

Όσον αφορά το σύνολο των Σ&Ε παγκοσμίως, η Αμερική απέσπασε το μεγαλύτερο κομμάτι και αυτή τη χρονιά, με το 43% των Σ&Ε να διαδραματίζονται στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, ενώ ακολουθεί η ευρύτερη περιοχή EMEA (Europe, Middle East, Africa), με 37%, η περιοχή Ασία/Ειρηνικός με 17% και η Ιαπωνία με 3%.



Οι 10 πρώτες σε συναλλαγές χώρες συγκεντρώνουν το 70% της αξίας, με τις ΗΠΑ να κατέχουν το 34,9% των παγκόσμιων συναλλαγών Σ&Ε, ακολουθεί το Ηνωμένο Βασίλειο με 8,3%, η Κίνα με 5,6% και η Γερμανία με 5,0%.



Μερικές από τις σημαντικότερες εξαγορές στο σφυροκοπημένο τραπεζικό χώρο κατά το 2008, αποτελούν η εξαγορά της Merrill Lynch από την Bank of America έναντι \$49 δις, η κρατικοποίηση της Royal Bank of Scotland (RBS) έναντι \$26 δις, η απόκτηση της υπερχρεωμένης στεγαστικής τράπεζας HBOS από την Lloyds TSB Group έναντι \$25 δις, η κρατικοποίηση της Fortis Bank Nederland έναντι \$18,7 δις, η εξαγορά της St George Bank από την Westpac Banking έναντι \$18,5 δις, και η εξαγορά της Wachovia από την Wells Fargo έναντι \$15 δις.



Ανάμεσα στις μεγαλύτερες Σ&Ε, βάση αξίας, εκτός των προαναφερόμενων στο χρηματοοικονομικό κλάδο, πολύ σημαντική ήταν η συμφωνία στον κλάδο της ζυθοποιίας, όπου η αμερικάνικη Anheuser Busch (παραγωγός της μπίρας Budweiser) αποδέχτηκε την πρόταση εξαγοράς από τη βελγική InBev NV έναντι \$60 δις. Η ζυθοποιία η οποία προέκυψε από τη συνένωση των δύο εταιρειών είναι η μεγαλύτερη ζυθοποιία στον κόσμο, ενώ εκτιμάται ότι τα ετήσια έσοδά της θα ανέρχονται περίπου στα \$37 δις. Επίσης σημαντικές ήταν οι Σ&Ε των παρακάτω εταιρειών

- Alltel Corp από τη Verizon ύψους \$28 δις



- Alcon Inc από τη Novartis AG προς \$28 δις



- Wm Wrigley Jr. από τη Mars Inc έναντι \$23 δις



- Genentech από τη Roche ύψους \$41 δις



- Scottish & Newcastle από κοινοπραξία των Heineken & Carlsberg προς \$19 δις



- Continental AG από την Schaeffler έναντι \$35 δις



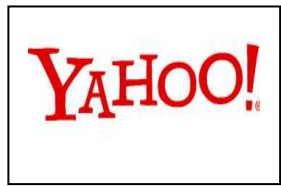
- China Netcom από την China Unicom προς \$24 δις



Οι επιθετικές εξαγορές είχαν την τιμητική τους, με τις ΗΠΑ να πρωτοστατούν, καθώς οι Αμερικάνικες Επιχειρήσεις δέχτηκαν τις περισσότερες επιθετικές προσφορές από το 1999. Παραδείγματα αποτελούν η προσφορά ύψους \$47 δις της Microsoft για τη

Yahoo!, της Samsung ύψους \$6 δις για την SanDisk Corp, και της France Telecom ύψους \$46 δις για την

εταιρεία τηλεπικοινωνιών TeliaSonera. Αρκετές εταιρείες στόχο είχαν την ευκαιρία να εξαγοραστούν σε επίπεδα αρκετά υψηλότερα από τις τρέχουσες τιμές των μετοχών τους, όμως η υπερβολική αισιοδοξία τους για το μέλλον λειτούργησε ανασταλτικά, και προς όφελος τελικά των υποψήφιων αγοραστών, μια και οι συγκεκριμένες εταιρείες στόχοι διαπραγματεύονται πλέον σε σημαντικά χαμηλότερα επίπεδα. Η Yahoo! Για παράδειγμα, έχει σήμερα κεφαλαιοποίηση \$17,7 δις, δηλαδή 62,3% χαμηλότερα από την προσφορά της Microsoft. Όσον αφορά στις επενδυτικές τράπεζες οι οποίες λειτούργησαν ως σύμβουλοι στις συναλλαγές, στην πρώτη θέση βρέθηκε η Goldman Sachs με 288 συμφωνίες αξίας \$666 δις, στη δεύτερη θέση η JP Morgan, η οποία ενεπλάκη σε 334 συμφωνίες ύψους \$562 δις, και στην τρίτη η Citigroup με 261 συμφωνίες αξίας \$556 δις.



Ακυρωθείσες Συμφωνίες Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Ο εκρηκτικός συνδυασμός έντονης χρηματιστηριακής μεταβλητότητας και παγώματος των πιστωτικών αγορών αύξησε απότομα τον αριθμό των ματαιωμένων Σ&Ε, ιδιαίτερα από το Σεπτέμβριο και έπειτα. Ο αριθμός των συμφωνιών οι οποίες ακυρώθηκαν έφτασε τις 755, ενώ το ύψος αυτών άγγιξε τα \$637 δις.

Οι βασικοί λόγοι ματαίωσης των συμφωνιών εστιάζονται στην πιστωτική κρίση, όπως συνέβη με την περίπτωση τα αυστραλιανής BHP Billiton, η οποία απέσυρε την προσφορά της ύψους \$147δις για την εξαγορά του βασικού ανταγωνιστή της στο



μεταλλευτικό κλάδο, Rio Tinto (της τρίτης μεγαλύτερης εξορυκτικής εταιρείας στον κόσμο), καθιστώντας την τη μεγαλύτερη συμφωνία που έχει ακυρωθεί στην επιχειρηματική ιστορία.

Πρόσφατα, αποσύρθηκε η πρόταση εξαγοράς ύψους \$42 δις της Καναδικής BCE από κοινοπραξία αγοραστών. Στην Ευρώπη, ο γαλλικός ενεργειακός κολοσσός EDF, ανακοίνωσε την απόσυρσή του από τη διεκδίκηση της Constellation Energy Group (\$6,2 δις) λόγω της συνεχιζόμενης πιστωτικής κρίσης. Στα τέλη Δεκεμβρίου 2008, ακυρώθηκε η συμφωνία για την εξαγορά μεριδίου 50% της Dow Chemical από την Κουβετιανή Petrochemical Industries, λόγω του υψηλού τιμήματος, το οποίο αρχικά είχε οριστεί στα \$9 δις. Στον πίνακα που ακολουθεί, καταγράφονται σημαντικές ακυρωθείσες συμφωνίες κατά το έτος 2008.

Μεγαλύτερες Ακυρωθείσες Συμφωνίες 2008				
Ημερομηνία Ανακοίνωσης	Ημερομηνία Ακύρωσης	Εταιρεία Στόχος	Εταιρεία Αγοραστής	Αξία Σχεδιαζόμενης Συναλλαγής (σε εκατ. \$)
06/02/2008	25/11/2008	Rio TintoPlc	BHPBillitonLtd	147.144
30/06/2007	11/12/2008	BCE Inc	Κοινοπραξία Αγοραστών*	42.435
01/02/2008	03/05/2008	YAHOO!Inc	Microsoft Corp	42.255
19/04/2007	09/04/2008	Eiffage	Sacyr Vallehermoso SA	23.746
04/05/2007	18/02/2008	Atlandis Sa	CVC Capital Partners Ltd	21.040
21/05/2008	11/08/2008	Calpine Corp	NRG Energy Inc	19.568
25/09/2007	06/08/2008	MOL Hungarian Oil & Gas	OMVAG	15.938
27/02/2008	19/03/2008	Inmobiliaria Colonial SA	Investment Corp of Dubai	15.604
30/04/2008	26/09/2008	Origin Energy Limited	BG Group Plc	15.535
*Providence Equity Partners, Ontario Teachers' Pension Plan, Madison Dearborn Partners, Merrill Lynch				
Πηγή : Bloomberg				

Στην Ελλάδα, το Δεκέμβριο 2008, η κοινοπραξία Hutchison – Alapis & ΛΥΔ ΑΕ (ή ένωση Εταιριών) απέσυρε το ενδιαφέρον της από την παραχώρηση του Σταθμού Εμπορευματοκιβωτίων (ΣΕΜΠΟ) του Λιμένος Θεσσαλονίκης. Οι δύο πλευρές βρίσκονταν στο στάδιο σύνταξης της σχετικής σύμβασης μετά από τη διενέργεια διεθνούς διαγωνισμού, στον οποίο η συγκεκριμένη κοινοπραξία είχε ανακηρυχθεί Προσωρινός Ανάδοχος προσφέροντας τίμημα ύψους €420 εκατ., σημαντικά υψηλότερο από αυτό των €132 εκατ. που είχε προσφέρει η Cosco.

Είναι βέβαιο πως η μεγάλη πτώση των τιμών μετοχών παγκοσμίως θα αναγκάσει και άλλους έως πριν λίγους μήνες υποψήφιους αγοραστές να αναθεωρήσουν τις τιμές αγοράς τις οποίες έχουν προσφέρει, και οι οποίες θεωρούνταν εύλογες τη στιγμή της προσφοράς, ή ακόμη και να ακυρώσουν προσυμφωνημένες εξαγορές πληρώνοντας το απαραίτητο πρόστιμο (break up fee). Πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί η αγωγή ύψους \$1,2 δις από την Bell Canada Enterprises (BCE) προς την κοινοπραξία αγοραστών οι οποίες αθέτησαν την αρχική συμφωνία εξαγοράς της.

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές – Προοπτικές 2009

Προοπτικές των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών Παγκοσμίως

Το επιχειρηματικό περιβάλλον στην Ευρώπη βρίσκεται εν μέσω ευρέων ανακατατάξεων, και κατά τη διάρκεια του 2009 αναμένεται να ενταθεί η ανάγκη συγκέντρωσης δυνάμεων σε ορισμένους κλάδους. Η τάση αυτή, σε συνδυασμό με τις αποτιμήσεις των εταιρειών οι οποίες έχουν φθάσει σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, αναμένεται να οδηγήσουν σε σειρά συμφωνιών.

Στο **χρηματοπιστωτικό κλάδο**, οι Σ&Ε αναμένεται να συνεχιστούν και το 2009, καθώς, οι λιγοστές τράπεζες οι οποίες διαθέτουν αυξημένη ρευστότητα, θα αξιοποιήσουν τις ευκαιρίες που προσφέρει η μαζική υποτίμηση των τραπεζικών μετοχών. Από την άλλη μεριά, αναμένεται και νέα κρατικοποίηση (ή μερική κρατικοποίηση) χρεοκοπημένων τραπεζών, όπως για παράδειγμα της Citigroup Inc. στις ΗΠΑ, αλλά και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στη Γαλλία και σε άλλες Ευρωπαϊκές χώρες. Τέλος, αρκετές είναι οι τράπεζες οι οποίες βρίσκονται σε δυσχερέστατη θέση, και μόνη λύση αποτελεί η συνένωση δυνάμεων. Σε τραγική κατάσταση βρίσκεται επίσης και ο αμιγώς κυκλικός **κλάδος των αυτοκινητοβιομηχανιών** παγκοσμίως, καθώς οι αυστηρές

πιστωτικές συνθήκες (περίπου το 70% των πωλήσεων αυτοκινήτων γίνεται μέσω δανειακών προγραμμάτων) και η γενικότερη μείωση της κατανάλωσης έχουν φέρει τις πωλήσεις νέων αυτοκινήτων στις ΗΠΑ στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων 26 ετών, ενώ στην Ευρώπη παρατηρείται η μεγαλύτερη συρρίκνωση των τελευταίων 18 ετών. Οι λεγόμενες Big Three, οι αυτοκινητοβιομηχανίες, Chrysler, General Motors, και Ford, έχουν ήδη ανακοινώσει ότι θα αναστείλουν τη λειτουργία 59 παραγωγικών μονάδων τους.



Για τις δύο πρώτες μάλιστα, εγκρίθηκε πρόσφατα κρατική οικονομική ενίσχυση ύψους \$18 δις, ώστε να αποτραπεί η οικονομική τους κατάρρευση, ενώ **εξετάζουν και πιθανό σχέδιο συγχώνευσής τους** με άλλες εταιρείες προκειμένου να επιβιώσουν. Οι σαφώς υγιέστερες ιαπωνικές αυτοκινητοβιομηχανίες δεν γλίτωσαν την κρίση, με την Toyota, τη μεγαλύτερη αυτοκινητοβιομηχανία παγκοσμίως, να αναμένει λειτουργικές ζημίες για πρώτη φορά μετά από 71 χρόνια.

Είναι χαρακτηριστικό πως οι πωλήσεις νέων επιβατικών αυτοκινήτων στην ΕΕ27 υποχώρησαν κατά 27% τον Ιανουάριο 2009 σε σχέση με τον αντίστοιχο περσινό μήνα, ενώ 36% ήταν η πτώση για τα εμπορικά οχήματα (στοιχεία ACEA). Πρόσφατα, ο διευθύνων σύμβουλος της Fiat, Σέρτζιο Μαρτσιόνε, δηλώνοντας πως μόνο έξι μεγάλες αυτοκινητοβιομηχανίες θα υπάρχουν στον πλανήτη όταν ολοκληρωθεί η παρούσα φάση των Σ&Ε, έδωσε το στίγμα για τις επικείμενες συγχωνεύσεις κολοσσών στην καταπονημένη από την οικονομική κρίση διεθνή αυτοκινητοβιομηχανία.

Μεταξύ των λόγων που επικαλούνται οι μεγάλοι κατασκευαστές για την αναγκαιότητα τέτοιων συμφωνιών, δεσπόζουσα θέση κατέχουν **η περικοπή κόστους, η επέκταση σε νέες αγορές**, ειδικότερα στη στην Ασία και στη Λατινική Αμερική, και **η πλεονάζουσα δυναμικότητα παραγωγής**.



Ο πιεσμένος **κλάδος των αεροπορικών εταιρειών** Αναμένεται να εμφανίσει κινητικότητα, τόσο σε εταιρείες χαμηλού κόστους (π.χ. Ryanair, Aer Lingus)

όσο και εθνικών αερομεταφορέων. Η Βρετανική

British Airways πρότεινε πρόσφατα σχέδιο

Συγχώνευσης στην αυστραλιανή Qantas,

Το οποίο όμως ναυάγησε προς το παρόν.

Οι προοπτικές ενοποιήσεων στον κλάδο

των αεροπορικών εταιρειών έχουν αυξηθεί ιδιαίτερα υπό το βάρος της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης και της αναμενόμενης πτώσης του τουρισμού, καθώς και της αυξημένης μεταβλητότητας της τιμής του πετρελαίου, η οποία δυσκολεύει τον οικονομικό προγραμματισμό των εταιρειών.



Επίσης, σε συζητήσεις για συγχώνευση των δραστηριοτήτων τους βρίσκονται από το φθινόπωρο οι μεγάλες ιαπωνικές **ασφαλιστικές εταιρείες** Mitsui Sumitomo Insurance Group Holdings, Aioi Insurance Co, και Nissay Dowa General Insurance Co, ενώ, τυχόν ολοκλήρωση της συμφωνίας θα έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία της μεγαλύτερης non life (εκτός ασφαλειών ζωής) ασφαλιστικής εταιρείας στην Ιαπωνία, βάσει εσόδων.

Τέλος, οι **μεταλλευτικές βιομηχανίες** επίσης αντιμετωπίζουν προβλήματα, λόγω της συρρίκνωσης της ζήτησης και της ελεύθερης πτώσης των τιμών των μετάλλων.

Γίνεται αντιληπτό πως εάν πολυεθνικές εταιρείες κολοσσοί δυσκολεύονται να επιβιώσουν πλέον παρά το μέγεθός τους, είναι θέμα χρόνου να στενέψουν τα περιθώρια επιβίωσης μεσαίων και μικρών εταιρειών. Αποτελεί πλέον μονόδρομος για πλήθος εταιρειών η εξαγορά τους από κάποια μεγαλύτερη εταιρεία ή η συνένωση δυνάμεων με άλλες εταιρείες του κλάδου, μέσω συγχώνευσης.

Όσον αφορά το ρόλο των Εταιρειών Ιδιωτικών Κεφαλαίων (Private Equity Funds), τα 2/3 παγκοσμίως έχουν παγώσει τις επενδυτικές κινήσεις τους, καθώς αφενός μεν προτιμούν να κρατούν μία πιο επιφυλακτική στάση, παρά το γεγονός ότι έχουν δημιουργηθεί αγοραστικές ευκαιρίες, αφετέρου δε, καθίσταται σχεδόν αδύνατο να συνάψουν δάνεια, καθώς η πιστωτική κρίση έχει πλέον καταστήσει τον εύκολο δανεισμό παρελθόν. Υπό ένα τέτοιο καθεστώς, είναι αναμφίβολο, πως τόσο ο αριθμός όσο και η αξία των Σ&Ε οι οποίες προέρχονται από PE Funds θα υποχωρήσουν έντονα και εντός του 2009, και πως **η εποχή των Mega Leveraged Buyouts (LBOs) από PE Funds αν δεν απέλθει οριστικά, θα καθυστερήσει πολύ να κάνει και πάλι την εμφάνισή της.**

Οι τρέχουσες αποτιμήσεις των εταιρειών παγκοσμίως βρίσκονται σε ελκυστικά επίπεδα και είναι βέβαιο πως αργά ή γρήγορα θα επανέλθει η δυνατότητα χρηματοδότησης των Σ&Ε. Οι εταιρείες οι οποίες διαθέτουν την απαιτούμενη ρευστότητα μπορούν ήδη να προχωρήσουν σε στρατηγικές κινήσεις εξαγορών με καλύτερους όρους από ότι στο παρελθόν, λόγω και της περιορισμένης δραστηριοποίησης των διεθνών εταιρειών ιδιωτικών κεφαλαίων, οι οποίες οδηγούσαν τα προσφερόμενα τιμήματα σε δυσθεώρητα επίπεδα. Αναμφισβήτητα, μέσα στα επόμενα δύο έτη, θα κυριαρχήσει η συγκέντρωση σε αρκετούς κλάδους της οικονομίας. **Η σημαντική διαφορά με τα προηγούμενα έξι κύματα Σ&Ε έγκειται στο ότι η συνένωση θα προέλθει κατά κύριο λόγο από την ανάγκη επιβίωσης των εταιρειών (mergers of necessity)** και όχι από καθαρά στρατηγικής ανάπτυξης κίνητρα.

Συνολικά για το 2009, σύμφωνα με αναλύσεις των Barclays Capital και Nomura Holdings, αναμένεται παγκοσμίως, περαιτέρω πτώση των Σ&Ε της τάξης του 30%.

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές – Εξελίξεις 2008, Προοπτικές 2009 Σελίδα **8** από **10**

Προοπτικές των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών στην Ελληνική Αγορά

Όσον αφορά στην Ελληνική πραγματικότητα, είναι γνωστό πως ένα από τα βασικά προβλήματα της Ελληνικής οικονομίας αποτελεί η χαμηλή ανταγωνιστικότητα των Ελληνικών επιχειρήσεων. Μία αποτελεσματική λύση συνιστά η σύμπραξη δυνάμεων. Το κλίμα φοβίας και εσωστρέφειας το οποίο ακόμη παρατηρείται σε μεγάλο ποσοστό των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οφείλει να αρχίσει να αποβάλλεται, καθώς **έχει καταστεί σαφές πως η διεθνής πρακτική των Σ&Ε αποτελεί μονόδρομο για ορισμένες εταιρείες, προκειμένου να θωρακιστούν και να μπορέσουν να αντιμετωπίσουν την τρέχουσα οικονομική κρίση.**

Στην Ελληνική αγορά, σοβαρά προβλήματα αντιμετωπίζουν οι εταιρείες σταθερής τηλεφωνίας και Internet, ο κλάδος των ιχθυοκαλλιεργειών, η ακτοπλοϊκή αγορά, και οι υπερχρεωμένες κατασκευαστικές εταιρείες.

Όσον αφορά στον Ελληνικό τραπεζικό κλάδο, μπορεί οι Ελληνικές τράπεζες να μην αντιμετωπίζουν προβλήματα έκθεσης σε subprime προϊόντα, ωστόσο, το μέχρι πριν από ένα χρόνο Ελντοράντο της διείσδυσης στα Βαλκάνια και στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης κινδυνεύει να μετατραπεί σε Βατερλό, καθώς η οικονομική κρίση έχει δημιουργήσει σημαντικότερα προβλήματα στις πιστωτικές αγορές των χωρών αυτών. Η συγκυρία αυτή, σε συνδυασμό με τη διεθνή πιστωτική κρίση, και τη σαρωτική πτώση των μετοχικών αποτιμήσεων έχουν πυροδοτήσει νέα σενάρια για Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο. Στόχος

είναι η αύξηση των εσόδων, η μείωση του λειτουργικού κόστους, καθώς και μία ισχυρότερη βάση καταθέσεων και κεφαλαίων. Ειδικά οι μικρότερες τράπεζες (Αττικής, FBB, Aspis, Γενική), είναι σχεδόν αδύνατο πλέον να επιβιώσουν χωρίς συμμαχίες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η πρόσφατη εξαγορά του 31% της Proton Bank από την Τράπεζα Πειραιώς. Σε κάθε περίπτωση, το ενδεχόμενο να επενδύσουν ξένες τράπεζες στην Ελλάδα μέσω εξαγορών εγχώριων τραπεζών δεν φαίνεται πιθανό, τουλάχιστον στο άμεσο μέλλον, καθώς ακόμη μετρούν τις πληγές τους από τα σύνθετα προϊόντα στα οποία είχαν επενδύσει. Αντιθέτως, η εγχώρια συγκέντρωση του κλάδου μεταξύ κάποιων εκ των Ελληνικών τραπεζών (με ανταλλαγή μετοχών παρά με μετρητά) είναι πιο βάσιμη.

Η MIG εμφανίζεται εκ νέου ως ο ισχυρότερος παίκτης στις Σ&Ε και αναμένεται να πρωταγωνιστήσει και κατά το 2009, καθώς διαθέτει ήδη ρευστότητα πλέον του €1δισ, ενώ με ιδιαίτερο ενδιαφέρον αναμένεται η κατά €5 δισ αύξηση κεφαλαίου, η οποία έχει προαναγγελθεί. Ο όμιλος έχει εμμέσως εκφράσει το ενδιαφέρον του για την Alpha Bank, αλλά και για τραπεζικά ιδρύματα σε χώρες της ΝΑ Ευρώπης.

Εν μέσω της κρίσης, κάποιες Ελληνικές επιχειρήσεις διαβλέπουν σημαντικές ευκαιρίες, όπως ο όμιλος Antenna, ο οποίος ανακοίνωσε πρόσφατα ότι εξετάζει εξαγορές άνω των €2 δισ στον κλάδο των ΜΜΕ στο Ηνωμένο Βασίλειο κυρίως, αλλά και σε άλλες Ευρωπαϊκές χώρες. Ο κ. Λαυρέντης Λαυρεντιάδης επίσης, ακολουθώντας τα βήματα του κ. Ανδρέα Βγενόπουλου, ανακοίνωσε τη δημιουργία ενός PE Fund με τελικό στόχο τη συγκέντρωση €4δισ, προς εξαγορά εταιρειών στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.

Αυτό που επιτυχώς διαβλέπουν οι ανωτέρω επιχειρηματίες είναι πως μία εξαγορά σε τόσο χαμηλό τίμημα, εν μέσω της κρίσης, έχει υψηλές πιθανότητες να αποφέρει σημαντικές αποδόσεις σε μέσο μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Κάθε κρίση αποτελεί έναν «κίνδυνο (wei)» και μία «ευκαιρία (ji)», όπως μας διδάσκει και το κινέζικο ιδεόγραμμα για τη λέξη «κρίση (weiji)», και **κάθε κίνδυνος για τον ανίσχυρο, αποτελεί μία ευκαιρία για τον ισχυρό.**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

**ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ**

7. ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

7.1 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2002-2005

Στον πίνακα που ακολουθεί βλέπουμε ορισμένα χαρακτηριστικά των εξαγορών και συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα στην Ελλάδα, κατά την διάρκεια της περιόδου 2002-2005.

Πίνακας 0-1: Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στον Ελληνικό Χώρο, 2002-2005

	2005	2004	2003	2002
Αξία Συναλλαγής Μετοχών (€ισ)	4,3	2,0	3,1	2,5
Μέση Αξία Συναλλαγής για Συναλλαγές με Δημοσιευμένο Τίμημα (€εκατ)	36,3	28,5	55,8	18,8
Αριθμός Συναλλαγών με Δημοσιευμένο Τίμημα	119	72	55	133
Αριθμός Συναλλαγών Χωρίς Δημοσιευμένο Τίμημα	98	138	114	195
Ποσοστό Αριθμού Συναλλαγών με Απόκτηση Μειοψηφίας	41%	36%	23%	32%

Πηγή: Pricewaterhouse Coopers (2006)

Το 2004 ο αριθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων αυξήθηκε κατά 24% σε σχέση με το 2005 χρονιά, φτάνοντας τις 209 συναλλαγές, εκ των οποίων τα δύο τρίτα περίπου αντιστοιχούν σε συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ εταιριών ελληνικών συμφερόντων (Pricewaterhouse Coopers, 2005). Η συνολική αξία των συναλλαγών μειώθηκε στα €2 δις από €3 δις το 2003, λόγω της αύξησης του ποσοστού εξαγοράς μειοψηφικών πακέτων έναντι μεριδίων πλειοψηφίας και συνεπώς την καταβολή χαμηλότερων τιμημάτων ανά συναλλαγή (Pricewaterhouse

Coopers, 2005).

Η πλειονότητα των επενδυτριών εταιριών ήταν μεγάλες επιχειρήσεις των οποίων ο κύκλος εργασιών ξεπερνά τα 50εκ., ενώ πραγματοποιήθηκε ιδιαίτερα χαμηλός αριθμός επενδύσεων από εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών (Pricewaterhouse Coopers, 2005). Οι κλάδοι που εμφάνισαν τη σημαντικότερη κινητικότητα σε εξαγορές & συγχωνεύσεις το 2004 ήταν αυτοί των τραπεζών και λοιπών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, της τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών και της βιομηχανίας, οι οποίοι πραγματοποίησαν το 44% των συνόλου του συναλλαγών(Pricewaterhouse Coopers, 2005).

Το 2007 το ύψος των συμφωνιών που αφορούσαν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις ανήλθαν στα €8δισ (Αποστόλου, 2007)

7.2 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2008

Η Ελληνική αγορά Σ&Ε, επηρεάστηκε σε μικρότερο βαθμό από τις διεθνείς αγορές. Η Marfin Investment Group (MIG) πρωταγωνίστησε κατά το 2008, με τη μεγαλύτερη σε αξία συναλλαγή, η οποία αφορά τη μεταβίβαση του 20% του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΤΕ, αρχικά προς τη MIG, και έπειτα από τη MIG προς τη Deutsche Telekom. Η κίνηση αυτή έφερε τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών στην πρώτη θέση των Σ&Ε στην Ελλάδα.

Ακολούθησε ο κλάδος της ποντοπόρου ναυτιλίας με την εξαγορά της Quintana Maritime από την Excel Maritime Carriers έναντι €1,4δισ, ενώ κινητικότητα παρατηρήθηκε επίσης και στο χώρο της τουριστικής ναυτιλίας, με συναλλαγές οι οποίες πλησιάζουν το €1δισ.

Στο χώρο των φαρμάκων επίσης υπήρξαν ανακατατάξεις δυνάμεων, με την εξαγορά από την Alaris του Ομίλου Γερολυμάτου, προσφέροντας €200εκατ., ενώ στο χώρο της υγείας, η Global Finance μέσω της επενδυτικής εταιρείας της «South Eastern Europe Fund LP» προχώρησε στην εξαγορά του 75% της Medicon System (Ευρωκλινική Αθηνών, Ευρωκλινική Παίδων) από τον όμιλο Eureka.

Ενδεικτικά, ακολουθεί πίνακας με σημαντικές συναλλαγές οι οποίες έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια του 2008, τόσο μεταξύ εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών, όσο και μη εισηγμένων.

Εταιρεία Στόχος	Εταιρεία Αγοραστής	Ποσοστό Εξαγοράς	Τίμημα (σε εκατ. €)
OTE (πακέτο Marfin Investment Group)	Deutsche Telekom	20,0%	2.550
Quintana Maritime	Excel Maritime Carriers	100,0%	1.400
Νεοχημική Λαυρεντιάδης	The Carlyle Group	73,5%	667
Minoan Lines Shipping	Grimaldi Group	67,0%	595
OTE	Deutsche Telekom	3,0%	437
Marfin Investment Group	Dubai Financial	6,5%	375
Alpha Bank	Paramount Services Holding Limited	4,0%	296
Blue Star Maritime	Attica Group	51,2%	290
Όμιλος Γερολυμάτου	Alapis	99,3%	200
X. Ροκας	Iberdrola Renovables	47,3%	174
TEPNA	ΓΕΚ	45,4%	158
Ασφαλιστικός βραχιονας MPB	CNP Assurances	50,0%	145
Medicon System	South Eastern Europe Fund L.P.	75,0%	133
Alpha Media Group	RTL Group	66,6%	126
Paradise Tankers Holding	Stena Bulk	35,0%	70
Plus Hellas	Άλφα Βήτα Βασιλόπουλος	100,0%	70
Χρυσή Ευκαιρία	South Eastern Europe Fund	75,0%	64
Κόρινθος Power	Μυτιληναίος	65,0%	60
Marks & Spenser Marinopoulos	Marks & Spencer International Holdings	50,0%	50
Proton Bank	Τράπεζα Πειραιώς	31,3%	25

Πηγή : Έρευνα της Υποδομή Σύμβουλοι Α.Ε.

7.3 ΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

Ένας από τους βασικούς λόγους που οδήγησαν τις ελληνικές τράπεζες στην επιλογή των εξαγορών και συγχωνεύσεων για τη μεγέθυνσή τους υπήρξε η σημειωθείσα τεχνολογική πρόοδο στην πληροφορική και τις τηλεπικοινωνίες, η οποία κατέστησε δυνατή την επίτευξη οικονομιών κλίμακας (Μανασάκης, 2002).

Συγκεκριμένα, η τεχνολογική πρόοδος δημιούργησε δυνατότητες επίτευξης οικονομιών κλίμακας μέσω της λειτουργίας νέων δικτύων (τηλέφωνο, Internet). Στο νέο τραπεζικό περιβάλλον, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτέλεσαν ταχύτερο και χαμηλότερου κόστους στρατηγική για την επέκταση του δικτύου υποκαταστημάτων. Με προϋπόθεση ότι οι τράπεζες που ακολούθησαν την εν λόγω στρατηγική θα ολοκλήρωναν επιτυχώς τον ανασχεδιασμό των επιχειρηματικών διαδικασιών τους, η μεγέθυνσή τους σε συνδυασμό με την παροχή νέων καταναλωτικών και επιχειρηματικών προϊόντων υψηλής προστιθέμενης αξίας και τη βελτίωση της κατανομής των σταθερών εξόδων σε έναν μεγάλο όγκο συναλλαγών, εξασφάλισε σημαντικές οικονομίες κλίμακας και αύξηση της κερδοφορίας.

Η διεθνής πιστωτική κρίση έφεραν στην επιφάνεια την ανάγκη περισσότερων εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο (In.gr, 2008).

Στο τέταρτο τρίμηνο του 2008 είχαμε την εξαγορά από την Τράπεζα Πειραιώς του 31,3% της Proton Bank (Τράπεζα Πειραιώς, 2009). Η σχέση ανταλλαγής που συμφωνήθηκε ήταν 8,25 μετοχές της Proton Bank για κάθε μία μετοχή της Τράπεζας Πειραιώς (Τράπεζα Πειραιώς, 2009). Βάσει των τιμών κλεισίματος των δύο μετοχών στο ΧΑΑ της Παρασκευής 31/10/08, €1,18 για την Proto Bank και €9,69 ο λόγος ανταλλαγής είναι 8,21 μετοχής της Proton Bank για κάθε μετοχή της Τράπεζας Πειραιώς. Έτσι, επρόκειτο να ανταλλαγούν 19.629.247 μετοχές της Proton Bank με 2.379.303 μετοχές Τράπεζας Πειραιώς από το απόθεμα ιδίων μετοχών της (Τράπεζα Πειραιώς, 2009).

7.4 ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ: Η ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΙΟΝΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ALPHA BANK

Τον Απρίλιο του 2000 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση της Ιονικής Τράπεζας και της Alpha Πίστεως. Οι συνέργειες που προέκυψαν από αυτή την συγχώνευση ήταν

κυρίως δύο ειδών. Πρώτον, υπήρξαν συνέργειες που οδήγησαν σε ενίσχυση των εσόδων και βελτίωση της παραγωγικότητας. Δεύτερον, υπήρξαν συνέργειες που οδήγησαν στον έλεγχο των λειτουργικών δαπανών και στη βελτίωση των δεικτών αποτελεσματικότητας, μέσω της εξάλειψης των παράλληλων δομών διοίκησης και κεντρικών υπηρεσιών.

Επίσης, η προαναφερθείσα συγχώνευση βελτίωσε και την πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών.

Ενίσχυση των Εσόδων και βελτίωση της Παραγωγικότητας

Με την απόκτηση της Ιονικής διπλασιάστηκαν τα καταστήματα του ομίλου, με αποτέλεσμα να ενισχυθεί το μερίδιο αγοράς του ομίλου, το οποίο διαμορφώθηκε στο 20% της συνολικής ελληνικής τραπεζικής αγοράς (Ρομποτής, 2002).

Η Alpha είχε την δυνατότητα 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 χρηματιστηριακών συναλλαγών, διαθέσεως ομολόγων, leasing, factoring, χρηματοοικονομικών συμβουλών και επενδυτικών προϊόντων (Ρομποτής, 2002).

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 €22δισ.

Στο δίκτυο της Ιονικής 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.

Μείωση του Κόστους Λειτουργίας

Ενώ διατηρήθηκαν σε ισχύ οι επιχειρησιακές συμβάσεις εργασίας που είχαν υπογραφεί από την Ιονική Τράπεζα, έγινε, ωστόσο, μια προσπάθεια μείωσης των συνολικών δαπανών που σχετίζονται με το προσωπικό, καθώς εφαρμόστηκε πρόγραμμα κινήτρων εξόδου προσωπικού για άτομα μεγάλης ηλικίας (Ρομποτής, 2002). 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 ομογενοποίησης τόσο σε εργασιακό όσο και σε διοικητικό επίπεδο.

Μείωση του Κόστους Δανεισμού

Τέλος, η συγχώνευση της Τράπεζας Πίστεως 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 (Ρομποτής, 2002).

Τελικά Συμπεράσματα

Συνοπτικά αναφέρεται ότι όλες οι εμπειρικές μελέτες για εξαγορές και συγχωνεύσεις στις διεθνείς και ελληνικές αγορές καταλήγουν σε σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους των εταιριών που εξαγοράζονται και σε συγκρατημένα, περιορισμένα ή και αρνητικά κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους των εταιριών που εξαγοράζουν. Παρά το γεγονός αυτό, η ανάγκη για ενίσχυση του εταιρικού μεγέθους καθώς και για διαρκή ανάπτυξη των δραστηριοτήτων στο σημερινό διεθνοποιημένο περιβάλλον, εξακολουθεί να προτρέπει σε σταθερή κινητικότητα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων τις μεγάλες αλλά και τις μικρότερες επιχειρήσεις των ανεπτυγμένων οικονομιών του εξωτερικού, με αποτέλεσμα οι προσδοκίες των χρηματιστηριακών αγορών να διαμορφώνονται πολλές φορές βάσει αυτού του είδους των εξελίξεων. Επίσης αναφορικά με το ότι οι υπεραποδόσεις των μετόχων των απορροφούμενων ή εξαγοραζόμενων τραπεζών ήταν οπωσδήποτε μεγαλύτερες έναντι αυτών που εξασφάλισαν οι μέτοχοι των απορροφουσών ή εξαγοράζουσων, με αποτέλεσμα οι σταθμισμένες σωρευτικές υπεραποδόσεις να μην διαφέρουν στατιστικά από το μηδέν. Παρατηρείται επίσης ότι, στις περιπτώσεις που και οι δύο εταιρείες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθήνας, οι σωρευτικές υπεραποδόσεις είναι στατιστικά ισχυρότερες έναντι των περιπτώσεων που μόνο η μία εταιρεία ήταν εισηγμένη, γεγονός που ενισχύει το ότι σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, η χρηματιστηριακή τιμή μια εταιρείας αντανακλά αξιόπιστα τη δυναμική της.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. MANNE H., 1965. "Mergers and the market for corporate control." Journal of Political Economy, 73: 110- 120.
2. JARRELL, G. and POULSEN, A. 1989. "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades." Financial Management, 12: 18-37.
3. PERRY, M. and PORTER, R.. (1985). "Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger." American Economic Review, 75: 219-227.
4. LEVY, H. AND SARNAT, M., 1990. Capital Investment and Financial Decisions. 4th ed. Prentice Hall.
5. RAVENSCRAFT D. and LONG W. 1993. What takeovers and Leverage Buyouts Mean for Corporate Governance, ed Margaret M. Blair, Washington, D.C : Brookings Institution
6. ΧΡΗΣΤΟΥ, Γ. 1994. Εισαγωγή στην Οικονομετρία. Αθήνα: εκδόσεις Gutenberg.
7. ELTON, E. and GRUBER, M., 1995. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons.
8. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗΣ, Ν., 1999. “Εξαγορές & Συγχωνεύσεις. Εταιρική Στρατηγική” Investment and Research Analysis Journal, Δεκέμβριος
9. BREALEY R, A. AND MYERS, S, C., 2000. Principles of Corporate Finance. 6th ed.. Irwin Mc Graw-Hill.ROSS, S., WESTERFIELD, R. AND JAFFE, J. 1999. Corporate Finance. 5thed. Irwin/McGraw-Hill
10. ANDRADE, G., MITCHELL, M., and STAFFORD, E. 2001. “New Evidence and Perspectives on Mergers.” Journal of Economic Perspectives, (15) 2: 103-120
11. ALTUNBAS, Y and IBÁÑEZ, D.M. 2001. “Mergers And Acquisitions And Bank Performance In Europe The Role Of Strategic Similarities.” ECB, Working paper series, No. 398 October
12. ΚΑΝΤΖΟΣ, Κ. 2002. Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων. Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”.
13. ΜΑΝΑΣΑΚΗΣ, Κ., 2002. “Εκτίμηση Υπερκανονικών Αποδόσεων Λόγω

Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Μεταξύ τραπεζών: η Περίπτωση της Ελλάδας.”

14. ΡΟΜΠΟΤΗΣ, Γ., 2002. “Η Στρατηγική των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών στον Τραπεζικό κλάδο: Η περίπτωση του Ομίλου της Alpha Bank.”
15. ΠΡΩΤΟΠΑΠΑΣ, Π. ΤΡΑΥΛΟΣ, Ν. και ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ, Ν., 2003. “Συγχωνεύσεις Και Εξαγορές Επιχειρήσεων Στην Ελλάδα: Επίδραση Στην Χρηματιστηριακή Τιμή Των Εμπλεκόμενων Επιχειρήσεων.” Σπουδαί, 53(4): 80-104
16. PRICEWATERHOUSE COOPERS, 2005. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Επιχειρήσεων 2004
17. PRICEWATERHOUSE COOPERS, 2006. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Επιχειρήσεων 2005.
18. ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ, Β., 2006. “Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις της Νέας Χιλιετίας.” ΣΕΠΕ-News-Σύνδεσμος Επιχειρήσεων Πληροφορικής και Επικοινωνιών Ελλάδας, Ιούλιος-Αύγουστος-Σεπτέμβριος, σελ. 16-21.
19. ΑΠΟΣΤΟΛΟΥ, Μ., 2007. “Deals 11 δισ. ευρώ Σφράγισαν το 2007.” Ημερησία, 29-30 Δεκεμβρίου, σελ.4.
20. ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ, Β. και ΘΑΝΟΣ, Ι. 2008. “Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Η Ελληνική Εμπειρία.” Επιστημονικό **Μάρκετινγκ**, Μάρτιος 2009: 97-100.

ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΑΠΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

1. *Συγχωνευσεις και Εξαγορες, Εξελιξεις 2008 - Προοπτικες 2009*
http://www.hypodomi.gr/docs/Hypodomi_Consulting-M_A_2008_Review.pdf
2. Το Πρώτο “Κύμα” Εξαγορών & Συγχωνεύσεων στην Ελλάδα
<http://www.iraj.gr/IRAJ/M&As.pdf>
3. IN.GR, 2008. Νέες Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στον Ελληνικό Τραπεζικό Κλάδο Φέρνει η Διεθνής Κρίση [online]. 15 Οκτωβρίου. Διαθέσιμο από: <http://www.in.gr/NEWS/article.asp?lngEntityID=947893>

4. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, 2009. Εξαγορά του 31,31% της Proton Bank (5/11/2008) [online]. Διαθέσιμο από:
<http://www.piraeusbank.gr/ecPage.asp?id=287444&lang=1&nt=78>
5. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ, 2009. Νομοθετικό Διάταγμα 1297/1972 «Περί παροχής φορολογικών κινήτρων δια την συγχώνευσιν ή μετατροπήν επιχειρήσεων προς δημιουργίαν μεγάλων οικονομικών μονάδων» (ΦΕΚ Α' 217/8.12.1972)[online]. Διαθέσιμο από: <http://nomothesia.ependyseis.gr/eu-law/downloadsDetails.do?action=itemDetails&itemId=1017>