



**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ  
«ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»**

**(Mergers and Acquisitions)**

**ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ:**

**ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ ΣΥΡΑΓΟΠΟΥΛΟΥ ΑΜ: 7496**

**ΒΑΛΕΝΤΙΝΑ ΤΕΡΖΟΠΟΥΛΟΥ ΑΜ: 7668**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:**

**ΓΑΡΟΥΦΑΛΗΣ ΚΩΝ/ΝΟΣ**

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία, αναφέρεται στην μελέτη των εμπορικών πράξεων και συγκεκριμένα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αρχικά, σύμφωνα με ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία καταγράψαμε τις βασικές έννοιες των φαινομένων αυτών. Η διάσταση ωστόσο που έχουν αποκτήσει τα φαινόμενα αυτά τα τελευταία χρόνια μας οδήγησε στην πιο διεξοδική μελέτη τους, εξετάζοντάς τα ενδότερα και παραθέτοντας την πορεία τους στα χρόνια, τους κινδύνους που περικλείουν, τα κίνητρα αλλά και τους λόγους που κρίνονται ανεπιτυχή. Επιπλέον η εργασία περικλείει μια χρηματοοικονομική προσέγγιση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, με αναφορές στον τρόπο χρηματοδότησης, στις αιτίες που οδηγούν στις πράξεις αυτές, στον τρόπο που αξιολογούνται, στους νόμους που τις διέπουν καθώς και αναφορά στον καθοριστικό ρόλο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Κρίνοντας καθοριστικό τον ρόλο του χρηματιστηρίου στο οικονομικό περιβάλλον, προχωρήσαμε στην προσέγγιση του καθώς και στον άμεσο συσχετισμό του με το θέμα μας. Η μακροσκελή αναφορά μας στην χρηματοπιστωτική κρίση κρίθηκε απαραίτητη, με ρόλο άκρως καθοριστικό στην ευρεία πορεία της οικονομίας δεν γινόταν να μην αποτελέσει ένα σκέλος με ιδιαίτερη ανάλυση τόσο ευρέως όσο και ξεχωριστά στα ελληνικά δεδομένα. Εν όψη μίας μελέτης με σκοπό την κατανόηση και καταγραφή των συγχωνεύσεων και εξαγορών θεωρήσαμε σημαντική και την αναφορά σε προοπτικές που έχουν τα φαινόμενα αυτά μελλοντικά, με βάση την παρεχόμενη βιβλιογραφία. Ως εκ τούτου η εργασία αυτή αποτελεί μια πρόταση για την προσέγγιση και κατανόηση των οικονομικών φαινομένων «συγχωνεύσεων και εξαγορών» καθώς και μια πρόκληση για περαιτέρω έρευνα στο παραπάνω γνωστικό αντικείμενο.

## ABSTRACT

The present degree thesis refers to the study of commercial transactions and more specifically to the business acquisitions and mergers. Firstly, we recorded the fundamental principles of these transactions according to the both national and international bibliography. Nevertheless, the wide extent of these practices over the last few years has led us to carry out a more thorough research into the subject, taking into account their course through the years, the risks and incentives involved on one hand and on the other hand the reasons why they are often unsuccessful. Moreover, this thesis includes references to the way these transactions are financed, to the causes that lead to them, to the way they are evaluated, the laws that rule them and finally there is an allusion to the critical role of the European Central Bank. Taking the determining role of the Stock market in the economy for granted, we tried to analyze it and correlate to our subject directly. Our longwinded reference to the economic crisis was considered necessary due to the fact that this crisis has greatly influenced the national and international economy. In order to fully understand the business acquisitions and mergers the reference to a future prospective of these transactions was considered significant based on the existing bibliography. Therefore, this thesis should be regarded as a different approach of the business mergers and acquisitions as well as a chance for further research to be conducted.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
<b><u>Κεφάλαιο 1: ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.</u></b>	
1.1 Βασικές έννοιες- Ορισμοί.	7
1.2 Ιστορική Αναδρομή.	7
1.3 Είδη- Τύποι Σ & Ε.	11
1.4 Στάδια διαδικασίας Σ & Ε.	13
1.5 Κίνητρα πραγματοποίησης Σ & Ε.	17
1.6 Κίνδυνοι που μπορεί να προκύψουν κατά την υλοποίηση μίας Σ & Ε.	18
1.7 Λόγοι αποτυχίας των Σ & Ε.	20
<b><u>Κεφάλαιο 2 : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ</u></b>	
2.1 Μορφές χρηματοδότησης της Σ & Ε.	25
2.2 Προσέγγιση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.	28
2.3 Αιτίες Σ & Ε.	
2.3.1 Εσωτερικοί παράγοντες που οδηγούν στην ανάγκη εξαγοράς, εξαγορασμού, συγχώνευσης .	31
2.3.2 Εξωτερικοί παράγοντες.	40
2.4 Μέθοδοι Αξιολόγησης των Σ & Ε.	44
2.5 Αναφορά στις γενικές κανονιστικές διατάξεις.	48
<b><u>Κεφάλαιο 3: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.</u></b>	
3.1 Ο παράγοντας χρηματιστήριο σε Σ & Ε.	55
3.2 Εκτίμηση κόστους μετοχών σε περιπτώσεις Σ ή Ε.	58
3.3 Χρηματοπιστωτική κρίση του 21ου αιώνα σε Σ & Ε.	
3.3.1 Παγκόσμια Οικονομία.	60
3.3.2 Ελληνική Οικονομία.	67
3.4 Προοπτικές- Στατιστικά Στοιχεία.	72
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	79
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	81

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις χαρακτηρίζεται ευρέως για τις συνεχείς μεταβολές τις οποίες δέχεται. Η άμεση εξάρτηση των επιχειρήσεων με παράγοντες του εξωτερικού περιβάλλοντος εντός του οποίου δραστηριοποιούνται, αποτελεί ένα γεγονός γενικά αποδεκτό καθώς η συνεχής συσχέτισή τους δεν παύει να υφίσταται. Οι συνθήκες που επικρατούν στην αγορά και στην ευρύτερη κοινωνία δημιουργούν έντονη διαδραστικότητα ωθώντας τους επιχειρηματίες στην αναζήτηση νέων και αποτελεσματικότερων διεξόδων. Σύμφωνα με τις περισσότερες επιχειρήσεις η επικρατέστερη επιλογή για την αντιμετώπιση των νέων προκλήσεων που καλούνται να αντιμετωπίσουν είναι η πραγματοποίηση ενεργειών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Ήδη από την έναρξη της νέας αυτής χιλιετίας είναι φανερό ότι η οικονομική κρίση που επήλθε οδήγησε στην χρεοκοπία ένα σημαντικό αριθμό επιχειρήσεων καθώς και στην έντονη προσπάθειά τους για επιβίωση και την παραμονή στον επιχειρηματικό κλάδο. Με την επιλογή διενέργειας συγχωνεύσεων και εξαγορών από την πλειάδα των επιχειρήσεων που καλέστηκαν να αντιμετωπίσουν τέτοια θέματα είναι ευρέως αποδεκτό πλέον ότι αποτελεί έναν επιτυχή τρόπο οικονομικής ενδυνάμωσης.

Η υιοθέτηση σύγχρονων μεθόδων στρατηγικής ανάπτυξης από τις επιχειρήσεις όπως άλλωστε θεωρούνται οι εμπορικές πράξεις συγχωνεύσεις και εξαγορές παρουσιάζονται ως οι τρόποι εταιρικής συνένωσης για την επίτευξη των στρατηγικών στόχων των μερών. Επιπλέον οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν συναλλαγές καίριας σημασίας καθώς με την διεξαγωγή τους κρίνεται η οικονομική ευημερία των επιχειρήσεων και ευρύτερα του οικονομικού-εμπορικού κλάδου.

Στην παρούσα εργασία μελετούνται τα φαινόμενα των συγχωνεύσεων και εξαγορών τα οποία έχουν αυξηθεί κατακόρυφα τα τελευταία χρόνια. Προσεγγίζοντας τις οικονομικές αυτές δράσεις που καλούνται έτσι, αρχικά στην εργασία αυτή παραθέτονται οι όροι ώστε να γίνει πλήρως κατανοητή η έννοια τους, οι τύποι με τους οποίους διαχωρίζονται, μια ιστορική αναδρομή καθώς και η παρουσίαση των κινδύνων, των κινήτρων και των λόγων αποτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Εν συνεχεία στην παρακάτω εργασία παρουσιάζονται οι μορφές χρηματοδότησης τους, μια ευρύτερη προσέγγιση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, τα αίτια που ωθούν στην πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι μέθοδοι αξιολόγησης τους και οι επικρατέστερες κανονιστικές διατάξεις που διέπουν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Εν κατακλείδι στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας μας προσεγγίζουμε τον παράγοντα χρηματιστήριο και αναφερόμαστε στην χρηματοπιστωτική κρίση της νέας χιλιετίας η οποία κλόνισε την οικονομία και τον επιχειρηματικό κλάδο ευρύτερα. Στην συνέχεια ακολουθεί η παρουσίαση των μελλοντικών προοπτικών καθώς και ορισμένων στατιστικών στοιχείων, ενώ η παρούσα εργασία λαμβάνει τέλος με την παράθεση των συμπερασμάτων που διεξήχθησαν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> :

ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.

## 1.1 Βασικές Έννοιες - Διαφορά Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν μορφές επιχειρησιακής στρατηγικής οι οποίες αφορούν ενέργειες που σχετίζονται με φάσεις ανάπτυξης, ολοκλήρωσης καθώς και επέκτασης δραστηριοτήτων.

Ως συγχώνευση (merger) ορίζεται η ενέργεια, η οποία οδεύει στην ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφημένης επιχείρησης μεταβιβάζονται στην απορρόφησα επιχείρηση έναντι ανταλλάγματος. Το αντάλλαγμα αποτελείται από μερίδια συμμετοχής (μετοχών) βασισμένα σε μια ήδη προκαθορισμένη σχέση ανταλλαγής. Οι απορροφημένες επιχειρήσεις λύνονται χωρίς να ακολουθήσει η εκκαθάριση τους, ενώ παράλληλα η απορρόφησα τη διαδέχεται σε όλες τις υποχρεώσεις και τα δικαιώματα της καθώς πλέον δεν υφίσταται νομικά .

Ως εξαγορά (acquisition) ορίζεται η διαδικασία απόκτησης ενός μέρους ή και του συνόλου της επιχείρησης έναντι χρηματικού ανταλλάγματος (μετρητών). Η αγοράστρια επιχείρηση αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης και εξακολουθεί να υφίσταται νομικά (ως υποκείμενο δικαίου). Η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται με αυτόν τον τρόπο θυγατρική της εξαγοράζουσας.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αν και εννοιολογικά πολλές φορές συγχέονται, διαφέρουν σημαντικά στην νομική τους υπόσταση. Συγκεκριμένα σε ενέργειες συγχωνεύσεων οι επιχειρήσεις παύουν να υφίστανται ως υποκείμενα δικαίου, εν αντιθέσει σε πράξεις εξαγορασμού.

## 1.2 Ιστορική Αναδρομή

Η εμφάνιση των φαινομένων των Σ κ' Ε έχει παρατηρηθεί ότι έρχονται με τη μορφή «κυμάτων» (merger waves). Στα οικονομικά συστήματα οι Σ κ Ε εμφανίζονται με την προαναφερθείσα μορφή και ενώ δεν έχουν δοθεί θεωρίες που να εξηγούν ουσιαστικά τα φαινόμενα αυτά, έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες που εξετάζουν τους επιμέρους παράγοντες που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην αύξηση της δραστηριότητας των Σ κ Ε.



Οι παράγοντες που επηρεάζουν την δραστηριότητα των Σ κ Ε κατηγοριοποιούνται σε μικροοικονομικούς και μακροοικονομικούς. Στους παράγοντες αυτούς κατατάσσονται και διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο οι διάφορες αναδιαρθρώσεις σε κλάδους, η εξέλιξη σε νέα τεχνολογικά επιτεύγματα, οι κυβερνητικές ρυθμίσεις ή απορρυθμίσεις που διέπουν την κάθε χώρα καθώς και η γενικότερη μακροοικονομική κατάσταση που επικρατεί.

Ο Gort (1969) με σκοπό να εξηγήσει τα κύματα των συγχωνεύσεων ανέπτυξε την θεωρία της «διατάραξης» των αγορών. Η θεωρία αυτή εξηγεί ότι τα κύματα των συγχωνεύσεων συμβαίνουν λόγω της αύξησης της δραστηριότητας στην οικονομία, οδηγώντας έτσι στην πρόκληση ανισορροπίας στις επικείμενες αγορές. Το αποτέλεσμα της ανισορροπίας είναι οι υπερεκτιμημένες προσδοκίες των επενδυτών αναφορικά με την μελλοντική ζήτηση και οι υψηλές αποτιμήσεις ορισμένων επιχειρήσεων κρίνοντας τις εταιρίες αυτές κύριο στόχο εξαγοράς. Η θεωρία που ανέπτυξε ο Gort δικαιολογεί την συσχέτιση των κυμάτων των Σ κ Ε και της ανόδου του ρυθμού της οικονομικής ανάπτυξης και κεφαλαιαγορών στις περιπτώσεις των Η.Π.Α., Ηνωμένου Βασιλείου και της Ε.Ε.

### **Κύματα συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α. :**

#### **Πρώτο κύμα (1890-1905)**

Η λήξη του πρώτου κύματος ήλθε με τον πρώτο παγκόσμιο κραχ της αμερικανικής οικονομίας λίγο πριν από το πρώτο παγκόσμιο πόλεμο. Ο στόχος των Σ κ Ε του κύματος αυτού, ήταν η δημιουργία οικονομικών κλίμακας όπως General Electric, Eastman Kodak και άλλα. Μιλώντας με όρους δολαρίων η αξία των Σ κ Ε ανήλθε στα USD 26 δις \$ . Το φαινόμενο των Σ κ Ε έκανε την παρθενική του εμφάνιση την περίοδο (1890-1905) αυτή με την δημιουργία μονοπωλίων καθώς ως ένα πρωτοεμφανιζόμενο φαινόμενο προϋπήρχε η έλλειψη γνώσης χειρισμού από τους κυβερνητικούς φορείς αλλά και η έλλειψη περιορισμών των όρων που διακρίνουν αυτές τις εμπορικές πράξεις.

#### **Δεύτερο κύμα (1920-1929)**

Η λήξη αυτού του κύματος ήλθε με το οικονομικό σοκ που οδήγησε στο μεγάλο κραχ το 1929. Η έλλειψη περιορισμών από τους κυβερνητικούς φορείς στο πρώτο κύμα οδήγησε στη θέσπιση ορίων και νόμων ενάντια στα

μονοπώλια. Η αξία των Σ κ Ε του δεύτερου κύματος σε μορφή δολαρίων σύμφωνα με τον πληθωρισμό του 1972 ήταν USD 30 δις \$. Το κοινό σημείο στα δύο πρώτα κύματα έγκειται στο ότι το τραπεζικό σύστημα της τότε εποχής υποστήριξε μέσω δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων τις Σ κ Ε των δυο αυτών πρώτων περιόδων.

### **Τρίτο κύμα (1960-1973)**

Στη δεκαετία του 1960 εμφανίστηκε το πρώτο κύμα Σ κ Ε όπου ολοκληρώθηκε με την εμφάνιση της πρώτης πετρελαϊκής κρίσης, η οποία είχε ως επακόλουθο την οικονομική ύφεση. Σε δολάρια η αξία των Σ κ Ε του τρίτου αυτού κύματος με βάση τον πληθωρισμό του 1972 ήταν USD 69 δις \$. Το τρίτο κύμα χαρακτηρίζεται από την ανάπτυξη των conglomerates δηλαδή την ανάγκη για επέκταση των επιχειρήσεων σε διάφορες δραστηριότητες χωρίς συσχετισμό, εξαιτίας της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας που είχε θεοπιστεί ήδη από το δεύτερο κύμα και η οποία χαρακτηρίζεται ιδιαίτερα αυστηρή.

### **Τέταρτο κύμα (1980-1989)**

Το κύμα αυτό χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων επιχειρήσεων σε ποσοστό 20-30% των δραστηριοτήτων των εξαγορών τους. Η αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση ή όπως αλλιώς λέγεται de-conglomeration ήταν χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου σύμφωνα και με αναφορές του Shleifer και Vishny (1991). Το φαινόμενο de-conglomeration, η συγκέντρωση δηλαδή στα core-activities και η αυξημένη χρήση του outsourcing δεν ήταν το μόνο φαινόμενο της περιόδου καθώς η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται όπως και η προηγούμενη από την εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου για την χρηματοδότηση εξαγορών με μορφή LBOs. Η αξία των Σ κ Ε ωστόσο αυτής της περιόδου ήταν USD 324 δις \$ το έτος 1989 ενώ η αξία των αποσχίσεων ήταν USD 108 δις \$.

### **Πέμπτο κύμα (1990-1999)**

Το πέμπτο κύμα αποτελεί το μεγαλύτερο κύμα όλων καθώς από πλευράς αριθμού συναλλαγών και από πλευράς αξίας Σ κ Ε έφτασε USD 1,75

τρεις \$, ενώ η αξία των αποσχίσεων ήταν USD 358 δις \$, μετρημένα με την ένταξη στη νέα χιλιετία (έτος 2000). Οι εξαγορές οι οποίες σκόπευαν στην επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος αποτέλεσαν κύριο χαρακτηριστικό του πέμπτου κύματος όπως άλλωστε και η ανάπτυξη νέων τεχνολογικών εφαρμογών. Η παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών, κεφαλαιαγορών καθώς και το άνοιγμα, η φιλελευθεροποίηση δηλαδή των αγορών είναι ορισμένα χαρακτηριστικά του πέμπτου κύματος. Το κύμα αυτό χαρακτηρίζεται και από την δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών όπως η Νομισματική Ένωση, από της αναδιάρθρωση ήδη ωριμασμένων κλαδών όπως οι τράπεζες και κυρίως από την επικράτηση της αρχής που αποβλέπει στην άμεση μεγιστοποίηση του πλούτου των μετοχών σε περισσότερες χώρες.

Στην νέα χιλιετία που διασχίζουμε, έχει παρατηρηθεί ιδιαίτερη αύξηση των εμπορικών εγχειρημάτων των Σ κ Ε με εμφανή την συμμετοχή του χρηματοοικονομικού κλάδου.

Πέρα από τα πέντε κύματα Σ κ Ε που εμφανίστηκαν στις Η.Π.Α. θα αναλύσουμε παρακάτω και τα κύματα που παρουσιάστηκαν στην Ε.Ε. και κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο αν και η ένταση εδώ είναι σαφώς ασθενέστερη από των Η.Π.Α.

### **Κύματα συγχωνεύσεων Ε.Ε.- Ηνωμένο Βασίλειο**

#### **Πρώτο κύμα (1920- Τέλος Μεσοπολέμου)**

Οι Σ κ Ε του πρώτου αυτού κύματος είχαν ως στόχο στη μαζική παραγωγή με την δημιουργία μεγάλων επιχειρήσεων οι οποίες θα επωφελούνταν από την αυξημένη παραγωγικότητα. Η επιρροή του ασκούσαν οι μέτοχοι ήταν μηδαμινή και οι διεργασίες άγνωστες στο κοινό καθώς οι συζητήσεις παρέμεναν «μυστικές».

#### **Δεύτερο κύμα (1950-1968)**

Το κύμα αυτό ολοκληρώθηκε με την διεξαγωγή του κανονιστικού πλαισίου σχετικά με τις Σ κ Ε. Οι έντονες εχθρικές Σ κ Ε της περιόδου αυτής είναι χαρακτηριστικό φαινόμενο, επενδυτές ταυτόσημοι με «αρπακτικά»

προσφέροντας υψηλό αντίτιμο αποκτούσαν τον έλεγχο από υποτιμημένες, στην χρηματιστηριακή αγορά, επιχειρήσεις.

### **Τρίτο κύμα (1970-1980)**

Στο τρίτο κύμα οι Σ κ Ε διεξάγονταν με κεφάλαια προερχόμενα από την έκδοση νέων μετοχών των επιχειρήσεων τα οποία όριζαν και «κινούσαν» τις διαδικασίες. Ωστόσο οι Σ κ Ε συνεχίζουν εδώ όπως και στο δεύτερο κύμα να είναι εχθρικές, ενώ κυριαρχούν οι ομόκεντρες και οριζόντιες συγχωνεύσεις. Η ανάγκη των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου για Σ κ Ε σε πιο σταθερές αγορές οδήγησε τη δραστηριοποίηση τους μέχρι και την άλλη πλευρά του Ατλαντικού.

### **Τέταρτο κύμα (Τέλη 1980- Δεκαετία 1990)**

Το κύμα αυτό χαρακτηρίζεται από την ιδιωτικοποίηση των εταιριών κοινής ωφελείας και από την μείωση της κρατικής παρέμβασης αναφορικά με τις πράξεις συγχωνεύσεων και εξαγορών. Τέλος αυξανόταν ο παγκόσμιος χαρακτήρας τους καθώς προωθούνταν με φιλικό πλέον τρόπο.

Όσον αφορά την ελληνική οικονομία οι Σ κ Ε ξεκίνησαν την δραστηριοποίηση τους στα μέσα της δεκαετίας του 1980. Οι οικογενειακές έως τότε επιχειρήσεις αποτελούσαν κύριο χαρακτηριστικό της ελληνικής πραγματικότητας, ενώ η είσοδος της Ελλάδας στην Ε.Ο.Κ. (Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα) το 1981 οδήγησε στην κατάργηση των εμπορικών φραγμών που προϋπήρχαν και στην διαιώνιση του ανταγωνισμού από προϊόντα ξένα εξαιτίας της «ελευθέρως» και ανοικτής αγοράς.

## **1.3 Είδη- Τύποι Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.**

Οι πράξεις οικονομικής αναδιάρθρωσης όπως αποτελούν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, δεν είναι όλες ίδιες μεταξύ τους και διαφέρουν σε ορισμένα χαρακτηριστικά. Οι οικονομικές αυτές πράξεις διακρίνονται στα παρακάτω είδη.

Με βάση το είδος της συμφωνίας και τη διάθεση (mood) της διοικήσεως των εταιριών, διακρίνονται σε φιλικού τύπου (friendly tender) ή εχθρικού (hostile). Οι φιλικού τύπου είναι όταν δύο εταιρίες επιθυμούν να προβούν σε Σ ή Ε και καθορίζουν από κοινού το αντίτιμο τους. Οι συγχωνεύσεις τείνουν να είναι φιλικού τύπου συμφωνίες, καθώς εκφράζεται η σύμφωνη πρόθεση της απορροφημένης επιχείρησης για την ενέργεια αυτών. Στις εχθρικού τύπου Σ κ Ε η διοίκηση της επιχείρησης-στόχου δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά. Σε αυτές τις περιπτώσεις συνήθως, η αγοράζουσα επιχείρηση προβαίνει σε αγορά μετοχών της αγοραζόμενης σε υπερεκτιμημένες τιμές με σκοπό την απόκτηση της μετοχικής πλειοψηφίας, μειώνοντας τυχόν αντιρρήσεις.

Μια άλλη διαφοροποίηση είναι με βάση το βαθμό ολοκλήρωσης. Συγκεκριμένα οι συγχωνεύσεις διακρίνονται σε συσχετισμένες (related mergers) και σε ασυσχέτιστες (unrelated mergers). Αναλυτικότερα, στις συσχετισμένες που αφορούν στρατηγική συσχετισμένης διαφοροποίησης διακρίνονται σε:

- Κάθετη ολοκλήρωση που αφορά συγχωνεύσεις σε διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας είτε προς τα εμπρός, είτε προς τα πίσω.
- Οριζόντια ολοκλήρωση που αφορά συγχωνεύσεις στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας, οι οποίες καλύπτουν λειτουργίες της αλυσίδας αξίας.

Οι ασυσχέτιστες (conglomerates) αφορούν ετερόκλητους κλάδους δραστηριοτήτων, οι οποίοι δηλαδή δεν σχετίζονται μεταξύ τους.

Ένα επιπλέον είδος διάκρισης των συγχωνεύσεων, αποτελεί ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιείται η εξαγορά. Η προσφορά μπορεί να γίνεται είτε με μετρητά είτε με μετοχές της αγοράζουσας εταιρίας ή και με τον συνδυασμό των δύο. Στο σημείο αυτό κρίνουμε σημαντικό να αναφερθούμε σε δυο ειδικές περιπτώσεις Σ κ Ε.

- **Μοχλευμένη Εξαγορά (Leveraged Buy-Out)**

Χαρακτηριστικό αυτής της μορφής αποτελεί ο τρόπος χρηματοδότησης της, καθώς τουλάχιστον το 75% προέρχεται από τραπεζικό δανεισμό και όχι από κεφάλαια της αγοράζουσας εταιρίας, αυτός είναι και ο λόγος που έχει αυτήν την ονομασία «μοχλευμένη». Η μοχλευμένη εξαγορά αποτελεί

επιθετικό τρόπο μεγέθυνσης της επιχείρησης που εξαγοράστηκε και για αυτό το λόγο εγκυμονεί διαφόρους κινδύνους.

- **Εξαγορά επιχειρήσεων από την διοίκηση (Management Buy-Out)**

Χαρακτηριστικό της περίπτωσης αυτής είναι ότι η εξαγορά της εταιρίας διενεργείται από τα διοικητικά στελέχη. Οι μεγάλες επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από την υψηλή κεφαλαιοποίηση και όπως είναι λογικό είναι δύσκολο για τα διοικητικά στελέχη να χρηματοδοτήσουν για την πλήρη εξαγορά της, συνεπώς τέτοιου τύπου εξαγορά απευθύνεται σε μία περιφερειακή θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης.

Μια επιπλέον διάκριση των εξαγορών και συγχωνεύσεων γίνεται και με βάση την τοποθεσία δραστηριοποίησης ανάμεσα στην αγοράζουσα και στην αγοραζόμενη επιχείρηση, διακρίνοντας έτσι αυτήν την ενέργεια σε διεθνή ή εγχώρια εξαγορά ή συγχώνευση αναλόγως. Επιπρόσθετα, ανάμεσα στις συγχωνεύσεις υπάρχει μία ακόμη διάκριση, της φύσης της επιχείρησης και συγκεκριμένα έγκειται στο αν η απορροφημένη επιχείρηση είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο.

Οι διακρίσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών συνεχίζονται και εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες όπως είναι το τεχνολογικό επίπεδο των χωρών, το μέγεθος των εταιριών, το νομικό πλαίσιο που τίθεται σε εφαρμογή, το μέγεθος της αγοράς και κυρίως το οικονομικό περιβάλλον που επηρεάζει κομβικά τα αποτελέσματα των επιχειρηματικών κινήσεων.

#### **1.4 Στάδια Διαδικασίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.**

Οι εμπορικές πράξεις όπως αποτελούν οι Σ κ Ε προϋποθέτουν μια διαδικασία η οποία είναι αρκετά χρονοβόρα, περίπλοκη και χρειάζεται συντονισμένες και προσεκτικές κινήσεις. Με σκοπό την απλούστευση της διαδικασίας και την καλύτερη κατανόηση της, ο Sudarsanam (2003) προχώρησε στον διαχωρισμό της διαδικασίας σε 5 στάδια. Προχωρώντας στην ανάλυση των σταδίων παρακάτω, γίνεται ευδιάκριτο ότι το κάθε στάδιο συνδυάζεται και δημιουργεί τις προϋποθέσεις για την επιτυχία του επόμενου.

### **1ο Ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής (cooperate strategy development)**

Αποτελεί το πρωταρχικό βήμα κάθε εταιρίας, και η οποία περιλαμβάνει την επιλογή της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής, εναρμονισμένη πάντα με τις επιμέρους ανταγωνιστικές στρατηγικές των τμημάτων της. Για την επιλογή της εταιρικής στρατηγικής που μπορεί να είναι οριζόντια ή κάθετη, η συσχετισμένη ή η ασυσχέτιστη διαφοροποίηση βοηθούν εργαλεία όπως οι στρατηγικές αναλύσεις κατά Porter, αναλύσεις SWOT και ανάλυση Pest.

### **2ο Επιλογή συγκεκριμένης στρατηγικής εξαγορών (selection of acquisition strategy).**

Εφόσον, στο προηγούμενο στάδιο έχει αποφασίσει η εταιρία που θέλει να φτάσει και τον απώτερο σκοπό της, προχωράει σε αυτό το βήμα. Στο στάδιο αυτό συμπεριλαμβάνεται ο τρόπος όπου η επιλεγμένη εταιρική στρατηγική πραγματοποιείται και αυτό μέσω εξαγοράς άλλων επιχειρήσεων. Η στρατηγική εξαγοράς για να θεωρηθεί επιτυχής θα πρέπει να γίνεται αξιολόγηση της εξαγορασμένης επιχείρησης, βάσει δύο κριτηρίων.

**α)** Με την δημιουργία αξίας στην αγοράστρια εταιρία με μορφές περιουσιακών στοιχείων, συνεργειών ή αποδόσεων. Η δημιουργία αξίας μέσω συγχωνεύσεων μεταφράζεται σε απόδοση πάνω από το κόστος κεφαλαίου και πραγματοποιείται αναλυτικότερα, μέσω της αυξημένης αποτελεσματικότητας στην διαχείριση περιουσιακών στοιχείων της και συνεργειών.

**β)** Με στρατηγική καταλληλότητας (strategy fit), την καταλληλότητα δηλαδή των πόρων (to target) και των ικανοτήτων (mebidder) που θα προσδώσουν στην εταιρία ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

### **3ο Θεμελίωση συμφωνίας εξαγοράς και διαπραγμάτευσης (deal structuring and negation).**

Έχοντας ολοκληρώσει το θεωρητικό μέρος της ανάλυσης στα προηγούμενα στάδια, το στάδιο αυτό διαπραγματεύεται σε καθαρώς τεχνικά θέματα τα οποία σχετίζονται με την επιλογή των συμβούλων που πρόκειται να συμμετέχουν, τον άκρως λεπτομερή έλεγχο της εταιρίας στόχου σε θέματα νομικά, οικονομικά, φορολογικά κλπ.. Ακόμη, το στάδιο αυτό αναφέρεται στην αποτίμηση της εταιρίας target και στον καθορισμό της κλίμακας τιμών του premium. Η ανάπτυξη διαφόρων τακτικών εξαγοράς από πλευράς bidder και τακτικών άμυνας από πλευράς target είναι ένα επιπλέον τεχνικό θέμα του σταδίου αυτού. Επιπλέον, οι διαπραγματεύσεις διαφόρων θέσεων που θα

κατέχουν τα διοικητικά στελέχη μετά την διαδικασία αποτελεί ένα τεχνικό θέμα, καθώς οι ασυμφωνίες για την κατανομή διοικητικών θέσεων έχουν οδηγήσει στο τέλος της διαδικασίας συγχωνεύσεων πολλάκις.

#### **4<sup>ο</sup> Ενσωμάτωση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (post-acquisition integration)**

Με την εξέταση όλων των στοιχείων της εταιρίας- στόχου πριν την συγχώνευση καθώς και με την εκτίμηση των καταλλήλων ενεργειών για την ολοκλήρωση της, το στάδιο αυτό αποτελεί την κορύφωση όλης αυτής της συντονισμένης προσπάθειας για τη συγχώνευση. Αποτελεί ένα σημαντικό στάδιο καθώς διαχειρίζεται τα πραγματικά προβλήματα της εξαγορασθείσας εταιρίας, τα οποία μπορεί να μην είχαν προβλεφθεί ή και να δημιουργήθηκαν νέα. Ο ανθρώπινος παράγοντας εμπλέκεται δραστικά ενώ η διαχείριση του είναι δύσκολη και απρόβλεπτη εκ φύσεως. Ουσιαστικά, το στάδιο αυτό αποτελεί ένα «crash test» των προσπαθειών του εγχειρήματος αυτού που αποβλέπει η συγχώνευση και η επιτυχία του εξαρτάται από αυτό αλλά και από τις ενέργειες των εμπλεκόμενων.

#### **5<sup>ο</sup> Η αξιολόγηση της συγχώνευσης και η ανάλυση των αποτελεσμάτων της. (post-acquisition audit and learning)**

Το πέμπτο και τελευταίο στάδιο έχει ως σκοπό την αξιολόγηση μίας επιτυχημένης ή μη συγχώνευσης και την εξαγωγή των σωστών συμπερασμάτων αναφορικά με το αν μία τέτοια εμπορική πράξη μπορεί να χαρακτηριστεί επιτυχής . Ακόμη , στο στάδιο αυτό αναφέρονται τυχόν αποκλίσεις που υπήρξαν από τις αρχικές εκτιμήσεις, το ποσοστό που οι αρχικοί στόχοι πραγματοποιήθηκαν και γενικότερα η εμπειρία που αποκόμισε καθ'όλη την διάρκεια της διαδικασίας η αγοράστρια επιχείρηση.

Ωστόσο σύμφωνα με κάποιες άλλες προσεγγίσεις και εμπειρικές μελέτες ορισμένοι ερευνητές διακρίνουν την διαδικασία μίας εξαγοράς και συγχώνευσης σε τρία στάδια. Λαμβάνοντας υπόψη σε αυτή την περίπτωση δύο σημαντικά κριτήρια, αυτά των κοινών στρατηγικών στόχων (strategy fit) και της επιτυχημένης μετασυγχωνευτικής ενοποίησης (post-acquisition integration). Ο διαχωρισμός που ακολουθεί είναι ο παρακάτω.

- **Πρώτο Στάδιο- Σχεδιασμός**

Στο στάδιο αυτό η επιχείρηση που αποβλέπει στην πραγματοποίηση μιας Ε ή Σ, πρέπει να εκτιμήσει κατά πόσο η στρατηγική που σκοπεύει να ακολουθήσει θα την ωφελήσει. Επιπλέον, εξετάζονται και διάφορα άλλα



κριτήρια καταλληλότητας της απορροφημένης επιχείρησης, ώστε να κριθεί αν η επιχειρηματική κίνηση αυτή είναι «σωστή».

- **Δεύτερο Στάδιο- Διαδικασία Εξαγοράς**

Στο στάδιο αυτό πραγματοποιούνται όλες οι απαραίτητες ενέργειες και διαπραγματεύσεις και συνεπώς αποτελεί το στάδιο οριστικοποίησης της τελικής συμφωνίας (υπογραφή συμφωνίας – οριστικοποίηση).

- **Τρίτο Στάδιο- Ενοποίηση**

Το στάδιο αυτό είναι το σημαντικότερο και τελευταίο στάδιο της διαδικασίας αυτής, στο οποίο οι επιχειρήσεις πρέπει να δώσουν έμφαση σε θέματα που σχετίζονται με την ενοποίηση της κουλτούρας της νέας επιχείρησης που εισήλθε. Παρόλα αυτά , πολλές φορές οι επιχειρήσεις δεν δίνουν επαρκή έμφαση σε αυτό το κομβικό στάδιο με αποτέλεσμα να μην υπάρχει μετέπειτα η κατάλληλη ισορροπία. Η συμβουλευτική εταιρία A.T Kearny από την Αμερική προτείνει επτά κανόνες ικανούς να βοηθήσουν σημαντικά στην διαδικασία ενοποίησης, ενώ προβάλλουν την σπουδαιότητα της μετασυγχωνευτικής διαχείρισης. Αναφορικά οι κανόνες της A.T. Kearny είναι οι παρακάτω.

- 1) Ο καθορισμός των ηγετικών ρόλων.
- 2) Ο προσδιορισμός ξεκάθαρων στόχων και η διαχείριση προσδοκιών.
- 3) Η ενοποίηση και η δημιουργία ισχυρής διάρθρωσης.
- 4) Η δημιουργία ανοικτής, τακτικής και άμεσης επικοινωνίας.
- 5) Η παρακολούθηση και η επίλυση θεμάτων σχετικά με την εταιρική κουλτούρα.
- 6) Η αποκλειστική επικέντρωση της προσοχής στους πελάτες.
- 7) Η συστηματική και επιτυχής διαχείριση του κινδύνου.

Συνοψίζοντας, είναι αξιοσημείωτο να αναφέρουμε ότι η επιτυχία μίας εμπορικής ενέργειας όπως αποτελούν οι Σ κ Ε, δεν εξαρτάται μόνο από την επιτυχία ενός σταδίου. Οι Σ κ Ε είναι διαδικασίες στρατηγικής σημασίας και όχι απλές οικονομικές συναλλαγές, ενώ η επιτυχία που προκύπτει από κάθε στάδιο συνεισφέρει για την μέγιστη αποτελεσματικότητά τους.

## 1.5 Κίνητρα πραγματοποίησης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην πραγμάτωση Σ&Ε εξετάζονται παρακάτω. Με προσπάθεια να προσεγγίσουμε όσο το δυνατόν περισσότερο τους λόγους που προκαλούν την έντονη δραστηριότητα των φαινομένων αυτών στο οικονομικό περιβάλλον.

Από οικονομικής πλευράς τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε Σ&Ε είναι οι επιδιώξεις για μεγιστοποίηση του κέρδους της επιχείρησης και των μετόχων. Οι εμπορικές κινήσεις (εξαγορές) αυτές αποτελούν ένα επενδυτικό σχέδιο των επιχειρηματιών, το οποίο θέτουν σε εφαρμογή εάν και μόνο εάν η καθαρά αξία είναι θετική και μεγιστοποιεί τον πλούτο.

Η μεγιστοποίηση των κερδών αποτελεί κύριο στόχο κάθε επιχειρηματία, γεγονός αυταπόδεικτο. Ωστόσο η μεγιστοποίηση των κερδών από τις εξαγορές προέρχεται κυρίως από την αύξηση της δύναμης στην αγορά και συνεπώς στην αύξηση της τιμής των προϊόντων. Επιπλέον, η μεγιστοποίηση αυτή προκύπτει από την αύξηση της αποτελεσματικότητας μέσω συνεργειών που οδηγεί στη μείωση του κόστους των προϊόντων.

Λειτουργικές συνεργίες (operational synergies) είναι οι συνέργειες που δημιουργούνται και αξιοποιούνται μεταξύ των επιχειρήσεων που σκοπεύουν στην εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακος (economics of scales) και στην εξοικονόμηση κόστους. Οι οικονομίες κλίμακος επιτυγχάνονται σε περιπτώσεις οριζόντιων συγχωνεύσεων ενώ οι λειτουργικές συνεργίες που κατευθύνονται στη μείωση του κόστους προκύπτουν στις κάθετες συγχωνεύσεις.

Οι χρηματοδοτικές συνεργίες δημιουργούνται από την αυξημένη δανειακή ικανότητα (increased debt capacity) η οποία προκύπτει είτε από τη διαφορά του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης μεταξύ των εταιριών που έχουν συγχωνευτεί είτε από τη μειωμένη συσχέτιση των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων που έχουν υποστεί συγχώνευση και αυτό λόγω του ότι οι ροές της μίας επιχείρησης ασφαλίζουν τις ροές της άλλης κατά κάποιο τρόπο, διασφαλίζοντας έτσι την μείωση του κινδύνου χρεοκοπίας της νέας και ενιαίας πλέον εταιρίας. Ακόμη, οι χρηματοδοτικές συνεργίες μπορούν να δημιουργηθούν από τη διαφορά που ενδεχομένως να υπάρχει μεταξύ των πλεοναζόντων ταμειακών ροών στην επιχείρηση του bidder και των επενδυτικών ευκαιριών της επιχείρησης του target.

Οι φορολογικές εξοικονομήσεις που προέρχονται είτε από φορολογικά κίνητρα που παρέχουν κυβερνητικοί παράγοντες είτε από τη μεταφορά ζημιών μεταξύ των επιχειρήσεων με σκοπό τη μείωση του πραγματικού

φορολογικού συντελεστή, είναι ικανές να δημιουργήσουν χρηματοδοτικές συνεργίες. Οι χρηματοοικονομικές συνεργίες αναμένονται κυρίως σε συγχωνεύσεις μη συσχετισμένων δραστηριοτήτων (conglomerates) όπως εξηγήθηκε παραπάνω.

Ένα από τα βασικά κίνητρα που ωθούν στις εξαγορές αποτελούν και οι προσωπικές επιδιώξεις και η αλαζονεία διοικητικών στελεχών οι οποίοι έχουν ως στόχο την αύξηση του κύρους τους και τη διατήρηση των προνομίων τους. Το κίνητρο αυτό σε αντίθεση με τα προηγούμενα δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα των μετόχων πάντα αλλά περισσότερο τις ατομικές επιδιώξεις. Σύμφωνα με διοικητικές προσεγγίσεις το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (Agency Problem) κατά τους και Fama (1980) Fama & Jensen (1983) προϋπήρχε στους επιχειρηματικούς οργανισμούς και σύμφωνα με βάση αυτό όπου υπάρχει διάκριση μεταξύ ιδιόκτητων μετόχων και των εκπρόσωπων εργαζομένων μπορεί να υπάρχουν διαφορετικά συμφέροντα με αποτέλεσμα να μην ακολουθούν τα συμφέροντα μεγιστοποίησης πλούτου. Αυτό το πρόβλημα εμφανίζεται όταν οι εργαζόμενοι και ως επί των πλείστον managers δεν κατέχουν ιδιοκτησία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησής τους.

## **1.6 Κίνδυνοι που μπορεί να προκύψουν κατά την υλοποίηση μιας Συγχώνευσης ή Εξαγοράς.**

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν ένα φαινόμενο ιδιαίτερα πολύπλοκο στη διαδικασία του, το οποίο προσδίδει όμως στην επιχείρηση διάφορα οφέλη και μελλοντικές προοπτικές. Στη διαδικασία των Σ&Ε εγκυμονούν διάφοροι κίνδυνοι, όπου οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν έρχονται αντιμέτωπες και οφείλουν να λειτουργήσουν εγκαίρως και αποτελεσματικά για την εξάλειψή τους.

Η φάση στην οποία βρίσκεται η υλοποίηση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης αντιστοιχούν και οι ανάλογοι κίνδυνοι και με βάση αυτό μπορούν να διακριθούν στους κινδύνους που ελλοχεύουν πριν από την εξαγορά και σε αυτούς μετά την Σ ή Ε. Οι κίνδυνοι που παραμονεύουν πριν από την εξαγορά αφορούν κυρίως θέματα σχετικά με την τιμολόγηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, ενώ οι κίνδυνοι μετά την Σ ή Ε αφορούν θέματα σχετικά με την εργασιακή και οργανωτική ετερογένεια που ενδεχομένως να διέπει τις επιχειρήσεις.

Στις εγχώριες πράξεις Σ&Ε οι κίνδυνοι ενδέχεται να προκύψουν στην προσπάθεια ενοποίησης των πληροφοριών των δύο επιχειρήσεων, στην προσπάθεια ομαλής ενσωμάτωσης του προσωπικού στην καινούρια επιχείρηση, στον καθορισμό τρόπου προσέγγισης νέων πελατών αλλά και ορίων. Οι διασυννοριακές Σ&Ε αποτελούν την περίπτωση όπου οι στρατηγικοί και οι λειτουργικοί είναι ιδιαίτερα σημαντικοί διότι το διοικητικό τμήμα της εξαγοράζουσας επιχείρησης πιθανόν να διέπετε από την ελλιπή γνώση ορισμένων ιδιαιτεροτήτων της νέας αγοράς αλλά και του νομικού πλαισίου. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών και ο έντονος ανταγωνισμός συμβάλλουν ώστε να απαιτείται μεγάλο χρονικό διάστημα για να συντονιστούν ως μία ενιαία οντότητα οι επιχειρήσεις που μέχρι πρότινος ήταν χωριστές. Οι λόγοι πολλές φορές είναι οι διαφορετικές κουλτούρες και φιλοδοξίες μεταξύ των επιχειρήσεων αλλά και το διεθνές μακροοικονομικό περιβάλλον.

Οι συνεργίες που δημιουργούν οι πράξεις των Σ&Ε είναι γνωστές ως το παράδοξο "2+2=5". Αναλύοντας το φαινόμενο αυτό επισημαίνουμε ότι οι Σ&Ε δεν αφορούν το «άθροισμα» πολλών επιχειρήσεων αλλά δύο επιχειρήσεων διαφορετικών που μέσα από τη συνένωση τους σκοπεύουν στη δημιουργία ενός νέου κοινοποιημένου φορέα «επί ίσους όρους». Ωστόσο αν και με την ενοποίηση αυτή προκύπτουν διάφορα οφέλη, προκύπτει και ο κίνδυνος να προκληθούν αντιδράσεις δυσαρέσκειας από την χρηματιστηριακή αντιστοιχία που κατέχουν οι μέτοχοι και αυτό όταν το εγχείρημα της συγχώνευσης διέπετε από έλλειψη στρατηγικού οράματος και μόνο σκοπό έχει τη μεγέθυνση της επιχείρησης.

Από κοινωνική διάσταση οι Σ&Ε ενδεχομένως να περιβάλλονται από κινδύνους οι οποίοι προκύπτουν από κοινωνικά προβλήματα. Η κοινωνία μέσα στην οποία διεξάγεται μία πράξη Σ ή Ε κρίνει κατά πόσο «συμπαθεί» ή «αντιπαθεί» τη νέα εταιρία. Η κρίση της κοινωνίας διαφοροποιείται ανάλογα με την περιοχή που δραστηριοποιείται η κάθε νέα επιχείρηση ενώ ακόμα είναι ικανή να την φέρει αντιμέτωπη με τις εκάστοτε τοπικές αρχές, γεγονός που σημαίνει ενδεχόμενη αποτυχία της Σ ή Ε.

Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που ο έντονος και ο υπερβολικός ενθουσιασμός των διοικητικών στελεχών που προβαίνουν στην ενοποίηση δύο επιχειρήσεων παραμονεύει σημαντικούς κινδύνους. Στην περίπτωση αυτή οι κίνδυνοι είναι ιδιαίτεροι εξαιτίας της αισιοδοξίας και πολλών προσδοκιών που ενδέχεται τα δυο μέρη να έχουν, η μη επίτευξη αυτών των στόχων συνάδει με τη δυσαρέσκεια των στελεχών και μετόχων της επιχείρησης αλλά και με επιπτώσεις στην τιμή της μετοχής.

Συνεπώς, οι επιχειρήσεις όταν προβαίνουν σε πράξεις Σ&Ε θα πρέπει να εξετάζουν διεξοδικά τα προβλήματα με τα οποία μπορεί να έρθουν αντιμέτωπες και που αποτελούν πηγές κινδύνων. Οι πηγές αυτές είναι φανερό ότι επηρεάζουν την επιτυχία ή την αποτυχία τους.

## 1.7 Λόγοι αποτυχίας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Πολλές φορές ο δρόμος για την πραγματοποίηση Σ κ Ε δεν είναι πάντα ομαλός. Δεν είναι σπάνιο φαινόμενο να αποτυγχάνουν τα μεγαλειήβολα αυτά εγχειρήματα. Παρακάτω θα επικεντρωθούμε στους βασικούς λόγους που οδηγούν στην αποτυχία των Σ κ Ε.

- **Ανεπαρκής αξιολόγηση**

Ένας από τους βασικότερους λόγους αποτυχίας αποτελεί η ανεπαρκής αξιολόγηση καθώς όταν μία επιχείρηση εξετάζει ένα στόχο προς εξαγορά συχνά προβαίνει σε μία διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης-στόχου όπου αποτιμά τα οφέλη που θα προκύψουν και τα κόστη που μπορεί να δημιουργηθούν(διαδικασία=due diligence). Μερικές φορές η διαδικασία αυτή κρίνεται ανεπαρκής αφού πολλές επιχειρήσεις ανακαλύπτουν ότι υπερεκτίμησαν τα οφέλη ή υποεκτίμησαν τα κόστη αντίστοιχα.

- **Υπερεκτίμηση προσδοκώμενων συνεργιών**

Οι επιχειρήσεις με σκοπό την απόκτηση επιπλέον ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος προχωράει σε Σ κ Ε, για να εξασφαλιστεί όμως αυτό προϋποθέτει την ύπαρξη συνεργιών με την επιχείρηση-στόχο. Οι συνεργίες αυτές αποβλέπουν στην επίτευξη μεγαλύτερης απόδοσης από αυτή που θα είχαν οι δύο επιχειρήσεις αν λειτουργούσαν σαν δύο διαφορετικά σώματα. Οι προσδοκίες ωστόσο για την επίτευξη μεγαλύτερων αποδόσεων υπερεκτιμούνται, ενώ πολλές συνεργίες μπορεί να προέρχονται από πηγές που είναι δύσκολη η περιγραφή ή ο υπολογισμός τους.

- **Υπερβολικό χρέος**

Μία επιχείρηση που πιστεύει ότι η κίνηση εξαγορασμού μίας άλλης επιχείρησης θα της αποφέρει μεγάλο κέρδος, είναι διατεθειμένη να καταβάλλει μεγάλα ποσά για να το κατορθώσει. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις πριν κλείσουν τη συμφωνία δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν την ακριβή αξία του «στόχου» του, είτε εξαιτίας υπερβολικής αυτοπεποίθησης των διοικητικών στελεχών της για την απόφαση αυτή, είτε εξαιτίας του ελλιπούς ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης-στόχου. Το αποτέλεσμα που προκύπτει από τα

παραπάνω είναι το υπερβολικό χρέος. Διότι προκειμένου να εξασφαλίσει την επιχείρηση-στόχο είναι διατεθειμένη να καταβάλλει υψηλή υπεραξία (premium) στους μετόχους της, το οποίο σημαίνει μεγάλα έξοδα.

- Δυσκολίες ενοποίησης

Η ενοποίηση πρόκειται για μία διαδικασία ιδιαίτερα χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα. Ενώ, η προσπάθεια ένωσης δύο επιχειρήσεων σχετίζεται με την ένωση δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων, συστημάτων ελέγχου, επιπλέον αφορά και στην προσπάθεια δημιουργίας, αποτελεσματικής συνεργασίας ανάμεσα στα διοικητικά στελέχη των ενοποιημένων επιχειρήσεων. Γίνεται κατανοητό, με βάση τα παραπάνω ότι η έλλειψη γρήγορης και επιτυχής ενοποίησης δύο επιχειρήσεων αποτελεί ένα βασικό λόγο αποτυχίας των Σ&Ε, ενώ κρίνεται καθοριστική η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας για την επιτυχία των εγχειρημάτων αυτών.

Ο ανθρώπινος παράγοντας που σχετίζεται άμεσα με την εταιρική κουλτούρα μπορεί να ευθύνεται για την αποτυχία αυτή. Ορίζοντας την εταιρική κουλτούρα αναφερόμαστε στο σύνολο των συμβόλων, αξιών και ιδεολογιών που έστω και ασυνείδητα καθοδηγούν την ατομική και εταιρική συμπεριφορά.

Η αβεβαιότητα που προκύπτει μεταξύ των υπαλλήλων μετά την οριστικοποίηση της συμφωνίας οδηγεί σε δυσάρεστες συνέπειες όπου παρατηρούνται συμπεριφορές που χαρακτηρίζονται από μείωση παραγωγικότητας, πτώση ηθικού, άγχος και αύξηση απουσιών από την εργασία. Η δυσαρέσκεια αυτή εντοπίζεται κυρίως από τους υπαλλήλους των επιχειρήσεων-στόχων καθώς νιώθουν φοβισμένοι, ηττημένοι, προδομένοι ενώ δεν γνωρίζουν το ρόλο τους στην νέα και ενιαία πλέον επιχείρηση.

- Ρόλος στελεχών

Ο ρόλος των στελεχών είναι σημαντικός για την επιτυχία μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Στην πορεία των διαπραγματεύσεων για μία τέτοια πράξη οι δύο επιχειρήσεις βρίσκονται σε αβεβαιότητα για το αποτέλεσμα της συμφωνίας που συνάπτουν, ενώ μπορεί να προκύψει ένα θέμα και να διαφωνήσουν ή να αφήσουν για αργότερα κάποια θέματα που τους δυσκολεύουν.

Αναλύοντας το ρόλο που διαδραματίζουν τα στελέχη των δύο επιχειρήσεων στη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αλλά και μετά την πραγματοποίηση της συμφωνίας γίνεται ορατό ότι έχουν μέρος ευθύνης για την επιτυχία της. Η ευθύνη προκύπτει από την συμπεριφορά και την στάση των στελεχών της αγοράζουσας εταιρίας απέναντι στην ίδια, τα στελέχη του αλλά και σε όλη την ιδεολογία των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αξιοσημείωτο αποτελεί το γεγονός 'ότι πολλές συγχωνεύσεις αναδείχθηκαν σε μεγάλες επιτυχίες, κάποιες άλλες κατέληξαν σε «διαζύγιο» εξαιτίας αδυναμίας ύπαρξης συμπόνιας και συνεργασίας μεταξύ των στελεχών των δύο επιχειρήσεων (όπως ΕΤΕ/ALPHA BANK).

Αναφορικά, παρακάτω θα παραθέσουμε ορισμένες ιδέες για την αποφυγή της αποτυχίας των Σ&Ε.

Όσον αναφορά την ανεπαρκή αξιολόγηση για την αποφυγή των λαθών στην διαδικασία αυτή, η επιχείρηση πρέπει να ακολουθήσει 3 βήματα.

- 1) Εκτίμηση των λόγων που οδηγείται σε Σ ή Ε και αξιολόγηση της αναγκαιότητας της στρατηγικής αυτής.
- 2) Σύνταξη λίστας των υποψήφιων επιχειρήσεων-στόχων και την κατάταξη τους ανάλογα με την οικονομική τους θέση, τη θέση τους στην αγορά προϊόντος, το ανταγωνιστικό τους περιβάλλον, τις διοικητικές ικανότητες του και την εταιρική τους κουλτούρα.
- 3) Επιλογή της υποψήφιας επιχείρησης που ανταποκρίνεται καλύτερα στις απαιτήσεις του αγοραστή, σύμφωνα και με γνώμες ειδικών αναλυτών.

Μερικές ιδέες για την διευκόλυνση της διαδικασίας ενοποίησης και την αποφυγή πιθανής αποτυχίας είναι:

- 1) Όσον αναφορά το ρόλο της κουλτούρας, η αναγνώριση της εταιρικής κουλτούρας μίας επιχείρησης πριν από μία συγχώνευση ή εξαγορά μέσω της παρατήρησης του τρόπου λειτουργίας της. Επίσης, ο έλεγχος της εταιρικής κουλτούρας της επιχείρησης-στόχου μέσω συγκέντρωσης πληροφοριών και σύγκριση των δύο ειδών κουλτούρας, ελέγχοντας τις ομοιότητες και τις διαφορές τους.
- 2) Όσον αναφορά τα είδη ενοποίησης από τα οποία εξαρτάται η επιτυχία μίας Σ ή Ε, συναντάμε τρία:

- I. Ανοιχτός «γάμος» όπου δεν μεταβάλλεται ο τρόπος λειτουργίας του στόχου, συνεπώς ούτε της κουλτούρας.
- II. Μοντέρνος «γάμος» ή συνεργατικές Σ ή Ε όπου γίνεται η ανταλλαγή και η υιοθέτηση των καλύτερων στοιχείων σχετικά με τον τρόπο λειτουργίας και την κουλτούρα τους.
- III. Επανασχεδιαστικές Σ ή Ε - παραδοσιακός «γάμος» όπου η επιχείρηση-αγοραστής πραγματοποιεί αναδιάρθρωση στη λειτουργία, συνεπώς και στην κουλτούρα της επιχείρησης-στόχου.
- 3) Όσον αναφορά την αντιμετώπιση της επιχείρησης-στόχου, σε αυτή την περίπτωση καλό είναι να καταβληθεί όσο το δυνατόν μεγαλύτερη προσπάθεια για να παραμείνουν ευχαριστημένοι οι εργαζόμενοι της επιχείρησης-στόχου και μετά την Σ ή Ε. Καλό είναι οι αρχικές ενέργειες που πραγματοποιούνται μετά την ανακοίνωση της Σ ή Ε να ανυψώνουν το ηθικό του προσωπικού της επιχείρησης-στόχου ενώ παράλληλα πρέπει να προσεχθεί η διαδικασία ανάπτυξης επικοινωνίας που πρόκειται να δημιουργηθεί με το «νέο» προσωπικό, η επικοινωνία αυτή θα πρέπει να βασίζεται σε τυπικές αλλά και άτυπες μορφές επικοινωνίας.
- 4) Όσον αναφορά την γρήγορη ή αργή ενοποίηση όπου η εξαγοράζουσα επιχείρηση θα πρέπει να ακολουθήσει, είναι αδιαμφισβήτητο ότι το διάστημα που μεσολαβεί από την ανακοίνωση μίας συμφωνίας Σ ή Ε μέχρι την ολοκλήρωση των διαδικασιών, είναι ιδιαίτερα σημαντικό. Ωστόσο, η ταχύτητα με την οποία πρέπει να γίνουν οι αλλαγές, δηλαδή η διαδικασία ενοποίησης είναι ένα θέμα αμφιλεγόμενο. Σύμφωνα με την πλειοψηφία των ερευνητών η καθυστέρηση υλοποίησης των διαδικασιών ενοποίησης επιτείνει το άγχος και την αβεβαιότητα των εργαζόμενων, συγκλίνοντας έτσι η άποψη τους στην όσο το δυνατόν γρηγορότερη εφαρμογή των αλλαγών. Η PriceWaterHouseCoopers μάλιστα υποστηρίζει ότι μία Σ ή Ε είναι περισσότερο πιθανό να επιτύχει αν η διαδικασία ενοποίησης έχει ολοκληρωθεί μέσα σε 3-5 μήνες από τη στιγμή που θα γνωστοποιηθεί.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup> :

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ  
ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ  
ΕΞΑΓΟΡΩΝ.

## 2.1 Μορφές χρηματοδότησης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Η ολοκλήρωση μίας εμπορικής πράξης συγχώνευσης ή εξαγοράς μπορεί να πραγματοποιηθεί ποικιλοτρόπως. Ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιείται αυτή η πράξη έγκειται από διάφορους παραμέτρους, οι οποίοι αφορούν την οικονομική κατάσταση τόσο της αγοράστριας εταιρείας όσο και του γενικότερου οικονομικού περιβάλλοντος. Η μορφή χρηματοδότησης η οποία θα επιλεγεί είναι ικανή ακόμη και να εξανεμίσει πιθανά οφέλη της υπεραξίας τα οποία αποκομίζουν οι μέτοχοι. Τα κέρδη μίας εταιρείας, η κατάσταση στην οποία βρίσκονται οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών της προσδιορίζουν τον τρόπο πληρωμής και την τιμή όπου οι εξαγορές ή συγχωνεύσεις διενεργούνται. Οι ποικίλες μορφές χρηματοδότησης που διατίθενται στους αγοραστές μίας επιχείρησης επηρεάζουν διαφορετικά κάθε φορά τα οφέλη που πρόκειται να αποκομίσουν. Οι πιο δημοφιλείς μέθοδοι που χρησιμοποιούνται με σκοπό την χρηματοδότηση των Σ & Ε αναφέρονται παρακάτω.

- **Πληρωμή με μετρητά**

Η πληρωμή μετρητής αποτελεί ένα εύκολο μέσο για την απόκτηση μίας εταιρείας το οποίο χαρακτηρίζεται από υψηλά ποσά. Η αγοράστρια εταιρεία μελετάει προσεκτικά αν θα προχωρήσει στην καταβολή του ποσού για την απόκτηση του «στόχου» της ή θα προτιμήσει να το διατηρήσει διαθέσιμο στα ταμεία. Η ολοκλήρωση της εμπορικής συμφωνίας η οποία αποσκοπεί στην απόκτηση μίας επιχείρησης-στόχου μπορεί να γίνει τμηματικά, με δέσμευση των κεφαλαίων της αγοράστριας εταιρείας στο μετοχικό κεφάλαιο του στόχου και η απόφαση σε εξαγορά μετοχών με την καταβολή μετρητών.

Η εταιρεία που προβαίνει σε εξαγορά μπορεί επίσης να απευθυνθεί σε τραπεζικά ιδρύματα-οργανισμούς προς αναζήτηση των απαραίτητων κεφαλαίων, στην περίπτωση αυτή προϋποθέτεται εμπράγματο κεφάλαιο το οποίο θα υποθηκευτεί.

Η μοχλευμένη εξαγορά είναι μία μορφή εξαγοράς η οποία χαρακτηρίζεται όταν τα τραπεζικά κεφάλαια αποτελούν το 75% του συνολικού ποσού της εξαγοράς. Οι φορολογικές ελαφρύνσεις είναι πλεονέκτημα της μορφής αυτής επειδή οι τόκοι που προκύπτουν από την φορολόγηση των καθαρών κερδών βρίσκονται σε καθίζηση.

Πέρα από την μοχλευμένη εξαγορά, το asset stripping αποτελεί ένα διαφορετικό τρόπο πληρωμής του οποίου η καταβολή των δόσεων προκύπτει από έσοδα που προέρχονται από πωλήσεις πάγιων στοιχείων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

- **Πληρωμή με ανταλλαγή μετοχών**

Πολλές φορές οι επιχειρήσεις με σκοπό την ολοκλήρωση μίας εξαγοράς και όταν δεν υφίστανται χρηματικά ποσά διαθέσιμα στο ταμείο προχωρούν στη διαπραγμάτευση με ανταλλαγή μετοχών. Η αγοράστρια εταιρεία καθορίζει εκ των προτέρων το ποσό των μετοχών της επιχείρησης-στόχου που θα τεθούν σε διαθεσιμότητα στους μετόχους, προκειμένου να συμφωνήσουν σε συγχώνευση ή εξαγορά.

Με κύριο σκοπό την εκπλήρωση των στόχων της, η αγοράστρια εταιρεία έρχεται σε σύγκρουση με τα θέλω των μετόχων της εταιρείας-στόχου, διότι η μία προσφέρει όσο το δυνατόν λιγότερες μετοχές ενώ οι άλλοι διεκδικούν όσο το δυνατόν περισσότερες.

Στο σημείο αυτό θα αναφερθούμε στην ιδιαιτερότητα της μορφής αυτής. Η ανταλλαγή των μετοχών σε αντίθεση με άλλες τεχνικές κατορθώνει να δεσμεύει τα επενδυτικά, διοικητικά μέλη της επιχείρησης-στόχου ώστε να τα αξιοποιεί στη νέα εταιρεία που προκύπτει κατόπιν συγχώνευσης. Η μορφή χρηματοδότησης αυτή αποδεικνύεται σε βάθος χρόνου ακριβότερη συγκριτικά με άλλες, επειδή όλο και περισσότεροι μέτοχοι διεκδικούν μερίδια στα πραγματικά κέρδη της νέας πλέον επιχείρησης. Η πρακτική αυτή παρόλο που δεν καταφεύγει στην καταβολή χρημάτων από τα ταμεία των εταιρειών θεωρείται η πλέον πολυδάπανη μορφή χρηματοδότησης.

- **Συνδυασμός τρόπων**

Πολλές φορές οι εταιρείες συμφωνούν κατόπιν διαπραγματεύσεων μεταξύ τους για την διεξαγωγή μίας εμπορικής συμφωνίας η οποία περιλαμβάνει ένα συνδυασμό των μορφών χρηματοδότησης, χωρίς να αφορά αποκλειστικά μία και μόνο μορφή. Στην περίπτωση αυτή οι επιχειρήσεις συμφωνούν για την παροχή ενός πακέτου το οποίο αποτελείται από μετατρέψιμες μετοχές ενώ το υπόλοιπο βρίσκεται σε μετρητά. Οι μετοχές έχουν το πλεονέκτημα να εξασφαλίζουν ένα τμήμα από τα κέρδη τα οποία διανέμονται αλλά και να βοηθούν τους

κατόχους του στη συμμετοχή για την οικονομική ανάπτυξη της εταιρείας. Πολλές φορές στα διοικητικά στελέχη των επιχειρήσεων-στόχων παρέχονται κάποιες πρόσθετες αμοιβές με την μορφή bonus. Οι πρόσθετες αυτές αμοιβές σκοπεύουν στον αφανισμό ενδεχόμενης απροθυμίας των στελεχών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης ως προς την Σ ή Ε.

Στο σημείο αυτό, με βάση τα παραπάνω γίνεται φανερή η αιτία που οι επενδυτές της εξαγοραζόμενης εταιρείας καταφεύγουν στην επιλογή ενός συνδυασμένου τρόπου χρηματοδότησης και όχι την εξολοκλήρου καταβολή μετρητών η οποία ταυτοχρόνως συνδέεται και με την καταβολή φόρων.

Ωστόσο, στο σημείο αυτό θα αναφερθούν οι επιδράσεις που προκύπτουν και παρατηρούνται από τη χρήση συγκεκριμένων μορφών χρηματοδότησης αναφορικά με την μετοχική αξία της εξαγοράζουσας καθώς και της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

Όταν οι μορφές χρηματοδότησης επιδρούν στη μετοχική αξία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης οι μέτοχοι της τείνουν συνήθως να κερδίζουν, για τον λόγο ότι η εξαγορά γίνεται από εταιρείες μεγαλύτερου όγκου και συνεπώς με μεγαλύτερα καθαρά κέρδη από ότι η δική τους. Επιπλέον, οι μέτοχοι κερδίζουν διότι μία προσφορά εξαγοράς αν έρθει αντιμέτωπη με την αντίσταση της εταιρείας που πρόκειται να εξαγοραστεί είναι ικανή να εντείνει τον ανταγωνισμό και έτσι να δημιουργηθούν προσφορές μεγαλύτερες από κάποιες άλλες επιχειρήσεις.

Ένας παράγοντας άρρηκτα συνδεδεμένος με την μορφή χρηματοδότησης είναι το κόστος που προκύπτει από την μετατροπή των μετοχών σε μετρητά και των μετρητών σε μετοχές. Ωστόσο, εάν η επιχείρηση που προχωρά σε εξαγορά καταθέσει μετρητοίς το τίμημα, τα κόστη αυτά στην περίπτωση αυτή δεν υφίστανται και αυτό για τον λόγο ότι συμπεριλαμβάνονται ήδη στην προσφερόμενη τιμή εξαγοράς.

Η μετοχική αξία της εξαγοράζουσας επιχείρησης επηρεάζεται άμεσα από τις διάφορες μορφές χρηματοδότησης, ενώ οι επιδράσεις τους σε αυτήν δεν είναι πάντα λίγες. Οι εκτιμήσεις για την τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης επηρεάζεται διαφορετικά. Πολλές φορές η πληρωμή της εξαγοράς μετρητοίς ή με δανειακά κεφάλαια έχει μεγαλύτερη αποδοχή συγκριτικά με άλλη μέθοδο στην αγορά και συμβάλλει στην έγκυρη εκτίμηση της μετοχικής αξίας της εταιρείας που εξαγοράζει. Επίσης, η εκτίμηση της μετοχικής αξίας εμφανίζεται μετά την εξαγορά και αυτό από το αποτέλεσμα που προβάλλει την πορεία της συμμετοχής.

Είναι συχνό φαινόμενο οι συγχωνεύσεις να επιλέγουν ως μορφή χρηματοδότησης την ανταλλαγή μετοχών. Παρόλα αυτά πολύ συχνά οι εταιρείες που προχωρούν σε συγχώνευση επιλέγουν ως μέθοδο πληρωμής ένα συνδυασμό μετρητών και ανταλλαγής μετοχών. Ο λόγος που προκύπτει αυτό είναι η έλλειψη επαρκούς και άμεσης χρηματικής ευχέρειας για την πραγματοποίηση της εξαγοράς από πλευράς αγοραστή, φαινόμενο που απαιτεί την χρήση ενός συνδυασμένου πακέτου χρηματοδότησης.

## **2.2 Προσέγγιση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.**

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι το όργανο το οποίο διαχειρίζεται το ευρώ, το ενιαίο νόμισμα δηλαδή της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έχοντας ως έδρα τη Γερμανία και συγκεκριμένα την πόλη της Φρανκφούρτης λειτουργεί για τη διαφύλαξη της σταθερότητας των τιμών στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ενώ ακόμη είναι αρμόδια για την εφαρμογή μίας ενιαίας οικονομικής καθώς και νομισματικής πολιτικής μέσα στην Ένωση.

Το θεσμικό αυτό όργανο απαρτίζεται από:

- i. Το Γενικό Συμβούλιο, όπου συμμετέχει στις λειτουργίες της ΕΚΤ που αφορούν το συντονισμό της καθώς και εισαγωγή νέων χωρών στη ζώνη του ευρώ. Αποτελείται από τον πρόεδρο, τον αντιπρόεδρο αλλά και τους διοικητές από τις κεντρικές εθνικές τράπεζες και των κρατών-μελών της Ε.Ε. που είναι 28.
- ii. Την εκτελεστική επιτροπή, αποτελούμενη από έξι μέλη τα οποία διορίζονται από τους αρχηγούς των χωρών της Ε.Ε. για 8 χρόνια, είναι το όργανο το οποίο είναι υπεύθυνο για την παρακολούθηση στον τρόπο διαχείρισης των τρεχουσών υποθέσεων της τράπεζας.
- iii. Το διοικητικό συμβούλιο, το οποίο απαρτίζεται τόσο από τα μέλη της εκτελεστικής επιτροπής καθώς και από τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των χωρών (17) της Ευρωζώνης, αποτελεί το όργανο το οποίο είναι υπεύθυνο για τον καθορισμό της νομισματικής πολιτικής που εφαρμόζεται στην Ευρωζώνη

αλλά και για τα επιτόκια δανεισμού που επιβάλλονται στις εμπορικές τράπεζες από την κεντρική.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε συνεργασία με τις κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών στο πλαίσιο πάντα του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών είναι αυτή που ηγείται επί της συνεργασίας αυτής, έχοντας ορισμένους σκοπούς. Συγκεκριμένα οι σκοποί αυτοί έγκειται στη διαφύλαξη των σταθερών τιμών διαμέσου της φύλαξης του πληθωρισμού υπό έλεγχο, καθώς επίσης και στη διαφύλαξη της σταθερότητας του δημοσιονομικού συστήματος μέσω της αποτελεσματικής εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των κεφαλαιαγορών.

Προσεγγίζοντας την ΕΚΤ από άλλη σκοπιά και αναφορικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, τις διαχωρίζουμε ως εξής :

- Ένδο-συννοριακές και Δια-συννοριακές (Cross-border)
- Ένδο-κλαδικές και Δια-τμηματικές (Cross-sectoral)

Επομένως τα κίνητρα τα οποία προκύπτουν εξαρτώνται από τον τύπο της εξαγοράς ή συγχώνευσης. Τα κύρια κίνητρα καθώς και οι εκλογικεύσεις τους χωρίζουν τους τέσσερις τύπους εξαγορών και συγχωνεύσεων και διακρίνονται από το αν πραγματοποιούνται εντός μίας χώρας ή σε διαφορετικές, καθώς και αν πραγματοποιούνται μεταξύ χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων ή μεταξύ διαφορετικών τομέων δραστηριότητας.

#### **Μεταξύ χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων :**

- Εντός μίας χώρας: ημεδαπές τραπεζικές εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Κύριο κριτήριο είναι η σύνδεση των οικονομιών κλίμακος με το κόστος στην περίπτωση αυτή πραγματοποιούνται περικοπές των διοικητικών λειτουργιών(εκλογίκευση) και των δικτύων διανομής.

- Σε διαφορετικές χώρες: διεθνείς τραπεζικές εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Το κύριο κίνητρο σε αυτό τον τύπο είναι το μέγεθος, η ανάγκη διόγκωσης του και η αλληλουχία του όγκου των πελατών και της μελλοντικής πελατείας. Οι εκλογικεύσεις στις διοικητικές λειτουργίες είναι πολύ πιθανές.

### **Μεταξύ διαφορετικών τομέων δραστηριότητας :**

- **Εντός μίας χώρας:** ημεδαπές συγχωνεύσεις και εξαγορές ετερογενών δραστηριοτήτων.

Κίνητρο στην περίπτωση αυτή είναι η δημιουργία οικονομιών σκοπού μέσω των συνδεδεμένων πωλήσεων. Χαρακτηριστικό του τύπου αυτού αποτελεί η άριστη χρήση στα δίκτυα διανομής και δη στα συμπληρωματικά, όπως επίσης και οι διαφοροποίηση ανάμεσα στον κίνδυνο και τα έσοδα. Οικονομίες κλίμακος άρρηκτα συνδεδεμένες με τα κόστη είναι πιθανόν να δημιουργηθούν επίσης, μέσω εκλογικεύσεων στις διοικητικές λειτουργίες.

- **Σε διαφορετικές χώρες:** διεθνείς συγχωνεύσεις και εξαγορές ετερογενών δραστηριοτήτων.

Το κίνητρο εδώ είναι η δημιουργία οικονομιών σκοπού διαμέσου των συμβεβλημένων πωλήσεων όπως και η αύξηση του μεγέθους. Οι εκλογικεύσεις που προέρχονται από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές σε αυτή την περίπτωση είναι λίγες, καθώς τα ιδρύματα δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες με διαφορετικούς κανονισμούς. Τέλος, η διαφοροποίηση μεταξύ κινδύνου και εσόδων εμφανίζεται και σε αυτή την περίπτωση.

## **2.3 Αιτίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.**

Οι αιτίες που οι επιχειρήσεις προχωρούν στην διεξαγωγή συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι αρκετές, ωστόσο αυτές οι αιτίες ποικίλουν ανάλογα με τις διάφορες προσεγγίσεις των μελετητών που έχουν διερευνήσει τα φαινόμενα αυτά. Οι προσεγγίσεις που έχουν διατυπωθεί επί του θέματος είναι μεγάλου εύρους και αυτό φαίνεται στην γενική βιβλιογραφία αναφορικά με το θέμα. Στην δεδομένη εργασία θα παρουσιαστούν οι αιτίες οι

οποίες είναι οι πιο αναγνωρίσιμες σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία. Σύμφωνα με τα παραπάνω παραθέτουμε:

### **2.3.1 Εσωτερικοί παράγοντες οι οποίοι επιβάλλουν στην εταιρεία την ανάγκη να εξαγοράσει ή να εξαγοραστεί.**

#### **ο Ανάπτυξη (Growth)**

Στις εξαγορές και συγχωνεύσεις κομβική είναι η έννοια της ανάπτυξης καθώς πιστεύεται σαν η πιο κύρια αιτία για την οποία συμβαίνουν. Σε πολλές εξαγορές και συγχωνεύσεις καθοριστική είναι η ανάγκη για επιδίωξη της ανάπτυξης.

Σύμφωνα με τους Kummer & Steger (2008) οι οποίοι πιστεύουν ότι σε περίπτωση που η εσωτερική ανάπτυξη ενός οργανισμού δεν είναι ικανή για να μετατραπεί σε υλική υπόσταση ή ακόμη όταν σταματήσουν οι προοπτικές ανάπτυξης, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν την μοναδική λύση. Μία ακόμη προσέγγιση, ο DePamphilis (2010) αναφέρει ότι η ανάπτυξη επικεντρώνεται στην αύξηση των ενοποιημένων εσόδων, των χρηματοοικονομικών ροών καθώς και των κερδών.

Η δημιουργία οικονομιών κλίμακας και σκοπού, είναι δυνατόν να αποτελεί στόχο της ανάπτυξης, όπως μπορεί να αποτελεί και η αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας μιας επιχείρησης.

#### **ο Καταβολή προσπάθειας για αύξηση του μεριδίου στην αγορά (Market share)**

Η διαδικασία προσπάθειας της αύξησης στο μερίδιο της αγοράς και του κύκλου εργασιών όπου μια επιχείρηση αποσκοπεί με την συγχώνευση ή την εξαγορά μιας άλλης αποτελεί μια ιδιαίτερης σημασίας αιτία. Αρκετές είναι οι εταιρείες που αποβλέπουν σε συνδυασμένης μορφής πωλήσεις, ή σε χρήση-εκμετάλλευση κοινών δικτύων πωλήσεων ή σε αξιοποίηση της υπάρχουσας πελατειακής βάσης της άλλης επιχείρησης ή επιπλέον με την «γέννηση» ολιγοπωλίων. Σύμφωνα με τους Fraser & Zhang (2009) η αύξηση των πωλήσεων ορίζεται η εισαγωγή σε νέες αγορές ακολουθώντας την διαδικασία της επέκτασης (Expansion). Ωστόσο, αναφέρεται από τους ίδιους ότι σύμφωνα με τα δεδομένα της έρευνας τους, οι ξένες τράπεζες απέβλεψαν σε μικρότερου



μεγέθους τράπεζες οι οποίες εδρεύουν στις ΗΠΑ για να τις χρησιμοποιήσουν ως μεσάζοντες με απώτερο σκοπό την γεωγραφική τους επέκταση.

Αναφορικά με τα μερίδια της αγοράς ο Zuckerman (2009) υποδεικνύει ότι σημαντικό αίτιο για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων σε επιχειρήσεις με αλληλοϋποστηριζόμενες υπηρεσίες είναι δυνατόν να αποτελεί και η προσπάθεια για αύξηση των πωλήσεων εσωτερικά μίας αγοράς η οποία μικραίνει με σκοπό την αντίδραση για την κατάσταση αυτή.

#### ο Διαφοροποίηση (Diversification )

Η έννοια της διαφοροποίησης έχει αρκετούς διαφορετικούς ορισμούς. Συγκεκριμένα εστιάζοντας στην θεωρία του DePamphilis (2010), ορίζεται σαν η απόφαση μίας επιχείρησης σε διοικητικό επίπεδο ώστε να εισχωρήσει σε καινούργιους κλάδους. Η προσπάθεια για εισαγωγή σε νέους κλάδους αποβλέπει ή σε αλλαγή των προϊόντων όταν δεν σχετίζονται άμεσα ή ακόμη στον τρόπο λειτουργίας.

Επιπλέον για την έννοια αυτήν ο Ross (2009) αναφέρει ότι με την πραγματοποίηση της συγχώνευσης εννοείται και η προσπάθεια που καταβάλλουν οι επιχειρήσεις για μείωση του κινδύνου στον οποίο εκτίθενται οι μετοχές τους.

#### Χαρακτηριστικά της επιχείρησης στόχου.

- **Ανεπάρκεια χρηματικών ροών- ανάγκη επιβίωσης.**

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές πολλές φορές πραγματοποιούνται λόγω έλλειψης χρηματικών ροών της επιχείρησης στόχου ώστε να καλύψει τα πάγια έξοδα της και να σταθεί από μόνη της στην αγορά. Σε περιπτώσεις σαν την παραπάνω η πραγματοποίηση τέτοιων εμπορικών πράξεων ίσως αποτελεί την έσχατη λύση η οποία όμως θα την βγάλει από την δύσκολη θέση αυτήν της οικονομικής απόγνωσης. Σύμφωνα με τον Sharma (2010) πολλές φορές αυτή η κίνηση μπορεί όχι μόνο να βοηθήσει τις επιχειρήσεις να βγουν από το οικονομικό αδιέξοδο αλλά επιπλέον να αποτελέσει μια καλή ευκαιρία.

Η απόφαση πολλών επιχειρήσεων να καταφύγουν σε πράξεις συγχώνευσης ή εξαγορασμού έχει ορατά αυξηθεί τα τελευταία έξι χρόνια.

Ο Zuckerman υποστηρίζει ότι μετά την κρίση η κατάσταση έχει φανερά αυξηθεί ενώ ακόμα αναλύει τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις εξαιτίας της χαμηλής κεφαλαιακής τους συγκέντρωσης. Δεν παραλείπει ακόμη να τονίσει την τάση των επιχειρήσεων να θέλουν οι ίδιες από μόνες τους να καταφύγουν σε εμπορικές συμφωνίες οι οποίες περικλείουν την ενδεχόμενη εξαγορά τους ή συγχώνευση.

- **Έλλειψη Ποιοτικής διοίκησης.**

Η αποτελεσματική διοίκηση είναι ένας σημαντικός παράγοντας ο οποίος καθορίζει κατά πολύ την πορεία και την υπόσταση της κάθε εταιρείας. Αναπτύσσοντας τόσο την ύπαρξη μίας καλής ομάδας διοίκησης αλλά και την πιθανή έλλειψη «καλής διοίκησης» που χαρακτηρίζει μια επιχείρηση, τονίζουμε το κομβικό αυτό παράγοντα αναφορικά με τις Σ κ Ε.

Συγκεκριμένα η ύπαρξη μια αποτελεσματικής- καλής ομάδας διοίκησης είναι ικανή να μετατρέψει μια επιχείρηση σε στόχο εξαγορασμού. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην επιθυμία μίας εταιρείας-ομίλου να αποκτήσει μια εταιρεία η οποία ήδη διακρίνεται από ορισμένα χαρακτηριστικά τα οποία συμβάλλουν θετικά στην γενική λειτουργία της. Πολύ πιθανό είναι επίσης, η επιχείρηση «γονέας» να προβεί σε υιοθέτηση των στοιχείων αυτών προς επίτευξη των στόχων της.

Επιπλέον η ύπαρξη κακής ποιοτικά διοίκησης σε μια εταιρεία και η μεταφορά των στοιχείων του ενεργητικού της προς μία άλλη επιχείρηση η οποία χαρακτηρίζεται όμως για αποτελεσματικότερη διοίκηση, αποτελεί σημαντικό σημείο ώστε να προχωρήσει μια Σ ή Ε. Κάθε επιχείρηση μεμονωμένα αποβλέπει στο κέρδος και προκειμένου να το επιτύχει, δραστηριοποιείται ανάλογα τα δεδομένα που την διακρίνουν. Με βάσει αυτά προκύπτει ότι μια εταιρεία με στόχο την οικονομική της ευδαιμονία όταν αντιληφθεί ότι αποτελεί πλέον αδύνατο να ορθοποδήσει στην αγορά από μόνη της λόγω της κακής της διοίκησης, τείνει να προχωρά στην ένωση της με κάποια καλύτερα διοικούμενη επιχείρηση.

- **Κερδοφορία (Profitability)**

Τα αυτόνομα χαρακτηριστικά της κάθε εταιρίας στόχου πολλές φορές συμβάλλουν θετικά στην ενδεχόμενη εξαγορά ή συγχώνευση που πρόκειται να ακολουθήσει. Η κερδοφορία αποτελεί ένα ιδιαίτερα κύριο

κίνητρο για την πραγμάτωση μίας εμπορικής συμφωνίας, η τάση των επιχειρήσεων προς αυτήν είτε πρόκειται για ένα προϊόν είτε για ένα πελάτη αποτελεί αναμφισβήτητα ένα δυνατό και καθοριστικό κριτήριο.

- **Στάδια αποτίμησης και βασικά στοιχεία.**

Αν και πολλοί ερευνητές έχουν ως σημείο μέτρησης τον δείκτη που αφορά τα κέρδη ανά μετοχή, εμείς θα εστιάσουμε την προσοχή μας στον ερευνητή Block (2009) ο οποίος σε άρθρο του προασπίζεται ότι όταν οι εμπορικές συμφωνίες πραγματοποιούνται με χρηματικό αντίτιμο τότε θα πρέπει να χρησιμοποιούνται τεχνικές κεφαλαιακού προϋπολογισμού. Οι παράγοντες οι οποίοι έχουν σημασία για την έκβαση των εμπορικών συμφωνιών είναι πολλοί και επηρεάζονται συχνά από τον τρόπο διαχείρισης των διαθέσιμων ταμειακών ροών αλλά και γενική την παραγωγή τους. Ο συνυπολογισμός της υπολειμματικής αξίας γίνεται φανερό ότι είναι καθοριστικός για το αποτέλεσμα και την τελική συμφωνία.

Στην συνέχεια παρουσιάζεται ότι ο Block πιστεύει ότι το σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου και ενώ έχει επιφορτιστεί ένα premium που αντικατοπτρίζει τον αυξημένο κίνδυνο που περικλείει μια οποιαδήποτε συγχώνευση ως διαδικασία αποτελεί το σωστό discount rate το οποίο έχει ονομάσει επιτόκιο προεξόφλησης του προσαρμοσμένου ρίσκου.

Οι καθοριστικοί παράγοντες για την εξέλιξη της συμφωνίας, σύμφωνα με τον Block οι οποίοι επηρεάζουν το premium συνεπώς και όλη την διαδικασία ενώ παράλληλα καθορίζουν το αν ένας στόχος εξαγοράς-συγχώνευσης θα αποτελέσει θελκτικός είναι:

-Η κυκλικότητα της εταιρείας και η δυνατότητα συνέχισης της παρούσης κατάστασης και μελλοντικά.

-Η συμβατότητα όσον αφορά τις λειτουργίες του στόχου διότι θεωρώντας διαφοροποιημένο κατά πολύ το Premium και πάνω από το σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου, οφείλει να είναι αυξημένο παρά κάποιες πιθανές ωφέλειες που προκύπτουν με την διαφοροποίηση.

-Η σχέση εξάρτησης της επιχείρησης στόχου με ένα συγκεκριμένο αριθμό πελατών όπου με κάποια αλλαγή και μείωση είναι δυνατόν να αλλάξει και όποια πορεία του στόχου.

-Η σχέση εξάρτησης της επιχείρησης στόχου από κυβερνητικά συμβόλαια όπου δεν τους εξασφαλίζουν τη χρηματοδότηση τους μελλοντικά και εμπεριέχουν τον κίνδυνο του προσωρινού.

-Η σύγκριση του βαθμού εξάρτησης της διεθνής παρουσία της επιχείρησης με την εσωτερική.

- **Οι προοπτικές για ανάπτυξη της εταιρείας στόχου.**

Οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις τις περισσότερες φορές καταφεύγουν στον εξαγορασμό επιχειρήσεων που προβάλλουν ένα όραμα ανάπτυξης. Η ευκαιρία εισόδου και ανάπτυξης της αγοράς αποτελεί ένα καθοριστικό παράγοντα όσο αφορά την διαδικασία επιλογής της επιχείρησης καθώς και στην τελική έκβαση της εξαγοράς. Οι προοπτικές ανάπτυξης που διαθέτουν οι επιχειρήσεις είναι κομβικής σημασίας και προσμετρούν με θετικό τρόπο στην τελική -επιτυχημένη έκβαση μίας εξαγοράς.

Η σωστή παρουσίαση των προοπτικών της εταιρείας στους υποψήφιους αγοραστές είναι πολύ σημαντικό σημείο, ενώ ο Sharma (2010) για τα παραπάνω έχει εκφέρει ότι ο στόχος μπορεί και να είναι μια καλή ευκαιρία για μελλοντικά πιθανά κέρδη.

- **Αν η εταιρεία είναι εισηγμένη.**

Το γεγονός ότι αν οι εταιρείες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο το κόστος διαμορφώνεται αναλόγως διαπιστώνεται και από τους Collan και Kinnunen (2009), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι μετά από συζητήσεις με υψηλόβαθμα στελέχη επιχειρήσεων αποφάνθηκαν ότι σε περίπτωση που αναβληθεί η συμφωνία το κόστος θα διαμορφωθεί αναλόγως από το αν η εταιρεία που αποτελεί τον στόχο θα είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο ή όχι όπου και το κόστος παραμένει σταθερό.

Στο σημείο αυτό διευκρινίζουμε ότι το κόστος διαμορφώνεται αντίστοιχα επηρεαζόμενο και από άλλα στοιχεία και όχι κατά αποκλειστικότητα από το αν η εταιρεία είναι εισηγμένη ή όχι.

- **Η δημιουργία αίσθησης του σπανίου.**

Η ικανότητα του προσωπικού και της διοίκησης να δημιουργήσει το αίσθημα της έλλειψης του αντικειμένου του οποίο προωθεί στο καταναλωτικό κοινό συμβάλλει ουσιαστικά στην τελική έκβαση μίας εξαγοράς. Η δημιουργία του αισθήματος της «μοναδικότητας» για τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης αποτελεί ένα στοιχείο που συντελεί ουσιαστικά και καθοριστικά στην τελική και επιτυχημένη έκβαση μίας εξαγοράς.

Πολλοί έχουν υποστηρίξει ακόμη ότι καθοριστικό ρόλο έχει και η κατανόηση και πρόβλεψη των χαρακτηριστικών που θέλουν να ακούσουν οι αγοραστές, η διορατικότητα δηλαδή και η προσαρμογή συγκεκριμένης συμπεριφοράς στον εκάστοτε αγοραστή. Ένα από τους υποστηρικτές των παραπάνω είναι και ο Seagrove (2010) ο οποίος και μας οδηγεί στο να λάβουμε υπόψη την γενικότερη αντίληψη του κοινού.

### **Χαρακτηριστικά της εξαγοράζουσας επιχείρησης.**

- **Η Υπερτιμημένη μετοχή**

Η υπερτιμημένες μετοχή αποτελεί ένα από τα εσωτερικά χαρακτηριστικά της εταιρείας το οποίο και καθορίζει την εξαγορά ή την συγχώνευση και αποτελεί ένα από τα χαρακτηριστικά που παίρνουν την πρωτοβουλία για την πραγματοποίησή τους. Όταν η συμφωνία πρόκειται να γίνει με ανταλλαγή μετοχών, η υπερτιμημένη μετοχή αποτελεί ένα κίνητρο καθώς με αυτόν τον τρόπο το τίμημα που καταβάλλεται για ακρίβεια είναι μικρότερο από την ονομαστική της αξία.

- **Απόκτηση τεχνολογικού εξοπλισμού και τεχνογνωσίας.**

Η εσωτερική ανάγκη της επιχείρησης για επέκταση της ήδη υπάρχουσας τεχνογνωσίας μπορεί να αποτελέσει ένα κίνητρο ιδιαίτερα

ισχυρό το οποίο χρησιμοποιείται κατά κόρον από τις επιχειρήσεις της νέας πλέον οικονομίας.

- **Η προσπάθεια για αύξηση της τιμής της μετοχής.**

Οι Ross et al (2009) υποστηρίζουν ότι πολλές φορές αποτελεί ένα κίνητρο για την τελική έκβαση της συμφωνίας οι φιλοδοξίες του μέρους για αύξηση της τιμής της μετοχής με την οποία πραγματοποιείται η εξαγορά, σε συνάρτηση με την αύξηση των πωλήσεων. Αυτή η θεωρία είχε αποτελέσει μια σημαντική κινητήρια δύναμη που ωθούσε στην τελική συμφωνία κυρίως τα παλαιότερα χρόνια, πλέον η φιλοδοξία αυτή αμφισβητείται κυρίως για τα αποτελέσματα της.

- **Επιθυμία για φορολογικές ελαφρύνσεις.**

Δεν είναι λίγες οι φορές που μία εξαγορά έχει και ως σκοπό φορολογικές ελαφρύνσεις. Συγκεκριμένα αναλύοντας το παραπάνω αναφέρουμε ότι οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις προσπαθώντας να καταστήσουν συνθήκες που να αποτελούν φορολογικά ευνοϊκές για τις ίδιες προχωρούν στην δημιουργία συμφωνιών συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Συγκεκριμένα έχει διαπιστωθεί ότι οι επίτευξη φορολογικών ελαφρύνσεων αποτελεί ένα από τα κύρια κίνητρα για την πραγματοποίηση συνεργειών.

- **Το πιθανό όφελος που προκύπτει από τις θετικές συνέπειες των συνεργειών που δημιουργούνται.**

Ένα κύριο κίνητρο για την πραγματοποίηση μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς αποτελεί η δημιουργία συνεργειών οι οποίες προκύπτουν με την πραγματοποίηση της συμφωνίας. Τα οφέλη που λαμβάνουν οι εταιρείες αφορούν διάφορα τμήματα και οι θετικές συνέπειες των συνεργειών ένα αξιοπρόσεκτο στοιχείο το οποίο δεν μένει απαρατήρητο.

- **Επιδίωξη για δημιουργία στρατηγικών συμμαχιών.**

Μια εταιρεία είναι ικανή να οδηγηθεί στην απόφαση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς εξαιτίας του ανταγωνισμού που υπάρχει στον κλάδο. Η αναζήτηση στρατηγικών συμμαχιών είναι πιθανό να προκύπτει εξαιτίας της έντασης του ανταγωνισμού που υφίσταται, είτε ακόμα και από άλλους παράγοντες οι οποίοι εντάσσονται στην γενικότερη στρατηγική διοίκηση.

- **Επιδίωξη για απόκτηση ενεργειακών στοιχείων που αποβλέπει.**

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις μερικές φορές γίνονται αποβλέποντας σε ορισμένα στοιχεία του ενεργητικού της εταιρείας στόχου. Τα στοιχεία αυτά είναι δυνατόν να είναι υλικά ή άυλα π.χ η φήμη της εταιρείας καθώς και τυχόν δικαιώματα ευρεσιτεχνιών ή και άλλα ενεργητικά στοιχεία που θεωρούνται χρήσιμα στην επιχείρηση που θα αποκτηθούν.

- **Διαχείριση και πρόσβαση αποθεμάτων.**

Δεν είναι λίγες οι φορές που οι εταιρείες αποσκοπούν στην εξασφάλιση μίας σταθερής ροής τόσο των αποθεμάτων τους όσο και του κόστους τους. Με βάση αυτό γίνεται ευδιάκριτος ο λόγος που οι επιχειρήσεις διαμέσου μίας εξαγοράς διασφαλίζουν την συνέχιση των υπάρξεων τους, μέσα από την παραγωγή αποθεμάτων που βρίσκονται σε σπανιότητα.

Ως απόδειξη των παραπάνω είναι η εφαρμογή των κάθετων εξαγορών προς τα πίσω στην αλυσίδα παραγωγής, την οποία φαίνεται και να χρησιμοποιούν οι περισσότερες επιχειρήσεις.

- **Κεφάλαια λιμνάζοντα.**

Τα λιμνάζοντα κεφάλαια αποτελούν συχνά ένα ισχυρό κίνητρο ώστε να προβεί μία εταιρεία σε εξαγορά κάποιας άλλης. Οι Ross et al. (2009)

υποστηρίζουν την άποψη αυτή καθώς θεωρούν ότι οι ωφέλειες που προκύπτουν από αυτό είναι ικανοποιητικές αιτιολογώντας τον ισχυρισμό τους αυτών και με παραδοχή ότι αποτελεί ένα περίεργο φαινομενικά τρόπο σκέψης.

- **Αποτελεσματική χρήση των υπο-απασχολούμενων πόρων.**

Οι υπο-εκμεταλλεόμενοι πόροι τους οποίους διαθέτει μία εταιρεία στον ενεργητικό της, είναι πολύ πιθανόν να γίνουν πολύ πιο αποδοτικοί και κερδοφόροι μετά την συμφωνία συγχώνευσης ή εξαγοράς με μια άλλη επιχείρηση. Στην άλλη επιχείρηση μπορεί αυτοί οι πόροι να αποτελέσουν πολύ χρήσιμοι και η χρήση τους να καταφέρει να επιμερίσει τα λειτουργικά τους έξοδα και να αποφέρει κέρδος.

- **Παράγοντες marketing - timing - προσωπικά οφέλη.**

Υπάρχουν αρκετοί συγγραφείς οι οποίοι πιστεύουν και αφήνουν να διαφανεί ότι αιτίες του εσωτερικού περιβάλλοντος αποτελούν και παράγοντες όπως το marketing, το timing αλλά και τα προσωπικά οφέλη που τυγχάνει να υπάρχουν.

Χωρίς να έχει διατυπωθεί τίποτα επίσημα πολλοί συγγραφείς διέπονται από κάποιες πεποιθήσεις τις οποίες και αφήνουν να υπαινίσσονται. Συγκεκριμένα οι Kummer & Steger, (2008) αναφορικά με το τμήμα του marketing αφήνουν να εννοηθεί ότι πολλές από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές γίνονται για λόγους marketing καθώς σύμφωνα με την άποψη τους η εικόνα μίας εταιρείας μπορεί να βελτιωθεί κατόπιν μίας συμφωνίας εξαγοράς ή συγχώνευσης και κυρίως όταν προκύψει ένα νέο όνομα το οποίο θα χαρακτηρίζει την ενιαία πλέον εταιρεία.

Όσον αφορά το παράγοντα timing, υπάρχει ένα γενικότερο κλίμα αναφοράς του το οποίο ως επί το πλείστον αφήνεται να εννοηθεί από τους συγγραφείς ως ένα στοιχείο το οποίο συμμετέχει στην τελική απόφαση και αποτέλεσμα για μία συγχώνευση ή εξαγορά. Σημαντικό είναι σε αυτό το σημείο η αναφορά στους McDonald και Siegel (1986) οι οποίοι το



αναφέρουν καθαρά ως ένα παράγοντα ο οποίος καθορίζει κατά πολύ την τελική έκβαση μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Σημαντικός παράγοντας επίσης στις αιτίες για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων ή εξαγορών αποτελούν και τα προσωπικά οφέλη. Οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων έχουν ως κύριο σκοπό τους το προσωπικό τους κέρδος ενώ ακόμη η αισιοδοξία τους και οι προσδοκίες που έχουν δρουν καταλυτικά. Συγκεκριμένα σύμφωνα με τον Sharma (2010) οι εταιρείες από την αρχή της ύπαρξης τους έχουν σαν σκοπό το ιδιωτικά οφέλη των ιδιοκτητών, ενώ πολλές φορές αυτό πραγματώνεται μέσω μίας εξαγοράς η οποία προσφέρει στους ιδιοκτήτες γρήγορα κέρδη. Σε αυτό πάνω αναφέρεται και μία έρευνα των North και Oliver (2010) οι οποίοι διατυπώνουν ως κύριο παράγοντα τις επιδιώξεις των ιδιοκτητών των επιχειρήσεων που εξαγοράστηκαν με κύρια μέριμνα το προσωπικό τους κέρδος.

### **2.3.2 Εξωτερικοί παράγοντες οι οποίοι επιβάλλουν στην εταιρεία την ανάγκη να εξαγοράσει ή να εξαγοραστεί.**

- **Οι εξωτερικές πιέσεις που δέχεται.**

Η πίεση με κίνητρο την επίτευξη των στόχων αναγνωρίζεται από πολλούς αναλυτές καθώς και επιπλέον παράγοντες τις αγορές ως ένας κύριος εξωτερικός παράγοντας. Συγκεκριμένα στην άποψη αυτή έχουν εμμείνει οι Kummer και Steger (2008) ενώ ακόμη υποστηρίζουν ότι αν οι εταιρείες είναι εισηγμένες η ένωση τους θα οδηγήσει σε μία σχεδόν βέβαιη κατάληξη.

- **Οι τεχνολογικές αλλαγές.**

Η καθιέρωση ορισμένων τεχνολογικών δεδομένων και το ενδεχόμενο εξαγοράς των εταιρειών που έχουν αυτές τις τεχνογνωσίες αποτελεί ένα από τις κύριες αιτίες εξαγοράς σύμφωνα με τους Warner et al. (2006). Επιπλέον οι πιθανότητες είναι μεγαλύτερες ως προς το να εξαγοραστούν εταιρείες που έχουν τα παραπάνω δεδομένα καθώς τα τεχνολογικά χαρακτηριστικά αυτά είναι πολύ πιθανόν να φανούν χρήσιμα μελλοντικά.

Οι αλλαγές στην τεχνολογία είναι ικανές να συμβάλλουν στην χρηματοοικονομική συνέχεια και ευρύτερη βιωσιμότητα με την δημιουργία οικονομιών κλίμακας. Επίσης είναι σε θέση να δημιουργούν καταστάσεις και αλλαγές ανεξάρτητα από την ύπαρξή τους και από τις τάσεις που ήδη κυριαρχούν.

- **Η υπάρχουσα βιομηχανία σχετικά με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές.**

Κάποιοι ερευνητές αναφέρονται στην βιομηχανία των συμβούλων επιχειρήσεων, των προωθητών καθώς επίσης και ενός ευρέως κυκλώματος τραπεζικών επενδύσεων. Οι Kummer και Steger (2008), επισημαίνουν ότι όλο αυτό το κύκλωμα επηρεάζει σημαντικά την εξέλιξη και κατάληξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς θεωρούν ότι η πίεση που ασκείται στα στελέχη ώστε να προβούν σε τέτοιες συμφωνίες είναι καθοριστική.

Στην προσπάθεια πρόκλησης συναισθημάτων βεβαιότητας στις επιχειρήσεις για την επιτυχία της επικείμενης συμφωνίας καταφέρνουν να πετύχουν το σκοπό τους εμμέσως, ενώ σύμφωνα με τους Kummer και Steger (2008) οι πιθανότητες επιτυχίας εγχειρημάτων με αυτή την βάση συνήθως είναι αποτυχημένες.

Στο σημείο αυτό θα κάνουμε μια αναφορά σε κάποιους επιπλέον εξωτερικούς παράγοντες που αποτελούν τις βασικές αιτίες που οδηγούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι παράγοντες αυτοί αφορούν το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον και προσδιορίζονται από την ευρύτερη επικρατούσα κατάσταση. Οι καθοριστικοί παράγοντες αυτοί λαμβάνονται υπόψη σε κάθε εμπορική συμφωνία καθώς είναι αυτοί που επηρεάζουν το μακροοικονομικό περιβάλλον και τελική εξέλιξη όλων των εμπορικών συμφωνιών. Παρακάτω παραθέτονται επιγραμματικά :

- ❖ **Οι παρεμβάσεις του δημόσιου τομέα.**
- ❖ **Η επικρατούσα νομοθεσία.**
- ❖ **Ειδικές φορολογικές ρυθμίσεις.**
- ❖ **Η οικονομική κατάσταση μίας χώρας**
- ❖ **Η γενική οικονομική κατάσταση.**
- ❖ **Το πολιτικό περιβάλλον.**
- ❖ **Η παγκοσμιοποίηση.**

Στο σημείο αυτό θα αναφερθούμε στον τρόπο που διαμορφώνεται και μεταβάλλεται η τιμή της μετοχής μετά την πραγματοποίηση μια συγχώνευσης/εξαγοράς. Συγκεκριμένα με την τοποθέτηση του λόγου ανταλλαγής (ER) ο οποίος και αντικατοπτρίζει τον αριθμό των μετοχών που διαθέτει ο Bidder (B), οι οποίες και προσφέρονται για κάθε μετοχή του Target (T). Ο λόγος αυτός εξαρτάται από την αποτίμηση της αξίας του Target συμπεριλαμβανομένου και του control premium το οποίο που προσφέρεται μετά την συγχώνευση. Ο τύπος που αντιπροσωπεύει τον παραπάνω λόγο ανταλλαγής μετοχών αμυνόμενης- επιθετικής μετοχής, είναι ο ακόλουθος.

**ER = Τιμή μετοχής προσφοράς εξαγοράς του target/ τρέχουσα τιμή μετοχής του bidder**

Επιπλέον ο αριθμός των νέων μετοχών που εκδίδονται από την εταιρεία bidder προκειμένου να περάσει υπό την κατοχή της τις μετοχές της target, υπολογίζονται από τον παρακάτω τύπο

**Νέες μετοχές = ER\* Αριθμός Μετοχών του target**

Ωστόσο μιλώντας συγκεκριμένα και προβάλλοντας τον ακριβή τύπο που χρησιμοποιείται για να αντικατοπτριστεί η μετοχική σύνθεση των εταιρειών μετά από πράξη συγχώνευσης/εξαγοράς, παραθέτουμε για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας (Target) :

**(target %) = Νέες εκδιδόμενες μετοχές / Σύνολο μετοχών ενιαίας εταιρείας B+T**

Για τους μετόχους της αγοράστριας εταιρείας (Bidder) ισχύει ο τύπος :

**(bidder%) = 100%-Target (%)**

Σε περιπτώσεις όμως που η εξαγορά και η γενικότερη προσφορά πραγματοποιείται με μετρητά δεν προκύπτει αραιώση των EPS αλλά αντιθέτως πραγματοποιείται σημαντική αύξηση τους, εξαιτίας των ενοποιημένων κερδών. Στην πραγματικότητα όμως ίσως και να διέφερε εξαιτίας ενδεχόμενων εξόδων δανεισμού για χρηματοδότηση προσφοράς καθώς και την αναγνώριση υπεραξίας εξαγοράς (goodwill)η οποία προκύπτει από την εφαρμογή της λογιστικής των εξαγορών.

Σε αυτό το σημείο θέλοντας να αποδώσουμε ένα αριθμητικό παράδειγμα διαμόρφωσης της τιμής της μετοχής μετά την εξαγορά παραθέτουμε τα εξής χαρακτηριστικά:

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	EPS (Eur)	PE	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (Eur)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ (Εκατ.)	ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ
BIDDER	0.3	13.33	4	30.000.000	9.000.000
TARGET	0.25	12	3	12.000.000	3.000.000

$$\text{Post-Merger EPS(B)} = (9.000.000 + 3.000.000) / 30.000.000 \text{ μτχ} = 0,40 \text{ €}$$

Και η τιμή μετά την συγχώνευση:

$$\text{Post-Merger Share Price (B)} = 0,40 \text{ €} * 13,33 = 5,33 \text{ €} \text{ (+33,33\% από την pre-merger share price)}$$

Ωστόσο η μεγαλύτερη αξία που μπορεί να δημιουργηθεί προκύπτει όταν η αγορά προεξοφλεί αυτό που θα επικρατήσει με  $PE > / =$  από αυτό του Bidder πριν την εμπορική πράξη. Οι θετικές επιπτώσεις με μεγαλύτερα κέρδη ανά μετοχή για τον Bidder προκύπτουν με εφαρμογή  $ER = 0,75$  και  $PE = 13,33$ , ενώ για τον Target τα μεγαλύτερα κέρδη με  $ER = 1,5$  και  $PE = 13,33$ . Ενώ ακόμη η θετική επίπτωση στα κέρδη ανα μετοχή είναι μεγαλύτερη για τον αγοραστή, όταν τα κέρδη του Target είναι μεγαλύτερα σε μέγεθος από τα αντίστοιχα του Bidder.

Η απόκτηση μίας εταιρείας Target  $PE = 13,33$  αντίστοιχο δηλαδή με της εταιρείας Bidder και η αποτίμηση του σύμφωνα με αυτό, ονομάζεται Bootstrapping EPS effect. Η κατάσταση αυτή είναι δύσκολη στο να προκύψει καθώς υποδεικνύει πως η εταιρεία Target θα πρέπει να αυξήσει στο διπλάσιο τον ρυθμό ανάπτυξης των κερδών που είχε πριν την συγχώνευση ως αποτέλεσμα των συνεργειών που πρόκειται να δημιουργηθούν μετά την συνένωση. Στην περίπτωση που οι παραπάνω συνέργειες δεν πραγματοποιηθούν, η αξία της ενιαίας, νέας επιχείρησης θα μειωθεί.

Όπως έγινε αντιληπτό οι συνέργειες οι οποίες προκύπτουν κατά τις διαδικασίες συγχώνευσης/εξαγοράς είναι πολύ σημαντικές. Οι επιπτώσεις που έχουν πάνω στις εταιρείες ευρύτερα, αλλά και στους μετόχους τους

συγκεκριμένα είναι άκρως κομβικές και καθοριστικές για τα μελλοντικά κέρδη.

## **2.4 Μέθοδοι Αξιολόγησης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.**

Ο τρόπος και οι δυνατότητες των μελετητών να εκφράσουν τη γνώμη τους αναφορικά με ένα συγκεκριμένο αντικείμενο το οποίο μελετάται προϋποθέτει την ύπαρξη κάποιου αξιόπιστου ευρήματος τους. Κατά διάφορες περιόδους αναπτύσσονται διάφορες μεθοδολογίες οι οποίες αποτυπώνουν τα αποτελέσματα των δραστηριοτήτων των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Με βάση το μέγεθος του δείγματος των επιχειρήσεων που είναι προς εξέταση, οι μεθοδολογίες είναι δύο. Οι εφαρμοσμένες μεθοδολογίες χωρίζονται στις μελέτες περιπτώσεων (case studies) επιχειρήσεων καθώς και στις μελέτες μεγάλου δείγματος επιχειρήσεων. Η εκπόνηση ενός νέου και ευρύτερου συμπεράσματος το οποίο προκύπτει από τις επιχειρήσεις που είναι προς εξέταση αποτελούν τον κύριο σκοπό των μεθοδολογιών προς την επιχειρηματική τους επιβεβαίωση.

Οι μελέτες περιπτώσεων–case studies αποβλέπουν στις αναλύσεις μικρών δειγμάτων επιχειρήσεων (μία ή το πολύ πέντε) και για την εξέταση των οποίων η μεθοδολογία η οποία δεν διαφοροποιείται από αυτήν που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση μεγάλου δείγματος μελετών. Η εξέταση επιπρόσθετων θεωρήσεων στην περίπτωση αυτή, από στρατηγική και οργανωτική οπτική γωνία δίνει την δυνατότητα λεπτομερέστερης γνώσης συνεπώς και αξιολόγησης, καθώς οι συνθήκες που προέκυψαν βασίζονται σε πιο προσωπικές θεωρήσεις που πιθανόν να οδηγούν σε διαφορετικές ερμηνείες από τις ήδη υπαρκτές, λόγω του μικρού μεγέθους των εξεταζόμενων επιχειρήσεων.

Οι μελέτες μεγάλου δείγματος επιχειρήσεων προς εξέταση πραγματοποιούνται με διάφορες γενικές μεθοδολογίες. Οι πιο κύριες μεθοδολογίες είναι τρεις, με τις δύο πρώτες να δίνουν περισσότερο έμφαση στην εξέταση πραγματικών στοιχείων αλλά και στην αντικειμενική παρατήρηση και με την τρίτη να επικεντρώνεται σε υποκειμενικούς παράγοντες και ειδικότερα στον τρόπο αντίληψης των ανθρώπινων χαρακτήρων. Αναλυτικότερα:

- Μελέτη ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event studies)

Η μέθοδος αυτή της βραχυπρόθεσμης διακύμανσης της τιμής της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης παρουσιάζει τη σύγκριση στις διακυμάνσεις που προκύπτουν λίγες μέρες πριν και μετά την συγχώνευση. Ο υπολογισμός των διακυμάνσεων της μετοχής υπολογίζεται ως η διαφορά που προκύπτει ανάμεσα στην πραγματική και στην προσδοκώμενη τιμή. Ο τρόπος με τον οποίο υπολογίζεται η προσδοκώμενη τιμή είναι με βάση προηγούμενων δεδομένων που υπάρχουν. Ωστόσο, η διαφορά ανάμεσα σε πραγματική και προσδοκώμενη τιμή προβάλλει την μέγιστη απόδοση θετική ή αρνητική η οποία λαμβάνει χώρα κατόπιν ανακοίνωσης συγχώνευσης και εξαγοράς. Το κύριο πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι η αξιολόγηση της επιτυχίας μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς με βάση την τιμή της μετοχής. Όμως όπως όλοι οι μέθοδοι έτσι και αυτή έχει κάποια μειονεκτήματα, συγκεκριμένα μετρά μόνο μεγέθη τα οποία είναι ποσοτικά, παρουσιάζει τις προσδοκίες των επενδυτών αλλά όχι την πραγματική απόδοση, ενώ τέλος είναι εφαρμόσιμη μόνο για εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

- Μελέτη λογιστικής (accounting studies)

Η συγκεκριμένη μεθοδολογία συνίσταται στη σύγκριση της απόδοσης της εταιρείας που προέκυψε κατόπιν της Σ ή Ε, με σταθμισμένες ωστόσο τις αποδόσεις των αρχικών εταιρειών πριν την εμπορική αυτή κίνηση. Σκοπός είναι η διερεύνηση της μεταβολής από την επιχειρησιακή τους επίδοση. Για να επιτευχθεί αυτό χρησιμοποιούνται ορισμένοι λογιστικοί δείκτες που μετρούν την απόδοση, όπως αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ("Return On Equity-ROE", όπου  $ROE = \text{net income} / \text{equity}$ ), και την αποδοτικότητα ενεργητικού ("Return On Assets-ROA", όπου  $ROA = \text{EBTDA} / \text{net assets}$ ). Τα στοιχεία μπορούν να εξεταστούν με καταγραφή αλλά και σύγκριση των πραγματικών στοιχείων με ήδη υπάρχουσα υποθετικά στοιχεία της επιχείρησης πριν από Σ ή Ε. Επίσης τα στοιχεία εξετάζονται και με σύγκριση των πεπραγμένων σε σχέση με την πορεία που έχει ο κλάδος στον οποίο συμπεριλαμβάνεται η επιχείρηση. Η σύγκριση στοιχείων δύο επιχειρήσεων μπορεί να γίνει και ανάμεσα σε επιχειρήσεις που δεν προχώρησαν σε Σ ή Ε για την εξαγωγή συμπερασμάτων που μπορεί να φανούν χρήσιμα όπως για προβλέψεις τυχόν οικονομικής-επιχειρησιακής αποτυχίας. Το πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι η αποκάλυψη πιθανών συνεργιών διαμέσου των δεικτών, πέρα από την οικονομική επίδοση. Επιπλέον, η αξιοπιστία που παρουσιάζεται σε αυτές τις μελέτες είναι γεγονός, διότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις έχουν εξεταστεί, ελεγχθεί αλλά και βεβαιωθεί όσον αφορά το περιεχόμενό τους. Η μέθοδος αυτή διακρίνεται

και για μειονεκτήματα όπως η προβολή ιστορικών αποδόσεων για τα οποία δεν υπάρχουν ενδείξεις επανάληψης μελλοντικά, όπως επίσης και το γεγονός ότι επηρεάζονται με την ύπαρξη υψηλού πληθωρισμού. Επιπλέον, μεγάλη πιθανότητα αποτελεί η παράνομη αλλοίωση καταστάσεων χρηματοοικονομικού χαρακτήρα μέσω των στελεχών μίας εταιρείας. Τέλος, η μέθοδος αυτή η οποία αξιολογεί καθαρά την οικονομική επίδοση της εταιρείας, τα αποτελέσματα που προκύπτουν στις αναλύσεις της μπορεί να επηρεαστούν από τη χρήση διαφορετικών δεικτών αλλά και διαφορετικών χρονικών διαστημάτων.

- Μελέτη βασισμένη στις δηλώσεις των στελεχών επιχειρήσεων (“surveys of executives”)

Η μέθοδος αυτή αποτελεί μία πιο άμεση προσέγγιση σύμφωνα με την οποία τα στελέχη που είχαν σημαντικό ρόλο στην Σ ή Ε καλούνται να αξιολογήσουν οι ίδιοι μετέπειτα την επιτυχία της εμπορικής πράξης. Τα κίνητρα τα οποία ώθησαν στην Σ ή Ε εντοπίζονται πιο εύκολα καθώς και λαμβάνονται υπ’ όψιν κριτήρια ποιοτικά και ποσοτικά. Στη μέθοδο αυτή ο μελετητής οφείλει να είναι κατάλληλα εκπαιδευμένος και με μεγάλη εμπειρία ώστε να κρίνει με αντικειμενικότητα το είδος των απαντήσεων που λαμβάνει κατά την διάρκεια μιας συνέντευξης με τα ανώτερα στελέχη, καθώς και κατάλληλα ικανός ώστε να κατασκευάσει ένα ερωτηματολόγιο του οποίου οι απαντήσεις θα θέτονται χωρίς υπεκφυγές και μακριά από οποιαδήποτε αμφιβολία. Τα δεδομένα τα οποία εξάγονται με την μέθοδο αυτή καταγράφονται ενώ παράλληλα διεξάγεται μία στατιστική ανάλυση από την οποία προκύπτουν τα τελικά αποτελέσματα. Οι μελέτες στελεχών διακρίνονται για το πλεονέκτημα τους ότι είναι ικανές ώστε να αποκαλύψουν τυχόν ενδείξεις οι οποίες προβάλλουν αυξημένη επιχειρησιακή επίδοση, η οποία όμως δεν έχει καταγραφεί στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Η αποτύπωση συμπληρωματικών και διαφόρων άλλων δεδομένων αναφορικά με τις δραστηριότητες Σ ή Ε οι οποίες δεν έχουν προβληθεί ακόμα, αποτελεί ένα επιπλέον πλεονέκτημα. Τέλος, αναφέρουμε τα μειονεκτήματα της μεθόδου αυτής, τα οποία έγκειται στην υποκειμενικότητα που υπεισέρχεται συχνά στις απαντήσεις που δίνουν τα στελέχη, αλλά και στην πιθανότητα παράληψης και μη δήλωσης των πραγματικών χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων εξαιτίας προσωπικού οφέλους.

Πολλοί ερευνητές μελετούν και επιπλέον παράγοντες όπως είναι ο βαθμός «αποεπένδυσης» ( divestement ). Ο βαθμός «αποεπένδυσης» αφορά τις εξαγοραζόμενες εταιρείες και σύμφωνα με αυτόν όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των εταιρειών το οποίο αποεπενδύεται τόσο πιο πιθανό είναι να είναι αποτυχημένες οι Σ ή Ε. Η μέθοδος αυτή παραλείπει το ενδεχόμενο οι

αποεπενδύσεις να οφείλονται σε μία αλλαγή της στρατηγικής και όχι αναγκαστικά στη κακή απόδοση των εταιρειών που εξαγοράζονται.

Ο βαθμός επιτυχίας της ενοποίησης των επιχειρήσεων οι οποίες θα αποτελέσουν το νέο αυτό σχήμα, αποτελεί ένα εναλλακτικό τρόπο με τον οποίο εκτιμάται η επιτυχία μίας Σ ή Ε. Η ενοποίηση αυτή διακρίνεται σε δύο κατηγορίες :

a) Λειτουργική ενοποίηση

Η ενοποίηση αυτή σχετίζεται με την μεταφορά γνώσης και ικανοτήτων και την αντιστοίχιση των συστημάτων και λειτουργιών.

b) Ενοποίηση ατόμων-κουλτούρας

Η ενοποίηση αυτή σχετίζεται με την εργασιακή ικανοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού, την ομαλή ενσωμάτωση του καθώς και την σύγκλιση και ενοποίηση της κουλτούρας.

Ακαδημαϊκοί ερευνητές εξετάζουν και τον παράγοντα που αφορά στην εξέλιξη της καινοτομικότητας. Η εξέλιξη της καινοτομικότητας της εξαγοράζουσας όσο και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης υπολογίζεται σύμφωνα με το εύρος των ευρεσιτεχνιών οι οποίες εξασφαλίζονται, την ποιοτική τους εμβέλεια και το ποσοστό που χρησιμοποιούνται. Ο παράγοντας αυτός παραλείπει το γεγονός ότι δεν είναι δυνατόν να κατοχυρωθούν όλες οι ευρεσιτεχνίες που προκύπτουν και το αποτέλεσμα που προκύπτει είναι η ύπαρξη ανακριβών στοιχείων για την αξιολόγηση που θα δεχθεί η επίδοση στο ανάπτυξης και έρευνας.

Εν κατακλείδι, πολλοί ερευνητές και ικανοί σύμβουλοι επιχειρήσεων κατά την προσπάθεια τους για την επιλογή του καταλληλότερου κριτηρίου αξιολόγησης μίας Σ ή Ε έρχονται αντιμέτωποι με αρκετά κριτήρια ως προς την επιλογή κάθε ένα από αυτά χαρακτηρίζεται από μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα. Η επιλογή ενός συνδυασμού κριτηρίων και η αποφυγή της υιοθέτησης συγκεκριμένου κριτηρίου, κρίνεται ως η καλύτερη επιλογή από τους περισσότερους ερευνητές.



## 2.5 Αναφορά στις γενικές κανονιστικές διατάξεις.

Οι μεταβολές διαρθρωτικού χαρακτήρα οι οποίες συνέβησαν τα τελευταία χρόνια, συνεισέφεραν σημαντικά για τη δημιουργία ενός καινούριου πλαισίου κανόνων χρηματοοικονομικής καθώς και στον τρόπο λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Στην διαμόρφωση της νέας ευρωπαϊκής χρηματοοικονομικής λογικής η οποία υιοθετήθηκε στην συνέχεια, συνέβαλαν σημαντικά ορισμένοι παράγοντες όπως η ανάπτυξη της τεχνολογίας, οι διεθνείς τραπεζικοί κανονισμοί που τέθηκαν σε εφαρμογή, το άνοιγμα των αγορών καθώς και η ενιαία νομισματική πολιτική.

Ο όγκος των επιχειρήσεων εθνικά, που εμπλέκεται σε επιχειρηματικές δραστηριότητες όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές αυξάνεται συνεχώς. Ωστόσο στο κεφάλαιο αυτό θα παραθέσουμε το νομικό πλαίσιο που βρίσκεται σε εφαρμογή και τις επικρατέστερες νομικές διατάξεις σχετικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Σύμφωνα με το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο των Σ & Ε, οι τρόποι συγχώνευσης διαχωρίζονται στους εξής:

- a) Με απορρόφηση εταιρίας (απορροφώμενη) από την απορροφώσα.
- b) Με λύση των συγχωνευομένων εταιριών και σύσταση νέας εταιρίας
- c) Με εξαγορά μιας εταιρίας (η περισσότερών) από άλλη ανώνυμη εταιρία.

Στο σημείο αυτό θα αναφέρουμε ότι και η πράξη της εξαγοράς διενεργείται με απορρόφηση (άρθρο 79, Κ. 2190/1920), ενώ η διαφορά είναι ότι οι επιχειρήσεις που έχουν εξαγοραστεί μεταβιβάζουν όλο το σύνολο της περιουσίας που διαθέτουν έναντι της απόδοσης του αντιτίμου των δικαιωμάτων τους στους μετόχους των εταιριών. Στις παραπάνω τρεις περιπτώσεις η διαδικασία που εφαρμόζεται είναι των άρθρων (69-77 του Κ. Ν. 2190/20).

Αναλύοντας τη συγχώνευση που διενεργείται με απορρόφηση ή με σύσταση νέας εταιρίας (άρθρο 68, παρ. 2 και 3 του Κ. 2190/1920), οι μέτοχοι της απορροφώμενης εταιρίας παίρνουν σαν αντίτιμο μετοχές της απορροφώσας βάσει μια σχέση ανταλλαγής η οποία διακρίνεται από την εκτίμηση της Επιτροπής του άρθρου 9 του Κ. 2190/1920. Στην περίπτωση της συγχώνευσης, η εταιρία η οποία κατέχει τον έλεγχο της άλλης

λέγεται απορροφώσα (η απορροφούσα), αντί αυτού η εταιρία που απορροφάται λέγεται απορροφώμενη (η απορροφούμενη). Τα περιουσιακά στοιχεία μεταφέρονται στην απορροφώσα και η απορροφούμενη εταιρία λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται. Τα στοιχεία μεταβιβάζονται έναντι νέων μετοχών τα οποία εκδίδονται από την απορροφώσα και αποδίδονται στους μετόχους της απορροφώμενης. Η απορροφώσα εταιρία οφείλει να καταφύγει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ώστε να καλύψει τις νέες εκδιδόμενες μετοχές σύμφωνα της καθορισμένης σχέσης ανταλλαγής, με σκοπό να δοθούν στους μετόχους της απορροφώμενης. Το άρθρο 68, παρ. 2 του Κ. Ν. /2190-20 θέτει ότι το ανώτατο όριο της συνολικής ονομαστικής αξίας των νέων μετοχών που εκδίδονται θα πρέπει να ισούται με την καθαρή θέση της εισφερόμενης περιουσίας της απορροφώμενης. Στο σημείο αυτό θα αναφέρουμε ότι ο νομός δεν έχει καθορίσει κατώτατο όριο της ονομαστικής αξίας των μετοχών αυτών, με αποτέλεσμα σε τιμές μεγαλύτερες αλλά όχι μικρότερες από την εισφερόμενη περιουσία της απορροφούμενης. Σκοπός αυτού του νόμου είναι η προστασία των συμφερόντων που έχουν οι μέτοχοι καθώς και οι πιστωτές της απορροφώσας εταιρίας.

Οι κανονιστικές διατάξεις με τις οποίες οι συγχωνεύσεις διέπονται είναι οι ακόλουθες:

Το άρθρο 9 του Ν. 2992/2002 που αφορά την παροχή κινήτρων φορολογικού χαρακτήρα στις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις.

Το άρθρο 16 του Ν. 2515/97 το οποίο βρίσκεται σε ισχύ και σήμερα και το οποίο αφορά την ρύθμιση στις συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων.

Το άρθρο 29 του Ν. 3091/2002 το οποίο ρυθμίζει την απόσβεση υπεραξίας (goodwill) εξαγορά, για τις επιχειρήσεις που προχώρησαν σε απορρόφηση άλλων επιχειρήσεων σύμφωνα με τις διατάξεις των Ν. 2166/93 και Ν. 2517/97.

Τα άρθρα 54-55 του Ν. 3190/55, για συγχώνευση εταιριών περιορισμένης ευθύνης, είτε με σύσταση νέας Ε.Π.Ε., είτε με απορρόφηση από μια Ε.Π.Ε. άλλης ή άλλων Ε.Π.Ε.

Το Ν-. 1297/72 και τα άρθρα 1-5 του Ν. 2166/93, τα οποία αναφέρονται στις συγχωνεύσεις διάφορων εταιριών τύπων, καθώς και των ατομικών επιχειρήσεων σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.

### **ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.**

Ορισμένες διευκολύνσεις και φοροαπαλλαγές δίδονται όταν η συγχώνευση πραγματοποιείται σύμφωνα με διατάξεις των νόμων 1297/72 και 2166/93. Οι σημαντικότερες διατάξεις για συγχωνεύσεις Α.Ε και Ε.Π.Ε είναι:

- Απαλλαγή των εισφερομένων ακινήτων (από την απορροφώμενη στην απορροφώσα) από το φόρο μεταβιβάσεως ακινήτων.
- Απαλλαγή από οποιονδήποτε φόρο ή τέλος χαρτοσήμου οποιουδήποτε στρέφεται υπέρ του δημοσίου ή τρίτων της συμβάσεως μετατροπής ή επιπλέον συγχώνευσης, της εισφοράς και μεταβίβασης των περιουσιακών στοιχείων, κάθε σχετικής πράξης ή συμφωνίας αναφορικά με την εισφορά ή μεταβίβαση.
- Απαλλαγή κατά την διάρκεια του μετασχηματισμού, από τον φόρο εισοδήματος της υπεραξίας η οποία προέκυψε από τη συγχώνευση ή μετατροπή. Συγκεκριμένα σχετίζεται με την διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στην λογιστική και πραγματική αξία που έχουν τα περιουσιακά στοιχεία.
- Οι ζημιές τόσο των παρελθοντικών ετών όσο και της τρέχουσας χρήσεως οι οποίες ενδεχομένως να υπάρχουν στον ισολογισμό μετασχηματιζόμενης επιχειρήσεως, μεταφέρονται απευθείας στην νέα εταιρία. Επίσης σύμφωνα πάντα με το άρθρο 9 του Ν. 2929/2002 οι ζημιές αυτές είναι δυνατόν να συμψηφισθούν μαζί με τα προκύπτοντα κέρδη της χρήσης του μετασχηματισμού καθώς επίσης και με τα κέρδη των επομένων δύο χρήσεων.

Όσο αφορά τις διατάξεις του Ν.2166/1993 και του Ν.1297/1972 για να είχαν ισχύ θα έπρεπε οι μετασχηματιζόμενες εταιρείες να μην επέβλεπαν στην κατασκευή ή εκμετάλλευση ακινήτων (άρθρο 12 Ν.(. 1297/1972). Αναφέροντας μια πρόσφατη τροποποίηση του άρθρου 4 Ν. 3220/28.1.2004, οι διατάξεις των Ν.1297/1972 και Ν. 2166/1993 θέτονται σε εφαρμογή σε συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών με απορρόφηση, σύμφωνα με κανονιστικές διατάξεις των άρθρων 68 και επομένως του Κ.Ν. 2190/1920, «όταν το αντικείμενο εργασιών της απορροφώσας είναι και κατά κύριο λόγο η κατασκευή ή εκμετάλλευση πάσης φύσεως ακινήτων και με την προϋπόθεση ότι το αντικείμενο εργασιών της απορροφουμένης δεν εμπίπτει σε κάποιο από τα αντικείμενα.

Ακόμη σύμφωνα του Ν. 2992/2002 οι ανώνυμες εταιρείες οι οποίες διακρίνονται για μετοχές μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι οποίες προέρχονται μετά από συγχώνευση ή απορρόφηση άλλων εταιρειών, όποια και αν είναι η νομική τους υπόσταση, δέχονται φορολόγηση για τα προκύπτοντα κέρδη του πρώτου μετά την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού ισολογισμό με τον ισχύοντα κατά τον χρόνο υποβολής της οικείας δήλωσης συντελεστή φορολογίας μειωμένο κατά δέκα (10) ποσοστιαίες μονάδες και για τα κέρδη που εμφανίζονται από το δεύτερο ισολογισμό με τον ισχύοντα κατά το χρόνο υποβολής της οικείας δήλωσης συντελεστή φορολογίας μειωμένο κατά πέντε (5) ποσοστιαίες μονάδες.

Τα παραπάνω θέτονται σε εφαρμογή όταν:

1. Οι μετασχηματιζόμενες εταιρείες δεν έχουν καταστεί συνδεδεμένες σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 5 του άρθρου 42ε του Κ.Ν. 2190/1920, όπως ισχύει από την 1η Ιανουαρίου 1997 μέχρι την δημοσίευση του νόμου ή δεν θα καταστούν τοιαύτες μετά την δημοσίευση.
2. Εφόσον ο μετασχηματισμός γίνεται με τις διατάξεις του Ν.1297/1972 (ΦΕΚ 217 Α') ή του Ν. 2166/1993 (ΦΕΚ 137 Α') ή του άρθρου 16 του Ν. 2515/1997 (ΦΕΚ 154 Α').
3. Σε καταστάσεις όπως η απορρόφηση, τα ίδια κεφάλαια καθεμιάς από τις εταιρείες που απορροφώνται ανέρχονται τουλάχιστον στο 1/5 των ιδίων κεφαλαίων της απορροφώσας εταιρίας, όπως προβάλλονται αυτά στον ισολογισμό μετασχηματισμού ή στον ισολογισμό που υποβάλλεται για εκτίμηση από την Επιτροπή του άρθρου 9 του Κ.Ν. 2190/1920.

4. Ο μετασχηματισμός ο οποίος έχει ολοκληρωθεί από την 1η Ιανουαρίου και μέχρι την 31η Δεκεμβρίου.

Σε περιπτώσεις εταιρειών με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών η μείωση που επέρχεται στον συντελεστή φορολογίας κατά δέκα (10) και πέντε (5) ποσοστιαίες μονάδες πραγματοποιείται με τις ίδιες προϋποθέσεις που ισχύουν και για τις ανώνυμες εταιρείες που έχουν μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Επιπλέον οι εταιρείες αυτές τείνουν να απορροφούν μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες με μετοχές εισηγμένες ή μη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Αναλύοντας την περίπτωση απορρόφησης εταιρείας με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από κάποια άλλη ανώνυμη εταιρεία με μετοχές επίσης εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, τα ίδια κεφάλαια κάθε εταιρείας η οποία απορροφάται οφείλουν να είναι τουλάχιστον το 1/10 των ιδίων κεφαλαίων της απορροφώσας εταιρείας, όπως αυτά παρουσιάζονται στον ισολογισμό μετασχηματισμού ή αντίστοιχα στον ισολογισμό που υποβάλλεται για εκτίμηση από την Επιτροπή του άρθρου 9 του Κ.Ν.2190/1920.

#### **ΚΑΙΡΙΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΤΩΝ Κ.Ν. 2190/20, Ν. 2166/93 ΚΑΙ του Ν.Δ. 1297/72**

Οι κανονιστικές διατάξεις έχουν μεταξύ τους κάποιες σημαντικές διαφορές. Η σημαντικότερη διαφορά τους έγκειται στο ότι η συγχώνευση με βάση το Κ.Ν. 2190/20 πραγματοποιείται χωρίς διευκολύνσεις και φορολογικές απαλλαγές. Οι νόμοι Ν. 2166/93 και Ν.Δ. 1297/72 αντιθέτως παρέχουν την δυνατότητα φορολογικών διευκολύνσεων και απαλλαγών με πρότιστο τον Ν. 2166/93.

Σύμφωνα με τον Κ.Ν. 2190/20 οι φόροι μεταβιβάσεως ακινήτων και εισοδήματος οφείλονται για ενδεχόμενη υπεραξία των εισφερόμενων περιουσιακών στοιχείων. Η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων η οποία αναλαμβάνει την εκτίμηση του ενεργητικού και του παθητικού των εταιρειών οι οποίες προχώρησαν σε συγχώνευση και ορίζει ακριβοδίκαια την υπόσταση της νέας σχέσης, αποτελεί επίσης και τον φορέα που ορίζει το παραπάνω διάταγμα. Επιπλέον η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων η οποία προσδιορίζει σχέση ανταλλαγής των μετόχων των συγχωνευμένων εταιρειών πραγματοποιείται στην εσωτερική λογιστική αξία των μετόχων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων.

Σημαντική αποτελεί ακόμη και η διαφορά αναφορικά με την λογιστική αξία των μετόχων. Αναλύοντας την διαφορά αυτή μεταξύ των νόμων επισημαίνεται ότι ο Ν 2166/93 αναφέρει σαν έργο των γενικών συνελεύσεων

των μετόχων την ανεύρεση της σχέσης ανταλλαγής των συγχωνευμένων εταιρειών στο κεφάλαιο της νέας εταιρείας. Στην δεδομένη διάταξη δεν θεωρείται απαραίτητο να πραγματοποιηθεί η σχέση αυτή σύμφωνα με τις λογιστικές αξίες αλλά μπορεί να γίνει με βάση την εκτίμηση των πραγματικών αξιών των εταιρειών.

Αντιθέτως σύμφωνα με τον νόμο Ν. 2166/93 η μεταβίβαση πραγματοποιείται στις λογιστικές αξίες με αποτέλεσμα να μην πραγματοποιείται υπεραξία συγχωνεύσεως.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup> :

**ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ  
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.**

### 3.1 Ο Παράγοντας Χρηματιστήριο σε Συγχωνεύσεις και Εξαγορές.

Αναφερόμενοι σχετικά στο παράγοντα του Χρηματιστηρίου και του τρόπου λειτουργίας του, ο οποίος αναλόγως της τιμής των μετοχών μιας επιχείρησης μπορεί να οδηγήσει στην εξαγορά ή συγχώνευση αυτής από μια άλλη, θα λέγαμε πρώτιστα πως το Χρηματιστήριο προσδιορίζεται ως μία επίσημη και οργανωμένη αγορά, μέσω της οποίας εκτελούνται δικαιοπραξίες γνωστές και ως χρηματιστηριακές συναλλαγές (Κυριαζής 2009). Σε αυτό το τμήμα της αγοράς εμπορεύονται μετοχικές αξίες εταιρειών, χρεόγραφα εταιρειών και δημοσίου, Δικαιώματα Αγοράς Μετοχών, Δικαιώματα Προτίμησης (Rights) κ.α. Ακόμη ο τρόπος που διαμορφώνονται οι τιμές είναι αποτέλεσμα της συνάρτησης της προσφοράς και της ζήτησης από το επενδυτικό κοινό. Οι κυριότεροι μοχλοί ανάπτυξης της οικονομίας θεωρούνται πλέον τα Χρηματιστήρια ενώ ακόμη θεωρούνται και ως ένα μέσο το οποίο διοχετεύει τις αποταμιεύσεις στις πιο παραγωγικές επενδύσεις της χώρας.

Μια εταιρεία λοιπόν η οποία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, είναι πιθανόν να προχωρήσει στην εξαγορά της από κάποια άλλη ή ακόμη και σε συγχώνευση με αυτή, εφόσον δεν μπορεί να πραγματοποιήσει και να εφαρμόσει τα παρακάτω στοιχεία στην λειτουργία της (Κυριαζής)

- ❖ Μη ικανοποιητική άντληση των αναγκαίων κεφαλαίων που χρειάζονται με χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης για ανάπτυξη και επέκταση των δραστηριοτήτων της.
- ❖ Να μην μπορεί να περιορίσει την εξάρτηση της από παραδοσιακούς μηχανισμούς χρηματοδότησης.
- ❖ Να μην μπορεί να ενδυναμώσει και να διερευνήσει την κεφαλαιουχική και μετοχική της βάση για καλύτερη αντιμετώπιση του ανταγωνισμού.
- ❖ Να μην μπορεί να επιτύχει βελτίωση των μεθόδων διοίκησης και στρατηγικής, αφού ο έλεγχος μετατοπίζεται από το οικογενειακό περιβάλλον σε ένα μεγάλο αριθμό μετόχων με πίεση για θετικά αποτελέσματα και βελτιωμένες επενδυτικές κινήσεις.
- ❖ Να μην έχει ευχέρεια για εισαγωγή των τίτλων της σε άλλα χρηματιστήρια, με αποτέλεσμα την περαιτέρω διεύρυνση του μετοχικού τους κεφαλαίου και των δραστηριοτήτων τους σε άλλες αγορές.
- ❖ Να μην μπορεί να έχει καλύτερη προβολή και περισσότερο κύρος διότι η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο θεωρείται ως καταξίωση.



- ❖ Μη παροχή καλύτερης δυνατότητας για επενδύσεις στο εξωτερικό με καλύτερη απόδοση.
- ❖ Η τιμή της μετοχής της εταιρείας στο χρηματιστήριο να μην αντιπροσωπεύει την πραγματική αξία της και να μην δείχνει πόσο εύρωστη είναι.
- ❖ Οι μέτοχοι της να μην έχουν την ευχέρεια οποτεδήποτε θέλουν να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους, κάτι που θα είναι πιο δύσκολο για επενδύσεις σε μετοχές ιδιωτικών εταιρειών ή ακόμα και σε κτηματική περιουσία.

Εκτός των παραπάνω όμως, θα πρέπει να αναφερθούν και τα είδη κινδύνου που αντιμετωπίζει ένα Χρηματιστήριο στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές των επιχειρήσεων σε αυτό και συνεπώς το παραπάνω μπορεί να οδηγήσει τις εισηγμένες σε αυτό επιχειρήσεις σε αποδυνάμωση της τιμής των μετοχών τους εξαιτίας οικονομικής κρίσης και συνεπώς σε εξαγορά ή συγχώνευση αυτής με ή από κάποια άλλη εταιρεία. Στο σημείο αυτό θα λέγαμε πως ως κίνδυνος χρηματοοικονομικών συναλλαγών εσωτερικά του Χρηματιστηρίου, ορίζεται η μεταβλητότητα των πιθανών αποτελεσμάτων μιας οικονομικής πράξης ή συναλλαγής. Διατυπώνοντας το διαφορετικά, το αποτέλεσμα δεν μπορεί με ακρίβεια να προβλεφθεί δημιουργώντας έτσι αίσθημα αβεβαιότητας.

Γενικότερα οι κίνδυνοι εσωτερικά του Χρηματιστηρίου που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι επιχειρήσεις κατά τις χρηματοοικονομικές τους συναλλαγές, ταξινομούνται σε τρεις κατηγορίες:

### **Πιστωτικός κίνδυνος**

Το είδος αυτού του κινδύνου σχετίζεται κυρίως με την πιστοληπτική ικανότητα που διαθέτουν οι δανειζόμενες επιχειρήσεις. Αναφέρεται βέβαια και στη πιθανή ζημία που ενδέχεται να εμφανισθεί σε κάποιον εμπορικό οργανισμό. Επομένως αναλόγως με τη ζημία που πιθανόν να δημιουργηθεί, εξαρτάται και ο πιστωτικός κίνδυνος που προκύπτει ή μέσα από αθέτηση συμφωνίας από την πλευρά του δανειζόμενου ή από αφερεγγυότητα. Επιπλέον το είδος της συναλλαγής καθορίζεται και εξαρτάται και ο κίνδυνος εντός του Χρηματιστηρίου, πέρα από τα παραπάνω όμως ο συγκεκριμένος ορισμός δίνει στόμφο στην ποιότητα και στην ποσότητα του κινδύνου. Ο πιστωτικός κίνδυνος εντός του Χρηματιστηρίου διακρίνεται στις παρακάτω υποκατηγορίες :

- Ο κίνδυνος αφερεγγυότητας. Ο οποίος αφορά την αθέτηση συμφωνίας ή κάποιας εξόφλησης επειδή δεν εξοφλήθηκε την προγραμματισμένη περίοδο. Το χρονικό διάστημα που ορίζεται είναι συνήθως 3 μήνες.
- Ο κίνδυνος χώρας. Είναι ο κίνδυνος για αδυναμία αποπληρωμής του χρέους της εταιρείας.
- Ο κίνδυνος αντισυμβαλλόμενων. Είναι ο κίνδυνος της αθέτησης των υποχρεώσεων από το αντισυμβαλλόμενο μέρος.
- Ο κίνδυνος έκθεσης σαν αποτέλεσμα μελλοντικής αφερεγγυότητας. Ο κίνδυνος αυτός δεν είναι κάποιος σημαντικός και ορισμένες φορές μηδενικός. Η σοβαρότητα του κινδύνου βρίσκεται μόνο σε περίπτωση παραγώγων προϊόντων.
- Ο κίνδυνος ανάκτησης. Σε αυτό το είδος του κινδύνου εννοείται η ανάκτηση μέρους της ζημίας σε αφερεγγυότητα η οποία όμως δεν είναι προβλέψιμη. Αυτός έχει να κάνει με τον τύπο αφερεγγυότητας αλλά και άλλους παράγοντες όπως εγγυήσεις και τον τύπο τους.

### Κίνδυνος αγοράς

Πολλές φορές ο κίνδυνος αγοράς συνδέεται με τις μεταβολές των τιμών των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών καθώς επίσης και με το μέγεθος της μεταβολής των στοιχείων αυτών των εταιρειών. Αναφερόμενοι στη μεταβλητότητα των παραμέτρων της αγοράς συμπεριλαμβάνεται και η αποτίμησή του κινδύνου και συγκεκριμένα η αποτίμηση των επιτοκίων, των χρηματιστηριακών δεικτών και μετοχών στη ρευστότητα της αγοράς αλλά και των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Επιπρόσθετα είναι πιθανό ορισμένες φορές από κάποια ενδεχόμενη μεταβολή αξίας χρεογράφων να προκύψει ο κίνδυνος αγοράς εσωτερικά του Χρηματιστηρίου, προκύπτοντας με αυτό τον τρόπο ζημιές στην επιχείρηση. Ως ορισμός των παραπάνω, δίνεται η απόκλιση της πραγματοποιούμενης απόδοσης ή και της τιμής του χρεογράφου από την απόδοση που περιμένουμε ή την τιμή. Επίσης από τον υπολογισμό της κατανομής των πιθανοτήτων

υπολογίζεται και το ύψος του κινδύνου. Συγκεκριμένα οι κίνδυνοι της αγοράς είναι οι ακόλουθοι:

- Ο κίνδυνος επενδυτικής θέσης. Αυτός ο τύπος του κινδύνου αναλύεται σε επιμέρους ανάλογα με το είδος του αξιόγραφου το οποίο το ίδρυμα έχει σε σχέση με το κίνδυνο θέσης σε χρεωστικούς τίτλους, σε μετοχές, σε παράγωγα και σε αναδοχή έκδοσης τίτλων.
- Ο κίνδυνος διακανονισμού και αντισυμβαλλόμενων. Σε αυτό αναφέρεται ο κίνδυνος εκκαθάρισης συναλλαγής και ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένων.

### Λειτουργικός κίνδυνος

Ο λειτουργικός κίνδυνος σχετίζεται με τα πληροφοριακά συστήματα και την λάθος λειτουργία τους ακόμη με τα συστήματα reporting καθώς και τους εσωτερικούς κανονισμούς παρακολούθησης διαχείρισης κινδύνου. Οι κανόνες που υφίστανται σε αυτό το είδος κινδύνου χωρίζονται σε ουσιαστικούς και σε σημαντικούς. Οι κίνδυνοι αυτοί είναι πιθανόν να εμφανισθούν σε τεχνικό επίπεδο ή σε επίπεδο οργανωτικής δομής παρακολούθησης κινδύνων. Αρχικά στην πρώτη περίπτωση υπάρχει κίνδυνος διακανονισμού ή ο κίνδυνος που προκαλείται από αδυναμία συμψηφισμού ορισμένων εμπορικών συναλλαγών. Ωστόσο στο επίπεδο οργανωτικής δομής είναι πολύ σημαντικός ο διαχωρισμός του τμήματος το οποίο θα αναλάβει τον κίνδυνο καθώς και του τμήματος του εσωτερικού ελέγχου.

## 3.2 Εκτίμηση Μετοχών Κόστους σε Περιπτώσεις Συγχωνεύσεων και Εξαγοράς.

Η εκτίμηση μετοχών σε περιπτώσεις διεξαγωγής εμπορικών πράξεων συγχωνεύσεων και εξαγορών, αποτελεί ένα γεγονός στο οποίο προβαίνει κάθε επιχείρηση πριν προχωρήσει στο επόμενο βήμα. Ωστόσο οι τιμές των μετοχών

κόστους των επιχειρήσεων οι οποίες οδηγούνται σε μια εκ των δύο λύσεων, επηρεάζονται από τους παρακάτω παράγοντες.

- Την οικονομική κατάσταση που επικρατεί εντός μιας χώρας. Σε αυτό συγκαταλέγεται και ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας, τα επιτόκια που ισχύουν, οι μακροοικονομικοί δείκτες (πληθωρισμός) κ.α.
- Την πολιτική κατάσταση που επικρατεί στην χώρα είτε αυτό είναι πολιτική σταθερότητας είτε πολιτική αστάθεια.
- Οι προοπτικές και οι πιθανές εξελίξεις των ήδη εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων όπως εξαγορές και συγχωνεύσεις καθώς επίσης και οι οικονομικές παροχές από τις εταιρείες στους μετόχους.
- Η ύπαρξη και πορεία των άλλων χρηματιστηρίων εξαιτίας του φαινομένου της παγκοσμιοποίησης με αποτέλεσμα να επηρεάζουν την πορεία ενός συγκεκριμένου χρηματιστηρίου.
- Οι διάφορες φήμες που κατά καιρούς βγαίνουν επηρεάζουν σημαντικά μία χρηματιστηριακή αγορά. Όπως επίσης και στις τιμές κόστους των μετοχών όπου οι επενδυτές οφείλουν να είναι αρκετά προσεκτικοί για να μην επηρεαστούν και παρασυρθούν από τις διάφορες φήμες που διαδίδονται αλλά αντιθέτως να βασίζονται στις επενδυτικές τους επιλογές σε επίσημα και επιβεβαιωμένα δεδομένα και προοπτικές των επιχειρήσεων. Οι φήμες αποτελούν ένα στοίχημα τους πιο επικίνδυνους τρόπους με σκοπό την καταδολίευση των επικείμενων επενδυτών. Η χρήση και εκμετάλλευση ωστόσο των εμπιστευτικών δεδομένων με σκοπό το προσωπικό όφελος αποτελεί ποινικό αδίκημα το οποίο αποφέρει φυλάκιση μέχρι δύο έτη ή/και με χρηματική ποινή μέχρι πέντε χιλιάδες λίρες.

Στο σημείο αυτό οφείλουμε να αναφέρουμε ότι τις τιμές κόστους μετοχών επιχειρήσεων σε φαινόμενα εξαγοράς ή συγχώνευσης τις επηρεάζουν επιπλέον και οι κινητές αξίες των επιχειρήσεων που καταφεύγουν στην εξαγορά και εντάσσονται στις νέες αγορές μετοχών, με σκοπό τις μετοχές ή σε μία από τις αγορές χρεογράφων, με σκοπό ομολογίες ή άλλα ομοειδή χρεόγραφα ή στην Αγορά Μεριδίων ΟΣΕΚΑ με σκοπό μερίδια ΟΣΕΚΑ.

Στις τιμές κόστους των τίτλων ο ρόλος του Χρηματιστηρίου συνεχίζει να είναι καθοριστικός. Συγκεκριμένα η μείωση στην τιμή κόστους των τίτλων διαφαίνεται και αντικατοπτρίζεται στο δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών που έχει η κάθε χώρα. Το Χρηματιστήριο Αξιών της επιμέρους χώρας καθημερινά ορίζει το Γενικό Δείκτη Τιμών όπως και τους επιμέρους κλαδικούς δείκτες, οι οποίοι υπολογίζονται με βάση τη μέση τιμή κλεισίματος των συνολικά εισηγμένων μετοχών, αναφέροντας τις συγκεκριμένες τιμές κόστους των επιχειρήσεων οι οποίες προέβηκαν σε εξαγορά ή συγχώνευση.

### **3.3 Χρηματοπιστωτική Κρίση του 21ου Αιώνα σε Περιπτώσεις Συγχωνεύσεων και Εξαγορές**

#### **3.3.1 Παγκόσμια Οικονομία**

Η κρίση σε παγκόσμια και ευρωπαϊκή κλίμακα διακρίνεται για το ότι, η επιδείνωση της ήταν σταδιακή, πέρα όμως από αυτά οι εποπτικές αρχές προκάλεσαν αρκετές αντιδράσεις με τη μορφή μεγάλων παρεμβάσεων. Ορόσημο για την κατάσταση αυτή αποτέλεσαν τα γεγονότα του Σεπτεμβρίου του 2008. Την περίοδο αυτή η οικονομική κρίση είχε πάρει μεγάλες και αρνητικές διαστάσεις από τη στιγμή που σύμφωνα με τις εξελίξεις, υπήρχε αδυναμία στα συμβατικά μέσα πολιτικής σχετικά με την αντιμετώπιση των προβλημάτων τα οποία είχαν προκύψει. Επιπλέον όπως αποδείχθηκε ήταν λανθασμένη και η πολιτική μη διάσωσης. Επίσης σύμφωνα με τον Mayer (2011) μετά την ανακοίνωση της Lehman Brothers στις 10 Σεπτεμβρίου η οποία σχετιζόταν με τις πολλές και μεγάλες απώλειες στο τελευταίο της τρίμηνο, η τράπεζα βρέθηκε σε κατάσταση πτώχευσης μετά από ένα πενήμηρο μεγάλης αναζήτησης αγοραστή.

Το παραπάνω ουσιαστικά είναι και παράδειγμα της πρώτης μεγάλης πτώχευσης τραπεζικού ιδρύματος. Πριν από αυτό το γεγονός όπως αναφέρει ο O'Neill (2011), είχε διεξαχθεί μια διάσκεψη στο κτίριο της Ομοσπονδιακής τράπεζας στη Νέα Υόρκη στη Liberty Street, εκεί συμμετείχε ο επικεφαλής της New York Fed, Timothy Geithner ο οποίος εν συνεχεία έγινε υπουργός οικονομικών, καθώς και ο πρόεδρος Fed Ben Bernake και ο τότε υπουργός οικονομικών Henry Paulson. Τότε κανένας τους δεν προχώρησε στην αγορά της συγκεκριμένης εταιρείας και κυρίως από τη τότε που ο μελλοντικός αγοραστής η Barclays αποζητούσε τις ίδιες εγγυήσεις με αυτές που είχαν δοθεί

στη Bear Stearns. Η τελική κίνηση ήταν τελικά η εταιρεία να αφεθεί και να καταρρεύσει.

Η κατάσταση ήταν κοινή και για την Merrill Lynch, η οποία όντας στα όρια χρεοκοπίας ιδιαιτέρως από τη στιγμή που αντιμεχόταν με ζημιές ύψους 51,8\$δισ. Η παραπάνω εταιρεία ανακοίνωσε την εξαγορά της από την Bank of America στις 15 Σεπτεμβρίου καταβάλλοντας το ποσό που ανερχόταν στα 50 δισ \$. Με βάση τα παραπάνω, όπως σημειώνει και ο O'Neill (2011) τα μεγαλύτερα από τα επενδυτικά τραπεζικά ιδρύματα του κόσμου έπαψαν να υφίστανται μέσα σε ένα διήμερο. Η στοιχειώδη εμπιστοσύνη η οποία είχε ξεμείνει στον διατραπεζικό κλάδο είχε πλέον αφανισθεί και φυσικά πραγματοποιήθηκε άνοδος των επιτοκίων σε ιστορικά ύψη. Ωστόσο ήδη η αγορά είχε κλείσει αλλά και θα παρέμενε κλειστή για μεγάλο χρονικό διάστημα (O'Neill, 2011).

Κύριος στόχος ήταν η ελάττωση του ηθικού κινδύνου κατόπιν της κατάρρευσης της Lehman, πέρα όμως από όλα αυτά δημιουργήθηκε ένα σύνολο από ανησυχίες. Μια εκ των ανησυχιών αυτών ήταν αυτή που μεταφέρθηκε στο κλίμα των ασφαλιστικών οργανισμών οι οποίοι πουλούσαν ασφάλειες οι οποίες σχετιζόνταν με τον κίνδυνο χρεοκοπίας, όπως της Lehman. Όπως αναφέρει ο Mayer (2011), η μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία παγκοσμίως η AIG αντιμετώπιζε το μεγαλύτερο κίνδυνο. Ο σημαντικός αυτός οργανισμός είχε καίρια θέση στην πλήρη καταστροφή του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, καθώς ήταν αυτός που την προκάλεσε. Σύμφωνα με τον Mayer το κόστος της παραπάνω κατάρρευσης ήταν μεγαλύτερο από το κόστος για να σωθεί. Σαν αποτέλεσμα δημιουργήθηκε μεγαλύτερος συστηματικός κίνδυνος.

Εκείνη την περίοδο η αμερικάνικη κυβέρνηση γνωστοποίησε ένα πακέτο διάσωσης της AIG μετά από τη χρεοκοπία της LEHMAN, το ποσό του πακέτου ήταν 85 δισ \$. Ως αντάλλαγμα ζητούσε το 80% της εταιρείας. Τοιουτοτρόπως η ασφαλιστική εταιρεία εν τέλει κρατικοποιήθηκε και δημιουργώντας ένα πρωτοφανές γεγονός για τα αμερικανικά δεδομένα. Το κλίμα στο τραπεζικό κλάδο διαφοροποιήθηκε ιδιαίτερα από τη στιγμή που πολλές τράπεζες έκλεισαν και ξεκίνησαν να εξαγοράζονται. Οι μεγάλες τράπεζες που είχαν απομείνει ήταν οι Goldman Sachs και Morgan Stanley όπου και αυτές έγιναν εμπορικές την 22 Σεπτεμβρίου του 2008 και με απώτερο σκοπό να χρηματοδοτηθούν από τη Fed.

Η Washington Mutual με συνολικά στοιχεία ενεργητικού αξίας 328\$ δισ.,εξαγοράστηκε από τη JPMorgan Chase. Αυτό το φαινόμενο μεταφέρθηκε και στην Ευρώπη και συγκεκριμένα η Fortis κρατικοποιήθηκε τον Οκτώβριο του 2008, ως ένας πολυεθνικός οργανισμός. Στην Αγγλία η Bradford & Bingley και η βελγοαγγλική Dexia είχαν επίσης την ίδια κατάληξη. Στην Ισλανδία οι τράπεζες Kaupthing, Clithnir, Landsbanki κατέληξαν σε

χρεωκοπία και σαν αποτέλεσμα βρέθηκαν υπό την επήρεια ελέγχου από την Ισλανδική Αρχή Χρηματοοικονομικής Εποπτείας. Αναφορικά με τις ισλανδικές τράπεζες, ο Mayer(2011) συνεχίζει να υποστηρίζει πως είχαν καταφέρει να δημιουργήσουν θυγατρικές πέρα από τα σύνορα με πρωτοφανείς καταθέσεις και υψηλά επιτόκια συγκριτικά με τους ανταγωνιστές τους από την Ολλανδία, την Αγγλία και τη Σκανδιναβία.

Ο αριθμός των καταθετών παρατηρήθηκε πως ήταν πολύ μεγαλύτερος από τους κατοίκους της Ισλανδίας. Η κατάληξη της οικονομικής κρίσης καλλιέργησε και την κρίση στις σχέσεις της χώρας αυτής με τις υπόλοιπες που βρίσκονταν οι θυγατρικές τους. Ο O'Neill (2011), σημειώνει πως δημιουργήθηκε ανησυχία αναφορικά με την αποζημίωση των πελατών στο εξωτερικό. Στην πραγματικότητα όμως όπως υποστηρίζει η ουσιαστική ανησυχία αφορούσε μια σύγκρουση η οποία σχετιζόταν με την αποπληρωμή του ποσού 3,8 δις ευρώ και η οποία συνεχίστηκε μέχρι το 2001. Το ποσό αφορούσε την Ολλανδία και την Αγγλία και συγκεκριμένα τις αποζημιώσεις των καταθετών. Επίσης σημειώνεται πως θεωρήθηκε αναγκαίο να επέμβουν οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες ώστε να δοθεί η κατάλληλη λύση.

Η δημιουργία ταμείου στις ΗΠΑ το λεγόμενο TARP με ποσό ύψους 700 δις \$ ή και διαφορετικά 5% του ΑΠΕ της Αμερική αποτελεί ένα χαρακτηριστικό το οποίο λειτούργησε ώστε να πραγματοποιηθεί αγορά τοξικών προϊόντων από το υπουργείο Οικονομικών. Η συναίνεση του Κογκρέσου παρατηρήθηκε επίσης καθότι στην ουσία ενέκρινε το πλάνο μετά από δυο δραματικές ψηφοφορίες. Έγινε παγκόσμια κάλυψη αυτών και ακόμα και από τα Ελληνικά κανάλια. Οι καταθέσεις στο σύνολό τους εγγυήθηκαν από την Ιρλανδία στις 30 Σεπτεμβρίου για τα τραπεζικά ιδρύματα. Επιπλέον σε αρκετές ακόμα χώρες ανακοινώθηκε η αύξηση του ορίου εγγυήσεων των καταθέσεων. Η μείωση των επιτοκίων παρατηρήθηκε κατόπιν των οργανωμένων κινήσεων των Fed, ΕΚΤ, Τράπεζα της Αγγλίας, οι τράπεζες του Καναδά και συγκεκριμένα σε ποσοστό 0.5 %.

Η περίοδος έως και 2008-2009 χαρακτηρίζεται από τις συνεχείς πτωχεύσεις και διασώσεις τραπεζικών σε παγκόσμια κλίμακα. Με εξαίρεση το τραπεζικό σύστημα εντός τις Ελλάδας, όλοι βρίσκονταν κάτω από το κλοιό του κινδύνου. Ορισμένα από τα χαρακτηριστικά παραδείγματα αναφέρονται περιπτώσεις σαν τις παρακάτω:

- Η Royal Bank of Scotland της Αγγλίας εθνικοποιήθηκε με κόστος 37 δις λίρες.
- Η Lloyds TSB συγχωνεύτηκε το ίδιο και η HBOS.

- Η Wachovia στην Αμερική εξαγοράστηκε από την Wells Fargo με το ποσό των 15 δις.\$ χωρίς όμως την παρέμβαση της κρατικής βοήθειας.
- Τον Οκτώβριο του 2008 ανακοινώθηκε από την αμερικάνικη κυβέρνηση ότι η TARO θα τη έδινε για χρήση ποσό ύψους 250 δις \$.

Οφείλει να αναφερθεί ότι συγκεκριμένο ποσό θα χρησιμοποιούνταν για την εξαγορά μεριδίων για χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και αποσκοπώντας να αποφευχθεί η κατάρρευση αυτών και η χρεοκοπία τους μέσα από την εξαγορά ή συγχώνευση τους με κάποιο άλλο τραπεζικό οργανισμό. Εθνικοποίηση αποτελεί και η περίπτωση της Anglo Irish Bank το 2009 στην οποία και παρατηρήθηκε επιδείνωση της κρίσης κατά τους πρώτους μήνες του 2009 ασχέτως τα μέτρα που είχαν παρθεί. Ωστόσο η κατάρρευση υπήρχε όπως και ο φόβος, αφού μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Αμερική ήρθαν αντιμέτωπα με τον φόβο τους για τη βιωσιμότητά. Η οικονομική κρίση «περνούσε» σε διάφορες χώρες σε όλο κόσμο και ως επόμενο στις οικονομίες τους.

Εν συνεχεία των προαναφερθέντων, θα μπορούσαμε να πούμε πως κατά την διάρκεια της πιστωτικής κρίσης 2007-2008 και ήδη από τη 14.3.2008, ήρθαν στην δημοσιότητα φήμες ότι η πέμπτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα των ΗΠΑ Bear Stearns βρέθηκε να ταλαντεύεται στα όρια της χρεοκοπίας (buncrupcy). Η τράπεζα Bear Stearns έχοντας ιστορία 85 χρόνων, η οποία είχε καταγράψει μεγάλες ζημιές στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, απαρτιζονταν από 14.000 υπαλλήλους και ειδικευόταν στα παράγωγα προϊόντα «συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων» (interest rate swaps) και «συμβάσεις μετάθεσης του κινδύνου από αθέτηση υποχρεώσεως του εκδότη του οποίου μειώθηκε η πιστοληπτική διαβάθμιση» (credit default swaps), ήρθε αντιμέτωπη με φήμες σύμφωνα με τον Mayer (2011).

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω ήταν οι πελάτες της να αρχίσουν να αποσύρουν μαζικά τα κεφάλαιά τους. Στην περίπτωση που η Bear Stearns πτώχευε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που συνεργάζοντουσαν με αυτήν θα βρισκόταν αντιμέτωπα με σημαντικές ζημιές και με την δυσχέρεια χορήγησης νέων δανείων. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα βρισκόταν υπό παράλυση καθώς η κρίση εμπιστοσύνης (crisis of confidence) θα μετατρεπόταν σε συστηματική. Ως εκ τούτου σύμφωνα με τον O'Neill (2011), στις 17 Μαρτίου 2008 βγήκε ανακοίνωση πως η τράπεζα, με τη συνεργασία της FED, διασώθηκε μέσω εξαγοράς αντί πινακίου φακής από τη JPMorgan



Chase της τρίτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας (prime broker) των ΗΠΑ. Η τράπεζα JPMorgan Chase κατέβαλλε για την εξαγορά 236.000.000\$, 2 \$ τιμή μετοχή συγκριτικά με το 2007 όπου η μετοχή της Bear Stearns είχε φθάσει μέχρι και τα 172,61 \$.

Η Federal Reserve System (FED), κεντρική τράπεζα των Η.Π.Α. προχώρησε στην χρηματοδότηση της JPMorgan Chase με πιστωτικό όριο τα 30 δισεκατομμύρια \$. Μετά την κίνηση αυτή όπως αναφέρει ο O'Neill (2011), ανακοίνωσε ότι εγγυάται όλες τις υποχρεώσεις της Bear Stearns και παράλληλα παρέχει εποπτεία διαχείρισης ώστε να σωθεί και να αναδιοργανωθεί η τράπεζα. Ο μέτοχος Τζόζεφ Λούις, ένας από τους μεγαλύτερους της Bear Stearns με επενδυμένο κεφάλαιο 1,26 δισεκατομμύρια \$, με δήλωσή του στις 20.3 ανακοίνωσε πως επιδιώκει την αλλαγή την προσφοράς διότι έψαξε εναλλακτική λύση πιο ικανοποιητική από αυτή της JPMorgan Chase.

Ο Mayer υποστηρίζει πως αναφερόμενοι στους βασικούς λόγους συγχωνεύσεων και εξαγορών στις μέρες μας, πέρα των τραπεζικών επιχειρήσεων οι οποίοι είναι και το αντιπροσωπευτικότερο παράδειγμα, θα μπορούσαμε να πούμε ότι δεν αποτελεί περίεργο πως στην εποχή μας ο τρόπος λειτουργίας των επιχειρήσεων μεταβάλλεται διαρκώς και κυρίως μέσα από το σωστό management και τον σωστό προγραμματισμό παλεύουν με σκοπό την διατήρηση και ισχυροποίηση της θέσης τους στην αγορά.

Η επιχείρηση λοιπόν η οποία επιδιώκει τα παραπάνω καλείται να ακολουθήσει μια συγκεκριμένη στρατηγική προκειμένου να ισχυροποιήσει τη θέση της στην αγορά. Ακόμη ένα σχέδιο management θεωρείται πως είναι απαραίτητο να ακολουθηθεί, το πλάνο αυτό ωστόσο θα είναι σχεδιασμένο και προσαρμοσμένο στις ανάγκες της κάθε επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις εντός Ελλάδας αλλά και διεθνώς, προκειμένου να θέσουν υπό την κατοχή τους μια δυνατή θέση στην αγορά, ανεξαρτήτως του μεγέθους τους λειτουργούν τοιουτοτρόπως.

Οι φιλοδοξίες και βλέψεις για επέκταση σε νέες αγορές της Ευρώπης οι οποίες υπάρχουν διαμορφώνονται. Ορισμένοι παράγοντες όμως σαν αυτόν της οικονομικής κρίσης στις μέρες μας, οι οποίοι δεν είναι και λίγοι πιέζουν τις επιχειρήσεις ώστε να μετατραπούν ή και να προχωρήσουν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές με σκοπό να μπορέσουν να αντιμετωπίσουν τις δύσκολες οικονομικές καταστάσεις και να αποκτήσουν έδαφος στην αγορά. Ωστόσο όμως όλες οι εξαγορές και συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται σύμφωνα με τις ισχύουσες κανονιστικές οι οποίες υφίστανται στην κάθε χώρα και διεθνώς. Ορισμένες από αυτές τις συγχωνεύσεις βοηθούν τις επιχειρήσεις που προχωρούν σε αυτές να είναι αποτελεσματικές, να έχουν τεχνολογική πρόοδο, εξορθολογισμό παραγωγής με αποτέλεσμα μειωμένο κόστος παραγωγής και ευεργετικά αποτελέσματα στην οικονομία.

Επιπλέον είναι απαραίτητο οι εμπορικές πράξεις να υπολογίζονται από τις αρχές όλες οι θετικές επιδράσεις τις οποίες επιδιώκουν κάποιες συγχωνεύσεις. Πέρα από αυτά η δυσπιστία και η επιφύλαξη με την οποία αντιμετωπίζονται οι συγχωνεύσεις και οι συνέπειες τους από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή κρίνεται χαρακτηριστική. Η προσπάθεια και το εγχείρημα του να προχωρήσει μια τραπεζική επιχείρηση η οποία έχει κυρίαρχη θέση στην αγορά και περιορίζει τον ανταγωνισμό, απαγορεύεται. Σύμφωνα με τις αναφορές του O'Neill πολλές είναι οι περιπτώσεις κατά τις οποίες κατηγορήθηκε ότι το παραπάνω είχε ως κίνητρο να σταματήσει τις όποιες συγκεντρώσεις καθώς με αυτόν τον τρόπο οι επιχειρήσεις θα είχαν μεγάλη αποτελεσματικότητα και κατά συνέπεια καθόλου ανταγωνισμό.

Σημαντικό κριτήριο στις Η.Π.Α. για τις συγκεντρώσεις, είναι η μεγάλη μείωση του ανταγωνισμού ή όχι. Ακόμη σύμφωνα με τους ισχύοντες νόμους προβλέπεται να είναι δυνατόν για τις επιχειρήσεις να προβάλλουν την αποδοτικότητα των συγχωνεύσεών τους. Ωστόσο οι περιπτώσεις αυτές δεν είναι και πολλές. Σε ορισμένες αποφάσεις πραγματοποιήθηκαν μεγάλες αντιδράσεις από τις δυο πλευρές του Ατλαντικού και αυτό διότι ότι ορισμένες αποφάσεις επηρέασαν σημαντικά κάποια επιχειρηματικά συμφέροντα. Κρίνεται πολύ σημαντικό τα οικονομικά προβλεπόμενα οικονομικά οφέλη στην ανάλυση του δικαίου να μελετώνται και να εξετάζονται για να διαπιστώνεται εγκαίρως αν θα υπερκεράσουν τη βλάβη του ανταγωνισμού ή όχι.

Επιπλέον σε ορισμένες περιπτώσεις οφείλεται οι συνέπειες μιας επιχειρηματικής συγχώνευσης να περνούν από ποιοτική και ποσοτική ανάλυση όλων των προβλεπόμενων οικονομικών συνεπειών καθώς και ωφελημάτων, όταν υφίστανται σημεία αμφιλεγόμενα. Μόλις ο ανταγωνισμός διαπιστωθεί θα αντισταθμιστεί και έτσι λοιπόν οι τιμές των προϊόντων-υπηρεσιών θα παραμείνουν σταθερές, σε εκείνο το σημείο η συγχώνευση θα πρέπει να εγκρίνεται. Όσες συγχωνεύσεις δεν κρίνονται ότι είναι οικονομικά αποτελεσματικές, θα πρέπει να σταματούν και να απαγορεύονται στα όσα αναφέρει ο O'Neill (2011).

Ένας από τους βασικούς λόγους για τους οποίους αρκετές επιχειρήσεις οδηγούνται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές, είναι η επίτευξη των στόχων των μεγαλύτερων επιχειρήσεων, τόσο εντός συνόρων όσο και διεθνώς. Σύμφωνα με τη μελλοντική πορεία των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών οι οποίες θα κατατεθούν στην ελληνική αγορά αλλά και στην αγορά της Ευρώπης σχετίζονται και οι στόχοι των Ομίλων και των υπευθύνων τους μέσα από την διεξαγωγή μίας συγχώνευσης ή μίας εξαγοράς. Βασικός στόχος τους αποτελεί η παροχή καλύτερων προϊόντων και υπηρεσιών η οποία γίνεται μέσα από τη χρήση καινούριων συστημάτων εξυπηρέτησης των πελατών αλλά και καλύτερης αποτελεσματικότητας του κάθε Ομίλου χωριστά.

Σαν στόχοι σημειώνονται επίσης η άμεση ικανοποίηση των πελατών και οι εσωτερικές διεργασίες. Στον τομέα των εσωτερικών διεργασιών ανήκει ο τομέας των χρηματοοικονομικών και η εκπαίδευση των ανθρώπινων πόρων τα οποία σχετίζονται με τα παραπάνω. Σύμφωνα με αυτά οι στόχοι σημειώνονται ως εξής.

- Ικανοποίηση πελατών.
- Αύξηση των καταστημάτων στο εξωτερικό.
- Καλύτερη εξυπηρέτηση πελατών από κινητά τηλέφωνα.
- Αξιοποίηση τεχνολογιών WAP & SMS.
- Νέα υποκαταστήματα σε ευρωπαϊκές χώρες και τις δυσμενείς χώρες.
- Υπεύθυνη και σωστή διαχείριση σε ξένες επιχειρήσεις. Σημαντικό πλαίσιο υπεύθυνης συμπεριφοράς οφείλουν να είναι οι επαγγελματικοί στόχοι της κάθε τράπεζας και οι αρχές και αξίες ενός Ομίλου.
- Ευθύνη απέναντι στους πελάτες της Ελλάδας και των ξένων αγορών. Σημαντικό είναι η κάθε επιχείρηση να ενεργεί και να συμμετέχει στην κοινωνία και να προσφέρει αλλά και να αποτελεί σημαντικό κομμάτι της στρατηγικής της επιχείρησης η κοινωνία.
- Να υπάρχει ομαδικότητα μαζί με τις ατομικές προσπάθειες των υπαλλήλων. Οι στόχοι πρέπει να επιτυγχάνονται ομαδικά τόσο στην Ελλάδα όσο και στην αγορά της Νέας Ευρώπης.
- Ευθύνη στους εργαζόμενους ξένων χωρών ώστε να αναδεικνύεται το ανθρώπινο δυναμικό και οι νέες εφαρμογές.
- Καλύτερη αποτελεσματικότητα της κάθε επιχείρησης.
- Καλύτερη ποιότητα χαρτοφυλακίου σε Ελληνική και ξένη αγορά.
- Τουλάχιστον μέση ετήσια αύξηση Καθαρών Κερδών Στρατηγική, πληρότητα προϊόντων, ποιοτικές υπηρεσίες από εξειδικευμένο προσωπικό για τα επόμενα χρόνια με σκοπό η επιχείρηση να επιτύχει τους στόχους της. Οι εργαζόμενοι και η συμβολή τους είναι αναγκαία για αυτούς τους στόχους.
- Απαραίτητη μια σωστά σχεδιασμένη πολιτική η οποία θα αναπτύσσεται χρόνο με το χρόνο και μέσω της οποίας θα ισχυροποιείται η θέση της στην Ελλάδα και στο εξωτερικό καθώς και

όλων των καταστημάτων της επιχείρησης, ώστε να ικανοποιούνται οι πελάτες.

- Αποτελεσματικότερη διαχείριση κινδύνων σε ξένες αγορές. Καλύτερη παρακολούθηση αυτών των κινδύνων οι οποίοι προκύπτουν από κάποιες τραπεζικές δραστηριότητες και σαν βάση έχουν τη καλύτερη διεθνή πρακτική.
- Διατήρηση των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίες έχουν άμεση σχέση με την εταιρική κουλτούρα και τις δεσμεύσεις της Διοίκησης και των αρχών της νομοθεσίας.

### **3.3.2 Ελληνική Οικονομία**

Η παγκόσμια οικονομική κρίση πρωτοεμφανίστηκε σε αρχικό στάδιο τον Ιούλιο του 2007, το διάστημα εκείνοι η τιμή του βαρελιού πετρελαίου είχε φτάσει στα 147 \$. Συνδυαστικά με την οικονομική «ξηρασία» που επικρατούσε εκείνη την εποχή, οι τιμές των τροφίμων υπέστησαν μεγάλη αύξηση. Παρόλα αυτά τα τραπεζικά ιδρύματα, παραβλέποντας την πλασματική ανοδική πορεία στην αγορά, φιλοδοξούσαν ότι τα κέρδη τους από τα δάνεια που θα χορηγούσαν στον κτηματομεσιτικό τομέα και κυρίως σε χαμηλό-εισοδηματίες θα ήταν μεγάλα. Οι αξίες όμως των ακινήτων σύμφωνα και με τον Calomiri (2011) αυξήθηκαν, και όσοι είχαν πάρει δάνειο στεγαστικό, οδηγήθηκαν σε επιπλέον δάνεια βάζοντας σαν υποθήκη την επιπρόσθετη αξία.

Με το πέρας ορισμένου χρονικού διαστήματος, στις Η.Π.Α ξεκίνησε η κατακόρυφη πτώση των τιμών των ακινήτων. Οι δανειολήπτες με χαμηλές απολαβές, δεν μπορούσαν πλέον να εξοφλήσουν τις δόσεις των δανείων τους και επομένως οι τράπεζες κατέληγαν στην κατάσχεση των κατοικιών αυτών. Η στιγμή της ανάγκης της πώλησης των ακινήτων με σκοπό το πολυπόθητο ρευστό, η προσφορά στην πώληση ακινήτων αυξήθηκε σημαντικά με αποτέλεσμα οι τιμές των ακινήτων να σημειώσουν ακόμα μεγαλύτερη πτώση. Έτσι, τα ομόλογα που βασίζονταν στα ενυπόθηκα δάνεια σημείωσαν μεγάλη πτώση (Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Στοιχεία για την Κρίση Παγκοσμίως, Σχετικές Μελέτες και Έρευνες, 2012).

Η θέση των τραπεζών πλέον ήταν πολύ δύσκολη και η μόνη διέξοδος του προβλήματος της έλλειψης ρευστού ήταν με δανειοδότηση από άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η παραπάνω λύση ήταν δύσκολη στην πράξη διότι το ρίσκο δανεισμού ήταν μεγάλο και δεν ήθελαν πολλοί να το

επιληφθούν. Μία από τις συνέπειες της έλλειψης ρευστότητας ήταν ότι η αγορά ξεκίνησε να πνέζεται και οι προβληματικές τράπεζες να καταρρέουν σταδιακά, μετά το σημείο αυτό άρχισε να επηρεάζεται σημαντικά ο παραγωγικός τομέας.

Σύμφωνα με έρευνες η χρηματοπιστωτική κρίση προκάλεσε και μείωση στην ζήτηση παγκοσμίως, η μείωση αυτή έγκειται και στην παγκόσμια παραγωγή και αύξηση της ανεργίας. Το κλίμα ανασφάλειας και πανικού το οποίο δημιουργήθηκε από τα γεγονότα μεταφέρθηκε και επεκτάθηκε στους πολίτες ανά τα κράτη. Ακόμη δεν είναι λίγες οι πολιτικές κρατών κατά τις οποίες βιάστηκαν να ενισχύσουν οικονομικά τα τραπεζικά ιδρύματα ώστε να περιορίσουν την ασφυξία των αγορών (Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Στοιχεία για την Κρίση Παγκοσμίως, Σχετικές Μελέτες και Έρευνες, 2012).

Παρά την κρατική οικονομική ενίσχυση που δόθηκε στα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα με το ποσό των 28 δισεκατομμυρίων ευρώ, οι ελληνικές τράπεζες παρουσιάστηκαν ιδιαίτερα διστακτικές και δεν διοχέτευσαν αυτά τα χρήματα στην αγορά. Τα κριτήρια που πρέπει να πληρούνται για την χορήγηση δανείων, κυρίως στεγαστικών, τείνουν να είναι φανερά πιο αυστηρά και έχουν οδηγήσει σε κατακόρυφη πτώση τον οικοδομικό κλάδο. Επιπλέον η αλματώδης αύξηση της ανεργίας συντελεί στο να είναι η αγορά είναι σε μία κατάσταση αβεβαιότητας, ανασφάλειας και φανερά αρνητικής ψυχολογίας.

Στην κατάσταση αυτή συντελούν αρνητικά και οι ιδιαιτερότητες της ελληνικής κοινωνίας, με την χαμηλή ανταγωνιστικότητα, την αυξημένη διστακτικότητα για την ανάληψη επενδύσεων, την πολύ χαμηλή αποτελεσματικότητα του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και την εξάρτηση του από εξωτερικό δανεισμό. Ο βραδύς ρυθμός ανάπτυξης της χώρας καθώς και τα συνεχώς αυξανόμενα ελλείμματα στο δημόσιο και το δημόσιο χρέος, συντέλεσαν σημαντικά στην κατάσταση αυτή. Επιπλέον, η οικονομία της Ελλάδας ούσα βασισμένη, στον τουρισμό, την ναυτιλία και την οικοδομή. Οι κλάδοι αυτοί εξ αρχής αντιμετώπισαν προβλήματα σε μεγάλο βαθμό, από την οικονομική κρίση. (Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Στοιχεία για την Κρίση Παγκοσμίως, Σχετικές Μελέτες και Έρευνες, 2012).

Με βάση τα παραπάνω, θα λέγαμε λοιπόν πως το δημοσιονομικό σοκ με το οποίο ήρθε αντιμέτωπο η Ελλάδα το 2010, ήταν τεράστιο, τόσο για τους πολίτες όσο και τις πολιτικές δυνάμεις. Το αποτέλεσμα που προέκυψε από την κατάσταση αυτή ήταν η χώρα να βγει εκτός αγορών δανειοδότησης και να φθάσει στο σημείο να επικαλεστεί την βοήθεια του μηχανισμού στήριξης της Ε.Ε. και του γνωστού Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ). Η βοήθεια που δόθηκε, ήταν έναν δάνειο ύψους 110 δισεκατομμυρίων ευρώ και το γνωστό δημιούργημα του Μνημονίου.

Τον Απρίλιο του 2010 ο Πρωθυπουργός ανακοίνωσε την προσφυγή της Ελλάδας στον μηχανισμό στήριξης και τον Μάρτιο ο Ευρωπαίος Επίτροπος Όλι Ρεν, εύχονταν στην Ελλάδα τα καλύτερα. Τον Μάιο του ίδιου έτους, έγινε και η ανακοίνωση αναφορικά με τα σκληρά μέτρα που προερχόντουσαν από το Μνημόνιο. Οι ανωτέρω περιόδοι αποτελούν χαραγμένοι στο μυαλό των Ελλήνων πολιτών γιατί σχετίζονται με μια σειρά μέτρων που αποσκοπούσαν στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας.

Ερευνώντας παραδείγματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα κατά την διάρκεια της οικονομικής κρίσης, θα μπορούσαμε να πούμε πως τα αντιπροσωπευτικότερα παραδείγματα εντοπίζονται στο τραπεζικό κλάδο. Τέτοια περίπτωση αφορά η συγχώνευση της Alpha Bank και της Εμπορικής η οποία ολοκληρώθηκε εφόσον πραγματοποιήθηκε η οριστική συμφωνία της Credit Agricole. Μετά από ανακοίνωση της Alpha Bank το πάντρεμα των δυο τραπεζών αποτελεί στο τελικό στάδιο της ενοποίησης. Σύμφωνα με το παραπάνω πλάνο συγχώνευσης η Alpha Bank εξαγοράζει το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής και η συνεισφορά της Credit Agricole θα είναι η καθαρή αξία του ενεργητικού 2,7 δις ευρώ. Ακόμη κανένα υπόλοιπο χρηματοδότησης δεν υφίσταται στο ενοποιημένο σώμα από τη μεταφορά του χαρτοφυλακίου ύψους USD 1,4 δις ευρώ (Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Στοιχεία για την Κρίση Παγκοσμίως, Σχετικές Μελέτες και Έρευνες, 2012).

Στην ανακοίνωση σημειώνεται πως το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής μεταφέρθηκε στη Alpha Bank από τη Credit Agricole, μετά από τη συμφωνία εξαγοράς και κατόπιν της λήψης οικείων κανονιστικών εγκρίσεων από τις Ελληνικές, Κυπριακές Τράπεζες και από επιτροπές Ανταγωνισμού. Μετά από την Υπογραφή Συμβάσεως Αγοράς Μετοχών η Credit Agricole πλήρωσε συνολικά 2.9 δις ευρώ για την αγορά ομόλογου της Alpha Bank 150 εκατ. ευρώ. Το παραπάνω αποτέλεσε επένδυση για την τελευταία τράπεζα καθώς είναι συνεισφορά για τα εποπτικά κεφάλαια. Ακόμη κεφαλαιακό απόθεμα παραχωρείται στους μετόχους της Alpha Bank από την προβλεπόμενη ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος.

Η παραπάνω εξαγορά έχοντας λάβει υπόψη τη κεφαλαιακή ενίσχυση από την Credit Agricole συνεισφέρει στην Alpha Bank Καθαρή Αξία Ενεργητικού 2,7 δις ευρώ. Οι συνεργείες ή άλλες θετικές επιδράσεις δεν αναφέρονται στο ποσό αυτό. Επιχειρηματικός συνδυασμός και μάλιστα αρκετά σημαντικός, αποτελεί για τη Alpha Bank το δανειακό χαρτοφυλάκιο με υψηλές καλύψεις από την Εμπορική. Σύμφωνα με τα λεγόμενα του κ. Κωστόπουλου σε σχετική ανακοίνωση τον βασικό λόγο στην αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα τον αναλαμβάνει η Alpha Bank μέσα από την ένωση των δυο τραπεζών. Όσο αφορά το κλίμα των διαρθρωτικών

μετασχηματισμών στην Ελλάδα, η χώρα σημειώνει πρόοδο και αρχίζουν να παρατηρούνται οι πρώτες ενδείξεις βελτίωσης του οικονομικού κλίματος. Το καινούριο, ενιαίο σχήμα θα συντελέσει στην επανεκκίνηση και ανασυγκρότηση του τραπεζικού συστήματος.

Βασικό δεδομένο αναφοράς για την Τράπεζα είναι η προσδοκώμενη ανακεφαλαιοποίηση. Οι προσδοκώμενες οικονομίες κλίμακας θα επιτευχθούν μέσα από την ανάληψη του λειτουργικού ελέγχου καθώς και από τον εξορθολογισμό του ενιαίου Δικτύου αλλά και από την ενοποίηση της διοικητικής τομής. Το μειωμένο κόστος καταθέσεων θα οδηγήσει στην δημιουργία συνδυασμού των συνεργειών κόστους με τα παραπάνω και στις σταυροειδής πωλήσεις η οποία θα αποδώσει αξία στους μετόχους.

Η συναλλαγή που πηγάζει από ένα πολύ μεγάλο σε μέγεθος χρηματοοικονομικό όμιλο στην Ελλάδα είναι ένα σημαντικό βήμα ώστε να προβεί σε αναδιάρθρωση το τραπεζικό σύστημα. Η Alpha Bank με μερίδιο 20% σε καταθέσεις και 24% σε χορηγήσεις. Επίσης το γεγονός ότι οι δυο τράπεζες αποβλέπουν σε επιχειρηματική πίστη αποτελεί βήμα για αναφορά στο Ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η κεφαλαιακή βάση της Alpha Bank εντείνεται από την απόκτηση της Εμπορικής και βοηθά στην απόκτηση μιας πλεονεκτικής θέσης κατά της μελλοντικής ανακεφαλαιοποίησης. Η εξαγορά της Εμπορικής συμβάλλει με 2,7 ευρώ μετά από την κεφαλαιακή υποστήριξη 2,9 δις. Ευρώ από την Credit Agricole.

Η Εμπορική με την παροχή νέου χαρτοφυλακίου, συνεισφέροντας κατά 22% σε συνολικές χορηγήσεις και εξασφαλίζοντας κάλυψη σε αυτές ύψους 4,8 δις ευρώ. Ένας επιπλέον λόγος για το υψηλό δανειακό χαρτοφυλάκιο της τράπεζας είναι το ότι αποτελεί κατάλληλο επιχειρηματικό σχεδιασμό για την Alpha Bank. Τα σημεία όπου η τελευταία τράπεζα αποβλέπει και έχει ήδη αισθητή παρουσία το θέτουν και σημείο ενδιαφέροντος για την Εμπορική. Στα παραπάνω σημεία συμπεριλαμβάνονται και τα δάνεια των επιχειρήσεων απέναντι σε κλάδους όπως είναι βιομηχανικός και κατασκευαστικός.

Οι ετήσιες συνεργείες 200 εκατ. ευρώ ωφελούν την Alpha Bank, στις συνεργείες αυτές συγκαταλέγονται συνέργειες 150 εκατ. ευρώ αλλά επιπλέον και 50 εκατ. ευρώ προερχόμενες από χρηματοδοτήσεις και έσοδα. Μέσα στο διάστημα τριών χρόνων θα υλοποιηθούν οι παραπάνω συνέργειες, από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Οι συνέργειες οι οποίες έχουν αποτιμηθεί ύψους 150 εκ. ευρώ και που είναι σε πλήρη εξέλιξη. Οι συγκεκριμένες συνέργειες πηγάζουν από εξορθολογισμό Δικτύου, άρση αλληλοκαλύψεων σε κεντρικές λειτουργίες καθώς και από τον επανασχεδιασμό δραστηριοτήτων επιχειρηματικού χαρακτήρα.

Αναφορά γίνεται και σε εκτιμώμενες συνέργειες οι οποίες βρίσκονται σε πλήρη εξέλιξη 50 εκατ. ευρώ, το ποσό αυτό είναι αποτέλεσμα της τιμολογιακής κάλυψης προθεσμιακών καταθέσεων της Εμπορικής στην Alpha Bank και της προσαρμογής τους. Ακόμη αναμένεται να οδηγήσει σε προσπάθεια ανατιμολόγησης και σε αξιοποίηση ευκαιριών αναφορικά με σταυροειδής πωλήσεις και την ανάπτυξη τους σε προϊόντα που περιλαμβάνονται στο πελατολόγιο της Εμπορικής. Εν κατακλείδι, η χρηματοδότηση της Εμπορική από το Ευρωσύστημα είναι περιορισμένη πράγμα που σημαίνει ότι η συμμετοχή των προερχόμενων από τις κεντρικές τράπεζες κεφαλαίων μειώνονται στον Ισολογισμό του ενιαίου σχήματος.

Μια επιπλέον αξιοσημείωτη περίπτωση εξαγοράς και συγχώνευσης επιχείρησης στην Ελλάδα της κρίσης, είναι της ΑΤΕ από την Τράπεζα Πειραιώς. Στην περίπτωση αυτή το «ευνοημένο» τραπεζικό κομμάτι της Αγροτικής πέρασε στην κατοχή της Πειραιώς, η παραπάνω απόφαση πάρθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος και από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Η παραπάνω κίνηση αποτελεί μια κομβική διαρθρωτική αλλαγή και παράλληλα σημαίνει την έναρξη για μια σειρά από ανακατατάξεις που προβλέπονται στο ελληνικό σύστημα. Έκ της αποφάσεως αυτής η κυβέρνηση δίνει το μήνυμα για επίσπευση των διαρθρωτικών αλλαγών. Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ενέκρινε την ενέργεια αυτή εξαιτίας της διασφάλισης της κάλυψης του συνόλου αναφορικά με το προσωπικό της Αγροτικής Τράπεζας. Οι καταθέσεις ωστόσο της Αγροτικής Τράπεζας περνούν στην κατοχή της Πειραιώς μαζί με ένα μεγάλο μέρος δανείων αλλά και το προσωπικό της ΑΤΕ.

Επιπλέον εκχωρούνται στην Πειραιώς τα ενήμερα δάνεια στα οποία σύντομα θα δοθεί νομοθετική ρύθμιση. Θυγατρικές οι οποίες επρόκειτο να μεταβιβαστούν θα αξιοποιηθούν από το Δημόσιο και όπως ήταν αναμενόμενο η Πειραιώς αναλαμβάνει τη δέσμευση να κατοχυρώσει όλες τις θέσεις εργασίας των εργαζομένων της ΑΤΕ, μετά από ανακοίνωση της. Μέσα από την ανακοίνωσή της το γενικό δίκτυο των υποκαταστημάτων της θα λειτουργεί υπό τη διοίκηση της Πειραιώς ενώ παράλληλα θα διατηρείται την εμπορική της επωνυμία ως ΑΤΕ BANK. Οι συναλλαγές στο σύνολο τους θα πραγματοποιούνται κανονικά.

Όταν διαχωρίστηκε η Αγροτική σε δύο τμήματα, η εξέλιξη ήταν η παραπάνω για την τράπεζα. Ο παραπάνω διαχωρισμός ο οποίος προέκυψε σχετιζόταν με το «καλό» και το «κακό» κομμάτι της τράπεζας. Η ΕΚΤ ασκούσε πίεση προκειμένου να παρθούν σύντομα όλες οι αποφάσεις σχετικά με το μέλλον της ΑΤΕ. Η πηγή πιέσεων που δεν ήταν άλλη από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα επέμενε για άμεση λύση. Υπήρχε ένα συγκεκριμένο χρονικό όριο απόφασης μέχρι τα τέλη Ιουλίου 2012. Ορισμένες



προσφορές για την ΑΤΕ είχαν κατατεθεί από τη Eurobank οι οποίες όμως και αποσύρθηκαν. Σύμφωνα με την άποψη κυβερνητικών κατόπιν της κινήσεως αυτής βρέθηκε λύση στην ΑΤΕ για το χρόνιο πρόβλημα των επτά ετών στα οποία είχε δοθεί χρηματοδότηση ύψους 5 δις. ευρώ και υπήρχαν ζημιές ύψους 3 δις. ευρώ. Μέσα στα επόμενα τρία χρόνια οι συνέργειες που θα ακολουθήσουν θα υπολογίζονται σε 600 εκατ. ευρώ.

Το σύνολο του ενεργητικού της νέας πλέον τράπεζας υπολογίζεται στα 75 δις. ευρώ, 35 σε καταθέσεις, 47 δις. ευρώ σε χορηγήσεις. Οι εργαζόμενοι υπολογίζονται σε 1230. Η «καλή» τράπεζα θα είναι με την επωνυμία Νέα Αγροτική Τράπεζα, ενώ στην «κακή» μεταφέρονται τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, οι υποχρεώσεις θυγατρικών και οι εγγυήσεις από το πιστωτικό ίδρυμα. Το «κακό» τμήμα εκτιμάται στα 3,5 - 4,5 δις. Ευρώ, ενώ τέλος η άδεια της παλαιάς τράπεζας θα ανακληθεί και θα εκκαθαριστεί η παλαιά Αγροτική.

### **3.4 Προοπτικές και Στατιστικά Στοιχεία**

Η αρχή του 21ο αιώνα σηματοδοτείται ως η πιο έντονη για τις συγχωνεύσεις. Αποδεδειγμένα, από την ιστορία των συγχωνεύσεων στην Αμερικάνικη αγορά, το μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων δημιουργήθηκε κατά τη δεκαετία του 1990. Ωστόσο πριν από την δεκαετία αυτή υπήρχαν ακόμα διάφορες άλλες περιόδους συγχωνεύσεων μέσα στον 20ο αιώνα. Η προηγούμενη ήταν αυτή στη δεκαετία του 1980 όπου η αρχή σε δραστηριότητες όπως εξαγορές και συγχωνεύσεις παρουσιάστηκε με μια αύξηση σε δραστηριότητες σχετιζόμενες με συγχωνεύσεις και εξαγορές όπως ήδη έχει αναφερθεί στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας.

Η συνολική αξία των εξαγορών σύμφωνα με τον O'Neill (2011) σε δολάρια το 1967 ήταν κάτω από 20 δις δολάρια ενώ το 1995 οι αμερικάνικες εξαγορές και συγχωνεύσεις έφτασαν να είναι πάνω από 30 δις. δολάρια. Ωστόσο το 1980 χαρακτηρίστηκε ως η πλέον δραστήρια περίοδος για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Την περίοδο όμως αυτή τα πράγματα ήταν διαφορετικά από ότι στις προηγούμενες. Η διαφορά εντοπίστηκε στους στόχους των εταιρειών. Το κατά πόσο μεγάλη ήταν μια επιχείρηση, δεν είχε και τόση μεγάλη σημασία αφού την ίδια στιγμή μια μικρή επιχείρηση μπορούσε να λειτουργήσει και ως μια επιχείρηση η οποία θα αγόραζε μια μεγαλύτερη. Το στοιχείο αυτό ήταν ένα χαρακτηριστικό γνώρισμα για τις

εσωτερικές αλλά και για τις εξωτερικές εξαγορές. Έτσι λοιπόν, τα βασικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα εκείνης της περιόδου ήταν:

- Η φύση του «επιτιθέμενου» που μεταβαλλόταν σχετικά.
- Η ανάγκη αλλά και η ώθηση για συγχωνεύσεις σε ξένες αγορές.
- Η τάση για μια επιχειρηματική ολοκλήρωση στα ήδη υπάρχοντα βιομηχανικά όρια παρά σε νέους τομείς.

Στο σημείο αυτό αναφέρεται πως οι Ευρωπαϊκές βιομηχανικές χώρες, οι ΗΠΑ καθώς και ορισμένες συγχωνεύσεις στην Ιαπωνία αποτέλεσαν τους κύριους πρωταγωνιστές. Το αντίθετο φαινόμενο εντοπίζεται εξίσου, δηλαδή Ευρωπαϊκές επιχειρήσεις να εξαγοράζουν Αμερικάνικες. Επίσης η τάση για παγίωση των συγχωνεύσεων είναι ένα αντιπροσωπευτικό στοιχείο του μεγάλου κύματος συγχωνεύσεων κατά τη δεκαετία του 1990. Επιπλέον βλέπουμε πως σε κάποιες βιομηχανίες εταιρείες που κατέχουν πρωταγωνιστική θέση καταφέρνουν να αποκτούν ανταγωνιστές στο διεθνή χώρο με σκοπό την δημιουργία κυρίαρχων επιχειρήσεων φέροντας ως παράδειγμα οργανισμούς τραπεζικούς καθώς και εταιρείες τηλεπικοινωνιών. Οι κύριες τάσεις που έχουν διαμορφωθεί κατά την περίοδο αυτή σύμφωνα με τον O'Neill (2011), αναφέρονται ως:

- Όλο και ισχυρότερη η ευρωπαϊκή εισβολή στις Η.Π.Α.
- Οι διεθνείς εξαγορές και συγχωνεύσεις οδηγούν σε μια κυριαρχία στον κλάδο της βιομηχανίας.
- Οποιαδήποτε απόκτηση μια εταιρείας η οποία συνδέεται με τη γεωγραφική διαφοροποίηση ή τη διαφοροποίηση προϊόντων, δεν αποτελεί μια επιτυχημένη τεχνική εξαγορών ή συγχώνευσης.

Αναφορικά με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις των τραπεζών τον 21ο αιώνα, οι εγχώριες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνταν σε μεγάλες πόλεις καταλήγουν σε περιφερειακούς οργανισμούς. Συγκεκριμένα η Αθήνα έχει μετατραπεί σε ένα μεγάλο διοικητικό κέντρο το οποίο έχει τον έλεγχο άλλων ιδρυμάτων αντίστοιχα. Από γεωγραφικής άποψης εκτάσεις από τη βόρεια Ρωσία, Ουκρανία, Πολωνία καθώς και ανατολικά από την Τουρκία έως και νότια από την Αίγυπτο είναι ορισμένες εκ των οποίων αντιστοιχούν τα ιδρύματα αυτά. Σύμφωνα με ειδικούς εκτιμάται πως μέχρι το 2015 θα αυξηθεί ο αριθμός των εργαζομένων και πως το 50% των εσόδων των εταιρειών οι

οποίες δραστηριοποιούνται σε μια συγκεκριμένη χώρα, πρόκειται να προέρχονται από τις σχετικές δραστηριότητες τους στο εξωτερικό. Εστιάζοντας στην εγχώρια αγορά βλέπουμε πως μεγάλες επενδύσεις πραγματοποιούνται και από την πλευρά των ελληνικών επιχειρήσεων, οι οποίες βρίσκονται στην αναγνώριση των προοπτικών ανάπτυξης στα Βαλκάνια. Λειτουργώντας τοιούτοτρόπως ενδυναμώνουν και τη θέση τους.

Η μελέτη της Price Water House Coopers προχωρά στην αναφορά αρκετών και καίριων εξαγορών των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα η μελέτη εστιάζεται σε ότι αφορά τις ελληνικές επιχειρήσεις στα Βαλκάνια και τη Ν.Α. Ευρώπη. Ωστόσο στην ίδια μελέτη αντίστοιχα παραθέεται και η αναφορά της εισόδου μιας ξένης επιχείρησης στην Ελλάδα. Το βέβαιο είναι όμως πως οι απαραίτητες προϋποθέσεις τείνουν να προκαλούνται από τη μετοχοποίηση μιας επιχείρησης αλλά και από την εξάπλωση των ελληνικών τραπεζών στα Βαλκάνια. Οι βασικές τάσεις οι οποίες θα προσδιορίζουν το γενικό κλίμα στις επιχειρήσεις και στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες μέχρι το 2015, θα είναι πέντε.

Σύμφωνα με την θέση του Ριμπέρο αρχικά αναφέρεται σε ένα σαρωτικό κύμα συγχωνεύσεων στην Ευρώπη. Μέχρι πρόσφατα σε εθνικό επίπεδο, η συγκέντρωση πραγματοποιούταν στον κλάδο των επιχειρήσεων και από την άλλη πλευρά οι διασυννοριακές συγχωνεύσεις ήταν σπάνιες και ως επί το πλείστον αναποτελεσματικές. Σήμερα όμως, είναι γεγονός πως η κοινή άποψη είναι αποδέχεται τις διασυννοριακές συγχωνεύσεις όπως επίσης και το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις καλούνται να εξαπλωθούν με σκοπό να αποζημιώσουν τους επενδυτές τους. Επιπλέον η στασιμότητά τους σε μια εγχώρια αγορά δεν αποτελεί την καλύτερη λύση και κυρίως αν υπάρχουν διαφορές κόστους αναφορικά με τις ίδιες τράπεζες και τη λειτουργία τους σε ευρωπαϊκές αγορές.

Στην συνέχεια η επόμενη τάση η οποία προσδιορίζει την έφεση για εξαγορές είναι η ανάγκη για offshoring, η ανάγκη αυτή προκύπτει από την πίεση για ελάττωση του κόστους των επιχειρηματικών ενεργειών. Στο συγκεκριμένο αναφέρονται θέματα μισθοδοσίας, backoffice, πληροφορική και κέντρα τηλεφωνικής εξυπηρέτησης. Ωστόσο σε ενδεχόμενο που οι παραπάνω λειτουργίες μεταφερθούν πραγματοποιείται εξοικονόμηση κόστους έως και 25%, αν πρόκειται για τουλάχιστον 2-3 λειτουργίες διοίκησης και 30-40% αν πρόκειται για 5-6 λειτουργίες διαφόρων τομέων αντίστοιχα. Η δημιουργία μίας καινούριας μεσαίας τάξης εξαγορών και συγχωνεύσεων σε χώρες όπως αποτελούν η Κίνα και η Ινδία έχει ήδη ξεκινήσει, προκαλώντας με αυτόν τον τρόπο μια νέα και πολλά υποσχόμενη περίπτωση λειτουργίας σε επιχειρηματικές αγορές. Σημαντική είναι και η αναφορά πως μέχρι το 2010, η μεσαία τάξη αυξήθηκε σε 150 εκατομμύρια άτομα αλλά και συνεχίζει να αυξάνεται.

Τέλος μια καινούρια τάση η οποία ακολουθείται στις μέρες μας, είναι οι καινοτομίες που προκύπτουν σε επιχειρηματικές εφαρμογές. Με αρκετά επιχειρηματικά ιδρύματα ετησίως να καταβάλλουν μεγάλα ποσά σε νέα προϊόντα, σύμφωνα με την έρευνα που πραγματοποίησε η Deloitte για τα 100 μεγαλύτερα επιχειρηματικά ιδρύματα του κόσμου. Σύμφωνα με αυτήν το 60% αυτών δεν διεξάγεται με επιτυχία και αυτό γιατί μετά από τρεις μήνες συνήθως οι ανταγωνιστές τους προχωρούν στην απομίμηση της καινοτομίας τους ενώ σε διαφορετικές περιπτώσεις οι καινοτομίες αποτελούν επιτυχία το πολύ για 12 μήνες.

Συνεχίζοντας σε αντίστοιχες έρευνες, θα μπορούσαμε να πούμε πως την ολοένα αυξανόμενη σημασία των εξαγορών και συγχωνεύσεων για την επίτευξη ανάπτυξης καταγράφεται στην έρευνα International Business Report της Grant Thornton, για το 2014. Στην παραπάνω έρευνα υπάρχει μία γενική παραδοχή από τις 12.500 επιχειρήσεις, οι οποίες είχαν πάρει μέρος στην έρευνα ότι οι εξαγορές κρίνονται απαραίτητες για την στήριξη των υφιστάμενων δραστηριοτήτων τους (έρευνα International Business Report της Grant Thornton, 2013).

Κατά την διάρκεια της οικονομικής κρίσης που αρκετές επιχειρήσεις λειτούργησαν με εγκράτεια, η έρευνα αποκαλύπτει ότι πλέον οι επιχειρήσεις δεν σκέφτονται απλά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, αλλά παράλληλα προχωρούν στην συνένωση των ενεργά χρηματοοικονομικών και διαχειριστικών πόρων, αποσκοπώντας στις εξαγορές. Στην έρευνα επισημάνεται ότι, «Αυτή η νέα οπτική συνδυάζεται με υποψήφιους πωλητές που εισέρχονται στην αγορά. Τώρα που η αγορά κινείται, οι δυναμικές επιχειρήσεις πρέπει να διαμορφώσουν τη στρατηγική τους για εξαγορές και συγχωνεύσεις, να κατανοήσουν τις ευκαιρίες και τους κινδύνους στην παγκόσμια αγορά και να αναλάβουν δράση, για να οδηγηθούν στο επόμενο στάδιο της ανάπτυξης». Επιπλέον σύμφωνα με την έρευνα, περίπου το 40% των επιχειρήσεων, που συμμετείχε στην έρευνα παγκοσμίως, ανέφερε ότι εξετάζει την πραγματοποίηση μίας ή περισσότερων εξαγορών, μέσα στο 2014, ενώ το 20% αυτών προχωρά στην εξέταση περισσότερων από πέντε εξαγορών. Με ΗΠΑ να βρίσκονται στο απόγειο της δραστηριότητας των εξαγορών και συγχωνεύσεων, με το 54% των συμμετεχόντων να εξετάζουν σοβαρά τουλάχιστον μία εξαγορά μέσα στο 2014.

Επιπλέον το 14% των γερμανικών επιχειρήσεων, που συμμετείχε στην έρευνα, ανέφερε πως σκέφτηκε σοβαρά, το 2014, περισσότερες από πέντε πιθανές εξαγορές ή συγχωνεύσεις. Σε αντίθεση με το ποσοστό των κινεζικών επιχειρήσεων που μειώθηκε σημαντικά μέσα στο 2014, στην σοβαρή εξέταση των εξαγορών.

Το ενδιαφέρον για διασυνοριακή δραστηριότητα εξαγορών & συγχωνεύσεων παραμένει σταθερά στο 39% φέτος, αλλά υψηλότερα από το

33% που σημειώθηκε δύο χρόνια πριν. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις στη Βόρεια Αμερική σε ποσοστό 49% (11 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από πέρυσι) είναι πολύ πιο πιθανό να αναζητήσουν εξαγορές στο εξωτερικό. Στην Ιαπωνία, επίσης, οι επιχειρήσεις είναι πλέον πιθανότερο να αναζητήσουν διασυνοριακή δραστηριότητα, υποστηριζόμενες από την ενίσχυση του γιεν. Αντιθέτως, το ενδιαφέρον των επιχειρηματιών στην Ευρώπη για εξαγορές εκτός συνόρων εξασθένησε κάπως κατά τους τελευταίους 12 μήνες, πέφτοντας κατά 7 μονάδες, στο 35%. Υπήρξε μία ακόμη πιο δραματική πτώση στην Κίνα, όπου 19% λιγότερες επιχειρήσεις εξετάζουν τώρα συναλλαγές στο εξωτερικό, παρόλο που το συνολικό ποσοστό παραμένει σχετικά υψηλά στο 29% (έρευνα International Business Report της Grant Thornton, 2013).

Πέρα από την ενεργή αγορά που υφίσταται σήμερα, μέσα στα επόμενα τρία χρόνια, πολλαπλασιάζονται και οι προσδοκίες για στρατηγικές αποφάσεις οι οποίες σχετίζονται με εξαγορές και συγχωνεύσεις. Στην πραγματικότητα, το 31% των εταιρειών σε παγκόσμια κλίμακα, ανέφερε πως είχε σχέδια για επιδίωξη ευκαιριών σε εξαγορές και συγχωνεύσεις, στη διάρκεια αυτής της περιόδου, το ποσοστό αποτέλεσε μεγαλύτερο συγκριτικά με το 28% που σημειώθηκε τον περασμένο χρόνο.

Αντίστοιχα μια άλλη έρευνα αυτή της IBR το 2012, έχει καταγράψει πως το 31% των επιχειρήσεων, παγκοσμίως, σκοπεύει να αναπτυχθεί, μέσω πράξεων εξαγορών και συγχωνεύσεων, εντός των επόμενων τριών χρόνων, και πάνω από το 28% που σημειώθηκε το 2014. Ωστόσο, το ποσοστό αυτό αυξάνεται στο 55%, αναφορικά με τις δυναμικές επιχειρήσεις και το ίδιο μοτίβο επαναλαμβάνεται σε όλες τις περιοχές. Ενδιαφέρον παρουσιάζει και το γεγονός πως μόνο το 19% των εταιρειών στις χώρες BRIC (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα) προσμένει να αναπτυχθεί, μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων, εντός των επόμενων τριών χρόνων, ποσοστό μικρότερο από το 27% την ίδια εποχή πέρυσι. Διαφορετικά ισχύει στις χώρες G7 όπου οι προοπτικές αυξήθηκαν από το 29% στο 36%, την ίδια περίοδο (IBR το 2012).

Προσθέτοντας ακόμη τα στοιχεία της έρευνα PwC, καταγράφουμε πως η μείωση η οποία έχει σημειωθεί τα τελευταία χρόνια στις συγχωνεύσεις και εξαγορές όσο αφορά τον τραπεζικό κλάδο δεν οφείλεται απλά σε καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου, αλλά προβάλλει τις καιρίες αλλαγές του οικονομικού και ρυθμιστικού περιβάλλοντος (Έρευνα PwC, 2012). Ακόμη σύμφωνα πάλι με την έρευνα PwC (2012), αναφέρουμε πως η κρίση του δημόσιου χρέους στην Ευρώπη θα συνεχίσει, σε όλη τη διάρκειά της, να επιδρά στις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό τομέα. Η ανασφάλεια που επικρατεί τόσο στην πολιτική και όσο και στην οικονομία και η οποία πηγάζει από την Ευρωζώνη δυσχεραίνει την πρόβλεψη μελλοντικών απογειώσεων, τη συμφωνία για τις αποτιμήσεις, τη διευθέτηση

χρηματοδότησης και την εξασφάλιση της συμφωνίας των μετόχων. Δεν είναι λίγες οι φορές που έχουν πραγματοποιηθεί ματαιώσεις σε συγχωνεύσεις και εξαγορές και αυτό εξαιτίας της κρίσης η οποία επηρεάζει καθοριστικά την εμπιστοσύνη στις διάφορες συναλλαγές.

Η εικόνα που έχει παρατηρηθεί στις ΗΠΑ δεν είναι τόσο έντονη, δεν είναι λίγα όμως και τα τραπεζικά ιδρύματα τα οποία έρχονται αντιμέτωπα με ριζικές αναδιρθρώσεις. Το ποσοστό αυτών που κατέχει πιο ισχυρή χρηματοοικονομική θέση είναι ικανό να επεκταθεί και στο εξωτερικό. Περιοχές όπως αποτελούν Ασία, Ειρηνικός και η Λατινική Αμερική θα αποτελέσουν τις πιο ελκυστικές περιοχές για εξερχόμενες συγχωνεύσεις και εξαγορές, διότι η αύξηση του αριθμού των καταναλωτών μεσαίων εισοδημάτων και η απότομη αύξηση του εταιρικού τομέα προκαλούν την ζήτηση για περισσότερες υπηρεσίες.

Πλέον οι ισχυρότερες και μεγαλύτερες τράπεζες παγκοσμίως τείνουν να εδρεύουν σε χώρες με οικονομίες υψηλής ανάπτυξης. Το ποσοστό των ενεργών συναλλαγών των ιδρυμάτων αυτή την περίοδο τείνει να είναι πολύ μεγαλύτερο συγκριτικά με αυτό πριν της κρίσης. Τραπεζικά ιδρύματα από οικονομίες υψηλής ανάπτυξης είναι πιο ενεργά με τον εξαγορασμό επιχειρήσεων, τόσο εντός των χωρών του όσο και στο εξωτερικό. Με αυτόν τον τρόπο εγκαθιστούν τις δικές τους προσεγγίσεις συγκαταλέγοντας συνεταιρισμούς και συμφωνίες κατανομής.

Ο συνολικός αριθμός και η αξία των παγκόσμιων συναλλαγών συγχωνεύσεων και εξαγορών στο τραπεζικό κλάδο, σύμφωνα με ειδικούς παρουσιάζει μια σταθερή μείωση μέσα στα τελευταία χρόνια. Στην δεκαετία που πέρασε οι τραπεζικές συμφωνίες που πραγματοποιούνταν προέβλεπαν την σταθερή την πλειοψηφία των χρηματοοικονομικών συναλλαγών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η μείωση τους η οποία παρουσιάστηκε στον τραπεζικό κλάδο τα τρία με πέντε τελευταία χρόνια δεν αποτελεί μια απλή καθοδική περίοδο του οικονομικού κύκλου, καθώς οι αλλαγές που πραγματοποιούνται θα είναι μόνιμες.

Η αναδιάρθρωση στην Δυτική Ευρώπη σύμφωνα με την έρευνα PwC, (2012). θα συνεχίζει να αποτελεί το πιο σημαντικό οδηγό στις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο για τα χρόνια που έπονται. Το παραπάνω προκύπτει διότι οι τράπεζες στοχεύουν να επικεντρωθούν στις βασικές εργασίες και να παραμερίσουν τις περιφερειακές δραστηριότητες τους. Παρά τη συγκέντρωση πιθανών εκποιήσεων, η αβεβαιότητα που επικρατεί στην αγορά καθώς και στις πιθανές πιστωτικές απώλειες των τραπεζών δεν παύουν να αποτελούν κωλύματα σε συμφωνίες μεταξύ αγοραστών και πωλητών αναφορικά με τις αποτιμήσεις.

Εν συνεχεία μπορούμε να πούμε πως πρόκληση θα αποτελεί εξάλλου και ο εντοπισμός αγοραστών για δευτερεύοντες εργασίες. Στην ίδια έρευνα PwC (2012) αρκετές ευρωπαϊκές τράπεζες ουσιαστικά αποκλείονται από τις πράξεις εξαγοράς εξαιτίας των περιορισμών κεφαλαίου και της καχυποψίας των επενδυτών. Σαν αποτέλεσμα είναι αρκετές τράπεζες εκτός Δυτικής Ευρώπης να επιδεικνύουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για επενδύσεις στην περιοχή. Εντούτοις, το ενδιαφέρον μπορεί να προκύπτει κυρίως από Ασιάτες επενδυτές που έχουν ευρωπαϊκούς στόχους, καθώς αποβλέπουν στην εισχώρηση σε εξειδικευμένες αγορές είτε ακόμη στην εξασφάλιση δεξιοτήτων και τεχνογνωσίας.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν ένα φαινόμενο ιδιαίτερα αισθητό το οποίο βρίσκεται σε έξαρση τα τελευταία κυρίως χρόνια. Με τον ερχομό της χρηματοπιστωτικής κρίσης οι προσπάθειες χιλιάδων επιχειρήσεων για την οικονομική επιβίωση τους έγιναν εντονότερες. Στρατηγικές όπως αποτελούν άλλωστε οι συγχωνεύσεις και εξαγορές διεξάγονται όλο και πιο συχνά στο πλαίσιο της προσπάθειας για παραμονή στο κλάδο καθώς και μίας πιο άμεσης ανταπόκρισης στις επικρατούσες συνθήκες οι οποίες διακρίνονται από τις συνεχές μεταβολές τους και τον έντονο ανταγωνισμό τον οποίον οι επιχειρήσεις καλούνται να αντιμετωπίσουν.

Η αναγκαιότητα που διέπει τις επιχειρήσεις για την βιωσιμότητα τους καθώς και την επιτυχημένη πορεία τους στον επιχειρηματικό κλάδο έχει αυξήσει ορατά τις εμπορικές συμφωνίες και συνενώσεις. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές παίζουν πλέον πρωταγωνιστικό ρόλο στις προτιμήσεις των επιχειρηματιών καθώς αποτελούν στρατηγικές κινήσεις που περιέχουν υψηλό ποσοστό επιτυχίας και επιφέρουν την οικονομική επιβίωση χιλιάδων επιχειρήσεων.

Ωστόσο πριν από κάθε εγχείρημα συγχώνευσης ή εξαγοράς πρέπει να εξετάζονται προσεκτικά ορισμένοι παράμετροι ώστε να χαρακτηριστεί επιτυχής. Η εξέταση παραγόντων όπως η συμβατότητα της κουλτούρας καθώς και το τεχνολογικό, οικονομικό υπόβαθρο είναι σημαντικοί προκειμένου να φέρουν αποτελεσματική συνεργασία και θετικό αποτέλεσμα. Οι σωστές εκτιμήσεις επηρεάζουν τις εκβάσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών και για αυτό τον λόγο θα πρέπει να εξετάζονται προσεκτικά διάφοροι παράμετροι που είναι ικανοί να οδηγήσουν και να επηρεάσουν αντίστοιχα τα τελικά αποτελέσματα.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές πέρα από την πλειάδα πλεονεκτημάτων που προσφέρουν στα εμπλεκόμενα μέρη παράλληλα περικλείει και πολλούς κινδύνους. Τα κίνητρα των επιχειρήσεων για τέτοια εγχειρήματα ποικίλουν, ενώ οι λόγοι που μπορεί να αποτύχουν δέχονται ως επί το πλείστον διορθώσεις. Οι αδυναμίες τους σχετίζονται κυρίως με την διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού το οποίο και αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην επιτυχία μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Οι αιτίες των συγχωνεύσεων και εξαγορών ποικίλουν και εξαρτώνται τόσο από παράγοντες τους εξωτερικού περιβάλλοντος όσο και από του εσωτερικού. Επιπλέον οι εμπορικές συμφωνίες αυτές μπορεί να αποτελούν από τις επικρατέστερες στρατηγικές κινήσεις των επιχειρήσεων αλλά η τελική αξιολόγηση τους δεν είναι πάντα επιτυχής, με βάση πάντα την μέθοδο αξιολόγησης που έχει επιλεγεί ήδη από τις επιχειρήσεις



Οι βασικοί νόμοι και οι κανονιστικές διατάξεις που διέπουν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και πρέπει να λαμβάνονται υπόψη είναι τρεις. Αποτελώντας εμπορικές συμφωνίες είναι άκρως λογικό να υφίστανται νόμοι που να τους ορίζουν και να καθορίζουν τα όρια των δραστηριοτήτων τους.

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών το οποίο έχει επηρεαστεί- αυξηθεί κατακόρυφα κατόπιν της χρηματοπιστωτικής κρίσης σχετίζεται άμεσα με τον παράγοντα χρηματιστήριο ενώ ακόμη η αλληλοσυσχέτιση τους δεν έγκειται μόνο στην χρηματοδότηση τους αλλά ευρύτερα στην οικονομική πορεία και υπόσταση των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τα στατιστικά η μελλοντική πορεία των συγχωνεύσεων και εξαγορών δείχνει να είναι ανοδική με ένα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων παγκοσμίως να σχεδιάζουν την ανάπτυξή τους χρησιμοποιώντας στρατηγικές συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Εν κατακλείδι η μείωση των στρατηγικών κινήσεων στο τραπεζικό τομέα διέρχεται σταδιακή τα τελευταία χρόνια μετά την κρίση, γεγονός που καλεί τα τραπεζικά ιδρύματα να έρθουν αντιμέτωπα με σημαντικές αναδιαρθρώσεις.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Κυριαζής, (2007) «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές », Πανεπιστημιακό Εκδόσεις Κων/νου Σμπίλια.

Παπαδάκη Β. (2002) «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία», Μάιος 2011.

Αληφαντής Γ. (1998), «Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις , Νομοθεσία και Πρακτική» , Εκδόσεις Πάμισος.

Γεωργακόπουλος Λ. (1998) «Ανώνυμη Εταιρεία και Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης» , Βιβλιοθήκη Δικαίου Επιχειρήσεων και Εταιρειών, Νομική Βιβλιοθήκη, Γ' Έκδοση.

Λεοντάρης Μ. (2000) «Μετατροπή Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών», Εκδόσεις Πάμισος.

Καραμανώλης Π. (1997) «Συγχώνευση Ανώνυμων Εταιρειών με απορρόφηση κατά το Ν2166/1993 και το Κ.Ν.2190/1920», Περιοδικό Λογιστής Ιούνιος 1997.

Σακέλλης Ε. (2001), «Συγχωνεύσεις -Διασπάσεις-Εξαγορές-Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως », Γ' Έκδοση «Βούκους».

Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς της συν2/258/05,12,2002 αναφορικά με τις δημόσιες προτάσεις.

Ν3461/2006, Εφημερίς της Κυβερνήσεως, Τεύχος Πρώτον, Φύλλον 106, 29/05/2006. Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις.

Παπαδάκης (2007), «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία», Εκδόσεις Μπένου.

Παζάρσκη, Παντελίδης, Αλεξανδράκης, Παπαδόπουλος «Νομικοί Προσδιοριστικοί Παράγοντες της Επιχειρηματικής Επίδοσης ύστερα από Συγχωνεύσεις: η Περίπτωση της Ελλάδας».

Κυριαζόπουλος, Ζησόπουλος, Σαριγιαννίδης «Τα Πλεονεκτήματα και τα Μειονεκτήματα των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων των Τραπεζών στη Διεθνή και την Ελληνική Οικονομία».

Αθανάσογλου, Π.Π και Μπρισίμης, Σ.Ν. (2004), «Η επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών στην Ελλάδα», Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, τεύχος 22,

Γεωργακοπούλου Β., (2010), «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Οικονομική Κρίση: Έννοια, Βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την Απασχόληση και τις Εργασιακές Σχέσεις», Επιθεώρηση Εργασιακών Σχέσεων, Εκδόσεις Κέδρος

Καποπούλου, Π. και Σιώκη, Φ. (2008), «Δομή αγοράς, συγκέντρωση και αποδοτικότητα στο ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα: μια οικονομετρική διερεύνηση», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

Κυριαζής Δ. (2009), «Χρηματοπιστηριακός Κλάδος και Συγχωνεύσεις και Εξαγορές », Εκδόσεις Σπηλιάς.

Calomiris, C. W., (2011), «Αίτια της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου», Άρθρο Α.1, Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

Collignon, S., (2011), «Η έκδοση ιδιωτικών ομολόγων της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως διέξοδος από το ελληνικό δράμα», Άρθρο Δ.2, Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

Mayer, Th., (2011), «Διδάγματα από την κρίση χρέους στην Ελλάδα», Άρθρο Δ.1, Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

O'Neill, J., (2011), «Κρίση και οικονομικός κύκλος: η άποψη της αγοράς», Άρθρο Α.2, Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

Τράπεζα Πειραιώς, Ενημερωτικό Δελτίο Σχετικά με την Εξαγορά Μεριδίου από την Proton Bank, Σχετικά Στοιχεία, 2009

Εφημερίδα Ελευθεροτυπία, Ανακοινώθηκε η Συγχώνευση Alpha - Eurobank, Έκδοση 29 Αυγούστου, 2011

Εφημερίδα «ΤΟ ΒΗΜΑ», Τα Μαύρα Σύννεφα του Deal Alpha - Eurobank, Έκδοση 30/12/2011

Εφημερίδα Πρώτο Θέμα - Και Τυπικά Τέλος στη Συγχώνευση Alpha - Eurobank, Έκδοση 14/3/2012.

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

Sudarsanam S.(2003), «Creating Value from Mergers and Acquisition : The challenges. An Integrated and international Perspective, Prentice Hall International, London»

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

Salter M.S. and W A Weinhold, Diversification through Acquisition, New York Free Press, 1979 .

C. Kummer & U. Steger, (2008). "why merger and acquisition (m&a) waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure", Strategic Management Review, 2(1),. P. 44 - 63.

Van Wegberg, M. (1994). Why do Mergers Occur in Waves? Business Cycles, Bandwagons and the Merger for Market Power Paradox. METEOR Discussion Paper.

Schenk, H. (1996). Bandwagon Mergers, International Competitiveness, and Government Policy

Donald R. Fraser & Hao Zhang, (October 2009). «Mergers and Long-Term Corporate Performance Evidence from Cross-Border Bank Acquisitions», Journal of Money, Credit and Banking..

Alan M. Zuckerman, (December, 2009). «What Would You Do? Can a merger create a vital health system» Healthcare financial management, .

Sharma Manu, (2010). "Determining Value Creation through Mergers and Acquisitions in the Banking Industry using accounting Study and Event Study Methodology»

Fauli-Oller, R. (2000). Takeover Waves. Journal of Economics & Management Strategy.

North Steve, Oliver John, (2010). "MANAGERS' PERCEPTIONS OF THE IMPACT OF CONSOLIDATION ON THE U.K. INDEPENDENT TELEVISION PRODUCTION INDUSTRY" Journal of Media Business Studies.

McDonald R and Siegel D (1986), "The Value of Waiting to Invest", Quarterly Journal of Economics, Vol. 101, No. 4

C. Kummer & U. Steger, (2008). "why merger and acquisition (m&a) waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure", Strategic Management Review.

Donald DePamphilis (2010), " Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities". Academic Press Advanced Finance Series, imprint of Elsevier, Fifth Edition.

Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe, Bradford D. Jordan (2009). "Modern Financial Management". McGraw-Hill Higher Education.

Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Στοιχεία για την Κρίση Παγκοσμίως, Σχετικές Μελέτες και Έρευνες, 2012

Έρευνα International Business Report της Grant Thornton, 2013

Έρευνα IBR, 2013

Έρευνα PwC, 2012

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

[www.onassis.gr](http://www.onassis.gr)