

7. ΕΞΑΓΟΡΕΣ - ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΟΙ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ

ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- Είδη των Ε&Σ βάσει κριτηρίων:
 - Α) Βάσει της νομικής υπόστασης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης.**
- **Εξαγορά (Acquisition – Takeover)** όπου έχουμε απόκτηση τμήματος ή ολόκληρης της επιχειρήσεως με μετρητά.
Η αγοράστρια αποκτά έλεγχο της εξαγοραζόμενης που εξακολουθεί να υφίσταται ως θυγατρική.

ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- **Συγχώνευση (Merger)** είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων.
 - Τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφώμενης εταιρίας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα.
 - Ανταλλαγή μετοχών.
 - Παύση της απορροφώμενης και ανάληψη υποχρεώσεων και δικαιωμάτων από απορροφώσα.

ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- **Β) Βάσει τρόπου της προσφοράς εξαγοράς, διακρίνονται σε:**
 - Δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public Tender Offer)
 - Συγχώνευση (Merger)
 - Proxy fights (Η.Π.Α.) – Εκμετάλλευση της δυνατότητας ψήφου μέσω αντιπροσώπου, διείσδυση στο ΔΣ και ενίσχυση πρότασης εξαγοράς
 - **Γ) Βάσει της στάση/διάθεσης της διοικήσεως της εξαγοραζόμενης εταιρίας, διακρίνονται σε:**
 - Εχθρική (Hostile)
 - Φιλική (Friendly)
- Οι δημόσιες προσφορές εχθρικές, οι συγχωνεύσεις φιλικές

ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- Δ) Βάσει βαθμού συσχέτισης δραστηριοτήτων ή του βαθμού ολοκλήρωσης, διακρίνονται σε:
- Συσχετισμένες (Related or concentric mergers) για εταιρίες ίδιου ή παρεμφερούς αντικειμένου και χωρίζονται σε:
 - 1. Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers) στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας.
 - 2. Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers) σε διαφορετικά τμήματα λειτουργιών της παραγωγικής αλυσίδας.
- Ασυσχέτιστες (Unrelated mergers or conglomerates) για εταιρίες διαφορετικών κλάδων και δραστηριοτήτων.

ΤΙ ΙΣΧΥΕΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

- **Συγχώνευση με απορρόφηση** όπου γίνεται ένωση των περιουσιακών στοιχείων 2 επιχειρήσεων Α και Β χωρίς εκκαθάριση και με καθολική αποδοχή έτσι ώστε οι μέτοχοι της απορροφούμενης Β να γίνονται μέτοχοι στην απορροφούσα Α καθώς λαμβάνουν σαν αντίτιμο μετοχές της εταιρείας Α.
- **Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας** είναι η περίπτωση όπου 2 ή περισσότερες εταιρείες ενώνονται και μεταβιβάζουν την περιουσία τους σε μια τρίτη εταιρεία που ιδρύουν. Η περίπτωση αυτή ονομάζεται ενοποίηση. Οι προηγούμενες εταιρείες, οι συγχωνευόμενες, παύουν να υπάρχουν.
- **Συγχωνευτική εξαγορά** εννοούμε τη μεταβίβαση του συνόλου της περιουσίας μιας ή περισσότερων εταιρειών σε μια άλλη επιχείρηση χωρίς να γίνει εκκαθάριση έναντι χρηματικού ανταλλάγματος κι όχι μεριδίων της εξαγοράζουσας εταιρείας. Αποτέλεσμα είναι η εξαφάνιση της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

ΑΠΕΚΔΥΣΕΙΣ (DIVESTITURES)

- **Απεκδύσεις** (divestments) – Είναι το αντίθετο των Ε&Σ, γνωστές επίσης ως demergers. Είδη απεκδύσεων:
 - **Εκποίηση** (Sell off) - η πωλούσα εταιρεία πουλάει μέρος της επιχείρησης με αντάλλαγμα ρευστά ή χρεόγραφα της αγοράζουσας εταιρείας. Το ακριβώς αντίθετο της συγχώνευσης.
 - **Αποσκίρτηση** (Spin-off) – δημιουργία θυγατρικής «αποκολλώντας» τμήμα-δραστηριότητα της μητρικής και δημιουργία ανεξάρτητης εταιρίας (φορολογικοί λόγοι, δημιουργία αξίας, συνηθίζεται για μη σχετικές με το core business δραστηριότητες).
 - **Απόσχιση** (Split-off) - Μεταβίβαση των μετοχών κάποιου τμήματος εταιρίας ή των μετοχών θυγατρικής σε κάποιους από τους μετόχους της μητρικής ή τρίτους, μέσω ανταλλαγής των μετοχών που κατέχουν στη μητρική (επιδιώκεται ο διαχωρισμός της μητρικής, ύποπτη δραστηριότητα που συνήθως υποκρύπτει προβληματικό κλάδο ή εταιρία).

ΑΠΕΚΔΥΣΕΙΣ (DIVESTITURES)

- **Κατάτμιση** (Split-up) – διάσπαση μητρικής σε άλλες εταιρίες και διανομή μετοχών στους μετόχους των νέων εταιριών (παύση λειτουργίας μητρικής, αφορά περιπτώσεις όπου η διάσπαση πραγματοποιείται για νομικούς ή λειτουργικούς λόγους).
- **Αποκοπή** (Carve-out) – η μητρική εταιρεία αντλεί μετοχικά κεφάλαια κάνοντας δημόσια εγγραφή μιας θυγατρικής της (partial spin-off, συναντάται σε σχεδιαζόμενα IPOs κάποιων spin-offs).

MBOs

- **MBOs** (Management Buyouts)
 - απόκτηση ελέγχου εταιρίας από στελέχη διοίκησης ή επενδυτές (venture capital, private equity – αναγκαιότητα ύπαρξής τους).
 - Πίστη των στελεχών ότι μπορούν καλύτερα αλλά φοβούνται και θέματα ελέγχου.
 - Διαγραφή από το χρηματιστήριο και μετατροπή σε μη εισηγμένη εταιρία (going private transactions).
 - Απαιτείται συνήθως δανεισμός για τη συναλλαγή.

LBOs

- **LBOs** (Leveraged Buyouts) – η διαδικασία του MBO με πολύ υψηλή χρήση δανεισμού, όπου η απόκτηση ελέγχου πραγματοποιείται συχνά με ενέχυρο τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης (junk bonds λόγω υψηλής δανειοδότησης, debt to equity ratio, χρεοκοπίες τη δεκαετία του 1980).
- **Reverse LBOs** - μία εταιρία που έχει γίνει ιδιωτική με LBO γίνεται ξανά εισηγμένη μέσω πώλησης της συμμετοχής των αρχικών επενδυτών (managers ή venture capital fund) ή με δημόσια εγγραφή στο ευρύ επενδυτικό κοινό (secondary IPOs).
- Υπάρχουν έρευνες όπου καταγράφονται θετικές αποδόσεις των εταιριών μετά το IPO.

ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- Εκτεταμένη εμπειρική έρευνα στις αποδόσεις των Ε&Σ.
- Οι εξαγοραζόμενες εταιρείες (targets) κερδίζουν κατά μέσον όρο περίπου 20% με 43%.
- Οι εξαγοράζουσες (bidders) υφίστανται μικρές ζημίες, ή στην καλύτερη των περιπτώσεων είναι ουδέτεροι.
- Μεταφορά πλούτου και ελάχιστα θετικό ολικό αποτέλεσμα.

ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

- Έρευνες του στρατηγικού μάρκετινγκ συμφωνούν.
- Παπαδάκης (2002), - εξέταση 72 περιπτώσεων συγχωνεύσεων από σύνολο 242, για την περίοδο 1997-99, το 58% χειροτέρευση απόδοσης των κεφαλαίων και 60% απογοητευμένες αναφορικά με πιθανές συνέργειες.
- Οι Ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν οριζόντιες ή/και συσχετισμένες από τις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.
- Το μέγεθος και η εμπειρία του αγοραστή επιδρά θετικά στις αποδόσεις του, ενώ αρνητικά επιδρά η μεγάλη διασπορά των μετοχών λόγω της συγχώνευσης.

ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

- Πιθανότητα αποτυχίας περίπου 50%!
- Μεγάλος επιχειρηματικός κίνδυνος
- **Γιατί λοιπόν Ε&Σ?**
- Πολλές φορές ταχεία ανάπτυξη εταιριών μέσω Ε&Σ (Alaris, τράπεζες)
- Συνειδητοποίηση του στρατηγικού τους χαρακτήρα και της ανάγκης επιδίωξης δημιουργίας ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

ΣΤΑΔΙΑ - ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- Πέντε διακριτά στάδια:
- **1. Ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής (corporate strategy development)**
 - Επιλογή της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής σε συμφωνία με τις επιμέρους ανταγωνιστικές στρατηγικές των διαφόρων επιχειρηματικών μονάδων της επιχείρησης.
 - Οι στρατηγικές αναλύσεις PEST, 5 Δυνάμεων του Porter, SWOT και πόρων και ικανοτήτων βοηθούν στη συνειδητοποίηση της κατάλληλης στρατηγικής (οριζόντια / κάθετη, συσχετισμένη / ασυσχέτιστη).

ΣΤΑΔΙΑ - ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- **2. Επιλογή συγκεκριμένης στρατηγικής εξαγορών (selection of acquisition strategy)**
 - Επιλογή και υλοποίηση στρατηγικής αξιολογώντας τους στόχους με βάση δύο κριτήρια:
 - τη στρατηγική καταλληλότητα (strategic fit) του target ώστε να υπάρχουν συνέργειες και ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.
 - τη δημιουργία αξίας (value creation) από τη συγχώνευση, μέσω βελτίωσης απόδοσης άνω του κόστους κεφαλαίου.

ΣΤΑΔΙΑ - ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- **3. Οικοδόμηση της συμφωνίας εξαγοράς και διαπραγμάτευση (deal structuring and negotiation)**
 - Επιλογή συμβούλων (π.χ. επενδυτικών τραπεζών, δικηγόρων, ορκωτών ελεγκτών, φορολογικών συμβούλων, κ.λπ.).
 - Εξονυχιστικός έλεγχος (due diligence) της εταιρίας στόχου εξαγοράς από εσωτερικούς ή εξωτερικούς ελεγκτές και συμβούλους (πληροφορίες οικονομικές, νομικές, φορολογικές, M.I.S., οργανωτικά και διοικητικά συστήματα, εταιρική κουλτούρα, κλπ.).
 - Ορθή Αποτίμηση (valuation) της εταιρίας target και καθορισμός του premium χωρίς απώλεια συνεργειών.

ΣΤΑΔΙΑ - ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- **3. Οικοδόμηση της συμφωνίας εξαγοράς και διαπραγμάτευση (deal structuring and negotiation)**
 - Συμφωνία ως προς τις διοικητικές θέσεις, το Διοικητικό Συμβούλιο (περιπτώσεις λήξης συμφωνιών).
 - Ανάπτυξη των διαφόρων τακτικών εξαγοράς (bid tactics) από πλευράς bidder, και μορφών αμύνης (defense strategies) από πλευράς target σύμφωνα με το ισχύον νομικό πλαίσιο.

ΣΤΑΔΙΑ - ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- **4. Ενσωμάτωση της εξαγορασθείσας εταιρίας (post acquisition integration)**
 - Ενοποίηση συστημάτων
 - Εταιρική κουλτούρα
 - Ανθρώπινο δυναμικό
 - Συστήματα οργάνωσης και πληροφόρησης

ΣΤΑΔΙΑ - ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- **5. Αξιολόγηση της συγχώνευσης και εκμάθηση (post acquisition audit and learning)**

Διαδικασία αντίληψης λαθών του παρελθόντος και διόρθωσης στο μέλλον (δεν παραλείπεται από εταιρίες που είχαν εμπλακεί σε Ε&Σ).

ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

- i. Λανθασμένη αποτίμηση των εταιρειών που συμμετέχουν.
- ii. Τα κρυφά κόστη που μπορεί να αντιμετωπίσει η αγοράστρια εταιρεία (π.χ. κόστη που συσχετίζονται με αμυντικές τακτικές).
- iii. Η παραβίαση των κανόνων του ελεύθερου ανταγωνισμού (δεν πρέπει να δημιουργούνται μονοπωλιακές ή ολιγοπωλιακές καταστάσεις).
- iv. Η διαφορά στην εταιρική κουλτούρα μεταξύ των 2 υπό συνένωση εταιρειών.
- v. Το επίπεδο της τεχνολογικής εξέλιξης και η εκπαίδευση του προσωπικού.

ΑΜΥΝΤΙΚΕΣ ΤΑΚΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑ ΤΩΝ ΕΧΘΡΙΚΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

- 1) Μεταφορά της έδρας και του καταστατικού της επιχείρησης
- 2) Αγορά ιδίων μετοχών (share buybacks)
- 3) Αγορά μετοχών από τους εργαζόμενους (stock options)
- 4) Αύξηση των μερισμάτων
- 5) Συγχώνευση με άλλες εταιρείες για να αυξηθεί το μέγεθος
- 6) Μη διατήρηση μεγάλου ποσού ρευστών διαθεσίμων
- 7) Πρόσκληση λευκού ιππότη (white knight)
- 8) Χρήση των χρυσών αλεξίπτωτων (golden parachute)
- 9) Χρήση των δηλητηριωδών χαπιών (poison pills)
- 10) Δανεισμός μεγάλων ποσών πληρωτέα άμεσα μετά την εξαγορά.
- 11) Πώληση των “κοσμημάτων του στέμματος” (crown jewels)
- 12) Δικαστικές και νομικές επεμβάσεις – καθυστερήσεις