



Εξαγορές & Συγχωνεύσεις (Mergers & Acquisitions)



Είδη Εξαγορών & Συγχωνεύσεων

Τα είδη των Ε&Σ διακρίνονται:

- ◆ Με βάση την νομική υπόσταση της εταιρείας-στόχου μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης
- ◆ Με βάση τον τρόπο της προσφοράς
- ◆ Με βάση τη στάση-διάθεση της διοικήσεως της εταιρείας-στόχου
- ◆ Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης

1. Με βάση την νομική υπόσταση της εταιρείας-στόχου μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης

◆ Εξαγορά (Acquisition/Takeover)

είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της εταιρείας, κατά την οποία η αγοράστρια εταιρεία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχειρήσεως, η οποία μπορεί και να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Η εξαγοραζόμενη εταιρεία γίνεται θυγατρική εταιρεία της εξαγοράζουσας

◆ Συγχώνευση (Merger)

είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων εταιρειών, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφωμένης εταιρείας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα εταιρεία. Η απορροφώμενη εταιρεία παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου



2. Με βάση τον τρόπο της προσφοράς

- ◆ Δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public tender offer)
- ◆ Συγχώνευση (Merger)
- ◆ Proxy Fights (USA)



3. Με βάση τη στάση-διάθεση της διοικήσεως της εταιρείας-στόχου

- ◆ **Εχθρική (hostile)**
- ◆ **Φιλική (friendly)**

4. Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης

◆ Συσχετισμένες (Related mergers)

◆ Οριζόντιες (horizontal mergers)

Η εταιρεία-αγοραστής παράγει τα ίδια προϊόντα με αυτά που παράγει η εταιρεία-στόχος. Αποβλέπουν στην ενίσχυση της θέσης της αγοράστριας εταιρείας σε υπάρχουσες αγορές.

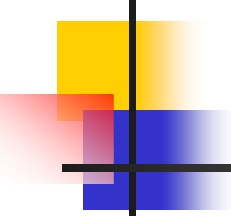
◆ Κάθετες (vertical mergers)

Αφορά εταιρείες, στα διάφορα στάδια της παραγωγής

- ◆ Προς τα εμπρός ολοκλήρωση (Forward integration) εταιρεία παραγωγής χαρτιού αποκτά εταιρεία πώλησης είδη γραφείου
- ◆ Προς τα πίσω ολοκλήρωση (Backward integration)

◆ Ασυσχέτιστες (unrelated mergers or conglomerates)

Αφορούν κλάδους δραστηριότητας που δεν σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους. Βασικός στόχος είναι η διαφοροποίηση του κινδύνου με την αγορά εταιρείας με χαμηλό συντελεστή συσχέτισης στις οικονομικές δραστηριότητες της.



Δείγμα 44.600 Εταιρειών Περίοδο 1981-1998

- ◆ **Οριζόντιες (horizontal mergers)**
42%
- ◆ **Κάθετες (vertical mergers)**
4%
- ◆ **Ασυσχέτιστες (conglomerates mergers)**
54%
- ◆ **Cross border 22%**

Πηγή: Gugler, Mueller, Yurtoglu and Zulehner (2003)

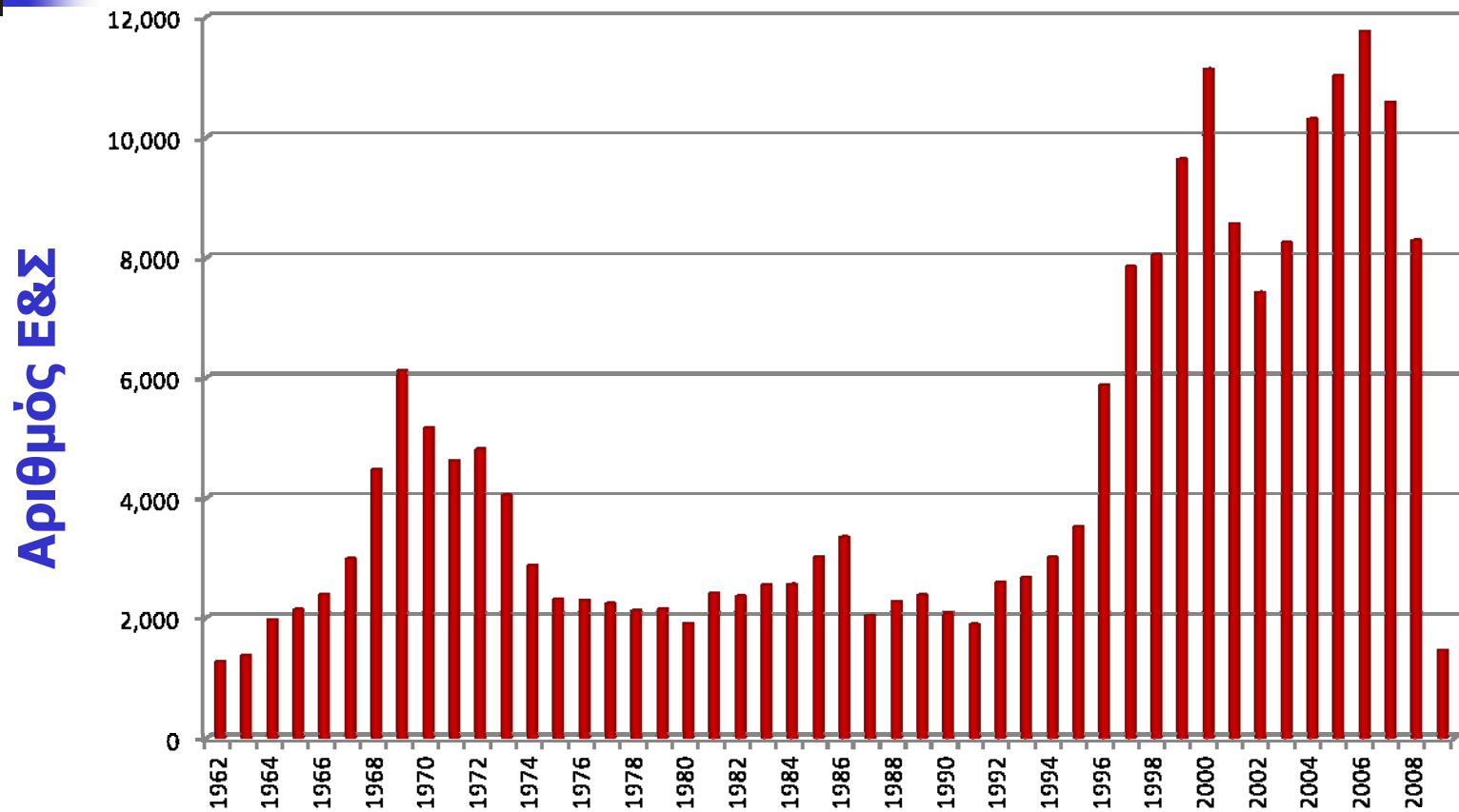


Ιστορική εξέλιξη των Ε&Σ

Στις ΗΠΑ διακρίνονται 6 κυρίως κύματα συγχωνεύσεων (merger waves) από το 1890 μέχρι και σήμερα:

- ◆ **1890-1905** (δημιουργία των μεγάλων μονοπωλίων)
- ◆ **Δεκαετία 1920** (δημιουργία των ολιγοπωλίων και κάθετη ολοκλήρωση)
- ◆ **Δεκαετία 1960** (Ανάπτυξη των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων)
- ◆ **Δεκαετία 1980** (μέχρι και 1989, εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων εταιρειών (divestitures))
- ◆ **Δεκαετία 1990** (1993-1999, το μεγαλύτερο κύμα μέχρι και σήμερα)
- ◆ **Περίοδο πριν την κρίση** (2003-2007)

Ε&Σ Η.Π.Α. (1962-2009)



Πρόσφατες Ε&Σ

Industry	Acquiring Company	Selling Company	Payment (\$ billions)
Pharmaceuticals	Pfizer	Wyeth	64.5
Electricity	Enel (Italy)	Endesa (Spain)	58.7
Brewing	InBev SA (Belgium)	Anheuser-Busch	50.6
Banking	Bank of America	Merrill Lynch	46.4
Pharmaceuticals	Roche (Switzerland)	Genentech	44.3
Pharmaceuticals	Merck	Schering-Plough	38.4
Mining	Rio Tinto (UK)	Alcan (Canada)	38.1
Telecoms	Verizon Wireless	Alltel	28.1
Food	Mars Inc	William Wrigley	27
Banking	Lloyds TSB (UK)	HBOS (UK)	18
Banking	Wells Fargo	Wachovia	12.7



Κίνητρα των Ε&Σ

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



1. Οικονομικές Θεωρίες

- ◆ **Μεγιστοποίηση των κερδών της εταιρείας και του πλούτου των μετόχων**
- ◆ **Ασυμμετρία πληροφόρησης (information Asymmetries)**
- ◆ **Θεωρία οικονομικής διαταράξεως και υπεραντίδρασης της αγοράς**
- ◆ **Θεωρία παιγνίων**

Μεγιστοποίηση των κερδών της εταιρείας και του πλούτου των μετόχων

- ◆ **Αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains)**
 - ◆ **Επίτευξη συνεργειών σε λειτουργικό επίπεδο**
 - ◆ Οικονομίες κλίμακας (economies of scale)
 - ◆ Οικονομίες φάσματος ή εύρους προϊόντων (economies of scope)
 - ◆ Οικονομίες μάθησης και εμπειρίας (economies of learning/experience)
 - ◆ **Επίτευξη συνεργειών σε διοικητικό επίπεδο**
 - ◆ **Επίτευξη συνεργειών σε χρηματοοικονομικό επίπεδο**
 - ◆ Αυξημένη δανειακή ικανότητα
 - ◆ Διαφορά μεταξύ πλεοναζόντων ταμειακών ροών (surplus funds)
 - ◆ Φορολογικές εξοικονομήσεις
- ◆ **Αύξηση της δύναμης στην αγορά (increase in market power)**



2. Διοικητικές Θεωρίες

- ◆ **Κόστος αντιπροσώπευσης (Agency cost)**
- ◆ **Αλαζονεία των διοικητικών στελεχών (Hybris Hypothesis)**



3. Χρηματοοικονομικές Θεωρίες

- ◆ **Ύπαρξη αγοράς εταιρικού ελέγχου μέσω εξαγορών**
- ◆ **Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών (real options theory)**



Αμφισβητούμενοι Λόγοι για Συγχωνεύσεις (Dubious Reasons for Mergers)

- ◆ **Διαφοροποίηση (diversification)**
- ◆ **Αύξηση κερδών ανά μετοχή (Increasing Earnings per share (EPS): The Bootstrap Game)**
- ◆ **Χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης (Lower Financing Costs)**



The Bootstrap Effect

Η εταιρεία-αγοραστής έχει υψηλό P/E

Η εταιρεία-στόχος έχει χαμηλό P/E

**Μετά τη συγχώνευση, η εταιρεία-αγοραστής
έχει βραχυπρόθεσμη αύξηση EPS**

**Μακροπρόθεσμα, η εταιρεία-
αγοραστής θα έχει πιο αργή από την
κανονική ανάπτυξη EPS**



The Bootstrap Effect

	World Enterprises (before merger)		Muck and Slurry	World Enterprises (after buying Muck and Slurry)		
EPS	\$	2.00	\$	2.00	\$	2.67
Price per share	\$	40.00	\$	20.00	\$	40.00
P/E Ratio		20		10		15
Number of shares		100,000		100,000		150,000
Total earnings	\$	200,000	\$	200,000	\$	400,000
Total market value	\$	4,000,000	\$	2,000,000	\$	6,000,000
Current earnings per dollar invested in stock	\$	0.05	\$	0.10	\$	0.067