



# Η Αποδοτικότητα των Σ&Ε

---

## Ερώτηση:

**Οι Ε&Σ δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τους μετόχους των εταιριών που εμπλέκονται;**

$$PV(AB) > PV(A) + PV(B)$$

# Εκτίμηση του κόστους-ωφέλειας μιας συγχώνευσης όταν το τίμημα γίνεται τοις μετρητοίς

$$\text{Οφέλη} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) = \Delta PV_{AB}$$

$$\text{Κόστος}_A = \text{Μετρητά} - PV_B$$

$$\begin{aligned} NPV_A &= \text{Όφελος} - \text{Κόστος} \\ &= \Delta PV_{AB} - (\text{Μετρητά} - PV_B) \end{aligned}$$

or

$$\begin{aligned} NPV_A &= \text{πλούτος μετά τη συγχώνευση} - \text{πλούτος πριν τη συγχώνευση} \\ &= (PV_{AB} - \text{cash}) - PV_A \end{aligned}$$

# Παράδειγμα 1:

Η αξία της εταιρείας A είναι 200€ εκατ., και της εταιρείας B 50€ εκατ. Συγχωνευόμενες οι δύο εταιρείες επιτυγχάνουν εξοικονομήσεις σε παρούσα αξία 25€ εκατ. Η εταιρεία A αγοράζει την εταιρεία B με μετρητά έναντι 65€ εκατ. **Ποιο είναι το κόστος της συγχώνευσης για τους μετόχους της εταιρείας A;**

$$PV_A = 200$$

$$PV_B = 50$$

$$\text{Όφελος} = \Delta PV_{AB} = +25$$

$$PV_{AB} = 275$$

$$\begin{aligned} \text{Κόστος}_A &= \text{Μετρητά} - PV_B \\ &= 65 - 50 = 15 \end{aligned}$$



## Παράδειγμα 1: (συνέχεια...)

**Ποιο είναι το όφελος της συγχώνευσης για τους μετόχους της εταιρείας A;**

$$\begin{aligned} NPV_A &= \text{Όφελος} - \text{Κόστος} \\ &= \Delta PV_{AB} - (\text{Μετρητά} - PV_B) = 25 - 15 = 10M \end{aligned}$$

ή

$$\begin{aligned} NPV_A &= \text{πλούτος μετά τη συγχώνευση} - \text{πλούτος πριν τη συγχώνευση} \\ &= (PV_{AB} - \text{cash}) - PV_A = (275 - 65) - 200 \\ &= 10M \end{aligned}$$

# Εκτίμηση του κόστους όταν η συγχώνευση γίνεται με ανταλλαγή μετοχών

$$\text{Κόστος} = NP_{AB} - PV_B$$

οι μέτοχοι της εταιρείας B λαβάνουν N μετοχές της καινούργιας εταιρείας AB

$$\text{Κόστος} = xPV_{AB} - PV_B$$

οι μέτοχοι της εταιρείας B λαβάνουν ένα x% της αξίας της καινούργιας εταιρείας AB

## Παράδειγμα 2:

Η αξία της εταιρείας A είναι 200€ εκατ., και της εταιρείας B 50€ εκατ. Συγχωνευόμενες οι δύο εταιρείες επιτυγχάνουν εξοικονομήσεις σε παρούσα αξία 25€ εκατ. Η εταιρεία A αγοράζει την εταιρεία B με ανταλλαγή μετοχών (προσφέρει 325.000 μετοχές της A). Η τιμή της μετοχής της εταιρείας A πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης είναι 200€. **Ποιο είναι το κόστος της συγχώνευσης για τους μετόχους της εταιρείας A;**

$$\begin{aligned}\text{Φαινομενικό Κόστος} &= NP_{AB} - PV_B \\ &= 325.000 \times 200 - 50 \text{ εκ.} = 15 \text{ εκ.}\end{aligned}$$

Το φαινομενικό κόστος μπορεί να μην είναι το πραγματικό κόστος. Η τιμή της μετοχής μετά την ανακοίνωση θα πρέπει να αυξηθεί. Η νέα εταιρεία θα έχει 1.325.000 μετοχές σε κυκλοφορία αξίας 275€ εκατ. Η νέα τιμή θα είναι  $275/1,325=207,55\text{€}$  ανά μετοχή.

$$\begin{aligned}\text{Κόστος} &= NP_{AB} - PV_B \\ &= 325.000 \times 207,55 - 50 \text{ εκ.} = 17,45 \text{ εκ.}\end{aligned}$$

## Παράδειγμα 2: (συνέχεια...)

Το κόστος μπορεί επίσης να υπολογιστεί προσδιορίζοντας τα οφέλη που αποκτούν οι μέτοχοι της εταιρείας B. Αυτοί θα καταλήξουν να κατέχουν 325.000 μετοχές ή το 24,53% της AB.

$$\Omega\phi\acute{\epsilon}\lambda\epsilon\iota\alpha = 0,245 \times 275 - 50 \text{ εκ.} = 17,45 \text{ εκ.}$$

Γενικά, εάν οι μέτοχοι της B λάβουν  $x\%$  από τη νέα εταιρεία AB.

$$\text{Κόστος} = xPV_{AB} - PV_B = 0,245 \times 275 - 50 \text{ εκ.} = 17,45 \text{ εκ.}$$

**Συμπέρασμα Πρώτο:** το εάν η συγχώνευση έγινε με προσφορά μετοχών ή με μετρητά:

Εάν η συγχώνευση έγινε με μετρητά, το κόστος της συγχώνευσης δεν επηρεάζεται από την ωφέλεια.

Εάν η συγχώνευση έγινε με προσφορά μετοχών, το κόστος της συγχώνευσης επηρεάζεται από την ωφέλεια γιατί τα οφέλη αποτυπώνονται στην τιμή της μετοχής μετά την συγχώνευση.



## Παράδειγμα 2: (συνέχεια...)

---

**Συμπέρασμα Δεύτερο:** όταν υπάρχει υπερεκτίμηση της αξίας της εταιρείας B:

Εάν η συγχώνευση έγινε με προσφορά μετοχών, οι μέτοχοι και των δύο εταιρειών A και B πλήττονται.

Εάν η συγχώνευση έγινε με μετρητά, πλήττονται μόνο οι μέτοχοι της αγοράζουσας εταιρείας A.



# Λήψη προστατευτικών μέτρων (Anti-takeover devices)

## ◆ Greenmail

Η εταιρεία-στόχος, αμυνόμενη σε μια προσπάθεια εξαγοράς της από έναν επιθετικό αγοραστή, για να αποκτήσει ένα πακέτο μετοχών της πληρώνει ένα σημαντικό μπόνους πάνω από την τρέχουσα τιμή αγοράς της μετοχής.

**Παράδειγμα:** Η εταιρεία Bass brothers κατέχει το 9.9% της εταιρείας Texaco (1984). Η διοίκηση της Texaco πλήρωσε την Bass brothers 137\$ εκατ. μπόνους για να αγοράσει αυτό το πακέτο μετοχών της (πλήρωσε 55\$ την μετοχή ενώ η τρέχουσα τιμή της μετοχής ήταν 35\$).

## ◆ poison pills or shareholder rights plans

Οι υπάρχοντες μέτοχοι έχουν εγκρίνει δικαιώματα που ενεργοποιούνται αυτόματα εάν η εταιρεία γίνει στόχος εχθρικής εξαγοράς. Οι μέτοχοι αγοράζουν επιπλέον μετοχές σε πολύ χαμηλές τιμές (purchase shares from, or sell shares back to, the target company (**the flip-in pill**) and/or the potential acquirer (**the flip-over pill**))



## Συνέχεια...

---

- ◆ **Λευκός ιππότης (white knight)**

Η εταιρεία-στόχος ζητά να της υποβληθεί προσφορά από κάποια άλλη εταιρεία που αυτή αξιολογεί σαν πιο επιθυμητό εταίρο.

- ◆ **Racman defence**

Η εταιρεία-στόχος αναλαμβάνει δράση, αντεπιτίθεται στην επιτιθέμενη εταιρεία, προσπαθώντας να την εξαγοράσει (I' will eat you before you eat me, παράδειγμα: Bendix - Martin Marietta (1982))

# Άλλα προστατευτικά μέτρα (Other Anti-takeover devices)

## Πριν την υποβολή της προσφοράς:

- ◆ **Κυλιόμενη ανανέωση των μελών του Δ.Σ. (Staggered board)** Τα μέλη του Δ.Σ. μοιράζονται σε τρεις ίσες ομάδες. Μόνο τα μέλη μιας ομάδας εκλέγονται κάθε χρόνο από τη Γ.Σ.
- ◆ **Ενισχυμένη πλειοψηφία (Supermajority)** Η έγκριση της συγχώνευσης από τη Γ.Σ. απαιτεί ενισχυμένη πλειοψηφία (ακόμη και 80%).
- ◆ **Δίκαιη τιμή (Fair price)** Η συγχώνευση εμποδίζεται εκτός εάν καταβληθεί η δίκαιη τιμή.



## Συνέχεια...

**Περιορισμένα δικαιώματα ψήφου (restricted voting rights)** Μέτοχοι που αποκτούν περισσότερο από ένα συγκεκριμένο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας-στόχος, δεν έχουν δικαίωμα ψήφου, εκτός εάν αυτό εγκριθεί από το Δ.Σ. της εταιρείας.

- ◆ **Περίοδος Αναμονής (Waiting period)**

Μη επιθυμητοί πλειοδότες πρέπει να περιμένουν ένα συγκεκριμένο αριθμό ετών πριν ολοκληρώσουν πλήρως την συγχώνευση.

- ◆ **Poison put**

Οι υφιστάμενοι ομολογιούχοι μπορούν να απαιτήσουν την αποπληρωμή τους από την εταιρεία, καθώς ο έλεγχος της εταιρείας έρχεται σε άλλους επενδυτές ως αποτέλεσμα επιθετικής εξαγοράς.



# Συνέχεια...

## Μετά την υποβολή της προσφοράς:

- ◆ **Δικαστικός αγώνας (litigation)** Σειρά αγωγών εναντίον του πλειοδότη για παραβίαση της νομοθεσίας περί ανταγωνισμού, κανόνων κεφαλαιαγοράς.
- ◆ **Αναδιάρθρωση περιουσιακών στοιχείων (Asset restructuring)** Αγορά περιουσιακών στοιχείων που ο πλειοδότης δεν τα χρειάζεται ή που θα του δημιουργήσουν προβλήματα στην νομοθεσία περί ανταγωνισμού.
- ◆ **Αναδιάρθρωση υποχρεώσεων (Liability restructuring)** Η εταιρεία εκδίδει νέες μετοχές σε φιλικά διακείμενο τρίτο μέρος ή αυξάνει τον αριθμό των μετοχών ή επαναγορά μετοχών από τους υφιστάμενους μετόχους σε ελκυστικές τιμές.



# Αποτελέσματα Εμπειρικών Μελετών

- ◆ Οι μέτοχοι των εταιρειών-στόχος επιτυγχάνουν υπεραποδόσεις (AR) που κυμαίνονται από 12% έως 38% (πολύ μεγαλύτερες για επιθετικές εξαγορές)
- ◆ Οι μέτοχοι των εταιρειών-στόχος όσο και των bidders κερδίζουν περισσότερο στις δημόσιες προσφορές παρά στις συγχωνεύσεις
- ◆ Οι μέτοχοι των bidders σημειώνουν αρνητικές αποδόσεις, από -16% μέχρι -1% (πολύ μεγαλύτερες για δημόσιες προσφορές από ότι στις φιλικές συγχωνεύσεις)



# **Αποτελέσματα Εμπειρικών μελετών με την χρήση λογιστικών στοιχείων**

---

- ◆ **Η απόδοση των αγοραστών που μετρείται με λογιστικά στοιχεία κερδοφορίας, μειώνεται σημαντικά ή στην καλύτερη περίπτωση μένει ουδέτερη κατά την περίοδο 3-5 ετών μετά τη συγχώνευση**
- ◆ **Όταν λαμβάνονται υπόψη μέτρα ταμειακών ροών υπάρχει σημαντική βελτίωση της τάξεως του 3% στις λειτουργικές ταμειακές ροές για την περίοδο των 3-5 ετών μετά τη συγχώνευση**