

**ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΩΓΕΣ, ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΕΙΣ
ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ**

(A) Στρατηγικές ανάπτυξης και συρρίκνωσης μέσω αλλαγής ιδιοκτησιακού καθεστώτος.

(1) Στρατηγικές ανάπτυξης.

α) Συγχωνεύσεις/Εξαγορές: Οποιαδήποτε συναλλαγή δημιουργεί μία οικονομική μονάδα από δύο ή περισσότερες προϋπάρχουσες.

i) Δημόσια προσφορά (Tender offer): Τρόπος υλοποίησης συγχώνευσης μέσω απευθείας προσφοράς στους μετόχους της εταιρείας στόχου.

ii) Συγκέντρωση συμφερόντων (pooling of interests): Τύπος συγχώνευσης όπου συνδυάζονται οι λογιστικές καταστάσεις δύο ή περισσότερων μονάδων.

β) Κοινοπραξίες: Σύμπραξη υποσυνόλου περιουσιακών στοιχείων δύο ή περισσότερων οικονομικών μονάδων για συγκεκριμένο επιχειρηματικό εγχείρημα και συνήθως περιορισμένη χρονική διάρκεια.

γ) Άλλες αναπτυξιακές συνεργασίες:

i) Δίκτυα προμηθευτών (supplier networks): Μακροπρόθεστες σχέσεις συνεργασίας με βάση την προμήθεια προϊόντων.

ii) Συμμαχίες (Alliances): Ανεπίσημες διεπιχειρηματικές σχέσεις.

iii) Επενδύσεις (investments): Αγορά μειοψηφικού πακέτου μετοχών σε άλλη επιχειρηματική μονάδα.

iv) Δικαιοπαροχή (Franchising): Συμβόλαια για τη χρήση εμπορικού ονόματος, φήμης, σχεδίου.

(2) Στρατηγικές συρρίκνωσης.

α) Ενοποίηση/Αποεπένδυση: Πώληση μέρους των δραστηριοτήτων της επιχείρησης (ένα προϊόν, μία γραμμή παραγωγής, μία θυγατρική έναντι μετρητών ή/και αξιογράφων).

β) Equity Carveouts: Συναλλαγή κατά την οποία η μητρική εταιρεία προσφέρει μέρος των μετόχων μιας θυγατρικής στο

κοινό προκειμένου να ανακτήσει κεφάλαια χωρίς την απώλεια του ελέγχου της μητρικής εταιρείας.

- γ) Spin-offs: Συναλλαγή κατά την οποία μία εταιρεία διανέμει τις μετοχές μίας θυγατρικής αναλογικά στους μετόχους της μητρικής, δημιουργώντας μία νέα εταιρεία με την μετοχική σύνθεση (αρχικά) της μητρικής.
- δ) Tracking Stock: Ξεχωριστή κατηγορία κοινών μετόχων μιας επιχείρησης που ακολουθεί την επίδοση συγκεκριμένου τμήματος ή δραστηριότητας της

(3) Στρατηγικές αλλαγής ιδιοκτησιακής δομής μέσω χρηματοοικονομικής μηχανικής.

- α) Προσφορές ανταλλαγής: Το δικαίωμα ανταλλαγής ενός είδους αξιόγραφων μίας επιχείρησης με κάποιο άλλο είδος.
- β) Επαναγορά μετοχών: Δημόσια επιχείρηση αγοράζει τις μετοχές της μέσω: i) δημόσιας προσφοράς, ii) χρηματιστηριακής αγοράς ή iii) διαπραγμάτευσης με συγκεκριμένους μετόχους.
- γ) Μοχλευμένες Εξαγορές (LBOs, MBOs): Η εξαγορά μιας επιχείρησης από μία μικρή ομάδα επενδυτών, χρηματοδοτημένη από ξένα κεφάλαια,
- δ) Μοχλευμένη Επανακεφαλαιοποίηση (Leveraged recapitalization): Μία μεγάλη αύξηση του ποσοστού μόχλευσης για την επιστροφή μετρητών στους μετόχους.
- ε) Ταμεία συμμετοχής εργαζομένων (ESOPs): Συνταξιοδοτικά ταμεία εργαζομένων που επενδύουν πρωτίστως στις μετοχές της εργοδότης εταιρείας.
- στ) Επανακεφαλαιοποίηση διπλής τάξης (Dual-class recapitalization): Δημιουργία δύο ειδών κοινών μετοχών της επιχείρησης, με τις μετοχές που διατηρούν δικαίωμα ψήφου να παραμένουν στα χέρια της διοίκησης της εταιρείας.

(4) Στρατηγικές διακυβέρνησης και ελέγχου.

- α) Ρυθμίσεις αποζημιώσεων: Αφορούν τον τρόπο πληρωμής ώστε να αποφεύγονται προβλήματα αντιπροσώπευσης.
- β) Αντιπαράθεση αντιπροσώπων (proxy contest): Προσπάθεια ομάδας διαφωνούντων μετόχων να αποκτήσουν αντιπροσώπευση στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας.
- γ) Αμυντικές τακτικές: Ενάντια στην εξαγορά της επιχείρησης.

(B) Λόγοι που ευνόησαν τις εξαγορές και συγχωνεύσεις στο παρελθόν.

- 1) Ρυθμός τεχνολογικής αλλαγής.
- 2) Μείωση κόστους μεταφορών και επικοινωνίας.
- 3) Διεθνοποίηση της φύσης των αγορών.
- 4) Αλλαγές στις πηγές, μορφές και ένταση του ανταγωνισμού.
- 5) Δημιουργία νέων κλάδων της οικονομίας.
- 6) Απορρύθμιση (Deregulation) κλάδων της οικονομίας (πχ. αερομεταφορές).
- 7) Ευνοϊκή ευρύτερη οικονομική συγκυρία.

(Γ) Θεωρίες εξαγορών και συγχωνεύσεων.

- 1) Αύξηση αποτελεσματικότητας (Αναδιοργάνωση)**: Η αύξηση της αποτελεσματικότητας μπορεί να προκύψει από το συνδυασμό εταιρειών με διοικητικές ομάδες άνισης ικανότητας. Η αναδιοργάνωση των δραστηριοτήτων των εταιρειών που συνδυάζονται μπορεί να οδηγήσει σε αποτελεσματικότερη χρήση των πόρων τους και υψηλότερα αποτελέσματα.
- 2) Λειτουργικές συνέργειες**: Η εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας που προκύπτουν από τον συνδυασμό των εταιρειών αποτελεί βασικό λόγο εξαγοράς ή συγχώνευσης.
- 3) Χρηματοοικονομικές συνέργειες**: Το μικρότερο κόστος που ενέχει η εσωτερική (έναντι της εξωτερικής) χρηματοδότησης μπορεί να αποτελεί κίνητρο χρηματοοικονομικής συνέργειας για το συνδυασμό μιας εταιρείας με υψηλά επίπεδα εσωτερικών χρηματοροών και λί-

γες επενδυτικές ευκαιρίες/προοπτικές, με μία εταιρεία με σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης αλλά μικρή παραγωγή παρακρατούμενων κερδών. Επίσης η εταιρεία που προκύπτει από την συγχώνευση (εξαγορά) ενδέχεται να έχει μεγαλύτερη δυνατότητα άντλησης δανειακών κεφαλαίων από αυτήν των δύο εταιριών χωριστά. Τέλος, σε περιόδους που οι λόγοι του Tobin (Market Value/Replacement Cost) είναι χαμηλοί πολλές επιχειρήσεις βρίσκουν συμφέρον να εξαγοράσουν την επιπλέον παραγωγική δυνατότητα που επιθυμούν απ' το να την ανακατασκευάσουν.

(4) Διάχυση νέας πληροφορίας: Η προσφορά και μόνο για εξαγορά της εταιρείας ή για συγχώνευσή της με κάποια άλλη μπορεί να δημιουργήσει την πληροφορία ότι η εταιρεία-στόχος είναι υποτιμημένη στην αγορά (sitting-on-a-goldmine hypothesis) ή να προτρέψει τη διοίκηση της εταιρείας να αυξήσει την αποτελεσματικότητα των ενεργειών της (kick-in-the-pants hypothesis). Ακόμα και η αποτυχία μιας προσφοράς εξαγοράς/συγχώνευσης μπορεί να οδηγήσει στην δημιουργία της «πληροφορίας» πως η εταιρεία στόχος αργά ή γρήγορα θα εξαγορασθεί/συγχωνευθεί καθώς πιθανά δεν διοικείται αποτελεσματικά.

(5) Ύβρις και η κατάρα του νικητή: Η «κατάρα» έγκειται στο ότι ο νικητής του συναγωνισμού για την εξαγορά μιας επιχείρησης με άγνωστη αξία τυπικά πληρώνει περισσότερο από την αναμενόμενη αξία του στόχου. Η ύβρις (υπερβολική αυτοπεποίθηση, αλαζονεία) μπορεί να είναι ένας λόγος που προκαλεί την «κατάρα» αυτή.

(6) Προβλήματα αντιπροσώπευσης (Agency Problems): Η έλλειψη αρμονίας ανάμεσα στα συμφέροντα των ιδιοκτητών και των διευθυντών μιας εταιρείας μπορεί να οδηγήσει τους τελευταίους σε αποφάσεις μη συμφέρουσες για τους πρώτους. Η απειλή της εξαγοράς μπορεί να λειτουργήσει ως μηχανισμός παρακίνησης της διεύθυνσης μιας επιχείρησης σε πιο αποτελεσματική λειτουργία.

Στον αντίποδα υπάρχει το επιχείρημα πως οι διοικήσεις των επιχειρήσεων επιδιώκουν να κάνουν τις θέσεις τους πιο σημαντικές αυξάνοντας αδιακρίτως το μέγεθος των επιχειρήσεων τους (managerialism and the free cash flow hypothesis).

(7) Φορολογικά και άλλοι λόγοι: Είναι πολύ πιθανό μία εξαγορά ή συγχώνευση να έχει φορολογικά οφέλη, πολλές φορές και σημαντικά σε μέγεθος. Παρ' όλα αυτά σπάνια μία εξαγορά/συγχώνευση έχει ως κύριο κίνητρο την εξασφάλιση φορολογικών ωφελειών. Επίσης θέματα ανταγωνισμού και μεριδίων αγοράς μπορεί να οδηγούν τις αποφάσεις για εξαγορές/συγχωνεύσεις.

Ειδικά για τις συγχωνεύσεις επιχειρήσεων με ετερογενείς δραστηριότητες (conglomerate mergers) το επιχείρημα της διαφοροποίησης (diversification) έχει προταθεί στη βιβλιογραφία.

Έστω G_A, G_B, G_C η μεταβλητότητα (τυπική απόκλιση) των χρηματοροών των εταιρειών A και B κατά μόνος ή μαζί (combined), D_A, D_B, D_C οι ονομαστικές αξίες των δανειακών τους κεφαλαίων και V_A, V_B, V_C οι αγοραίες αξίες τους.

		Ομόλογα A	Ομόλογα B	Κοινές Μετοχές $S_c - (S_A + S_B)$
Μεταβλητότητα (Variance)	$G_A > G_C, > G_B$	>0	<0	>0, <0
	$G_A < G_C, < G_B$	<0	>0	>0, <0
	$G_A, G_B, > G_C$	>0	>0	<0
Μόχλευση (Leverage)	$\frac{D_A}{V_A} > \frac{D_B}{V_B}$	>0	<0	<0
	$\frac{D_A}{V_A} < \frac{D_B}{V_B}$	<0	>0	<0
Λήξη Ομολόγων (Maturity)	$T_A < T_B$	>0	>0, <0	<0

Εξαγορές (Acquisitions)	→	Συγχώνευση/ Ενοποίηση (Merger/ Consolidation)	Εξαγορά Μετοχών (Acquisition of Stock)	Εξαγορά παγίων (Acquisition of Assets)
↓				
Οριζόντια				
Κάθετη				
Ετερογενών δραστηριοτήτων				

Η συγχώνευση (merger) αναφέρεται στην απορρόφηση της μίας εταιρείας από τη άλλη. Η απορροφημένη επιχείρηση παύει να υπάρχει. Η ενοποίηση (consolidation) είναι το ίδιο με την συγχώνευση μόνο που μία καινούργια επιχείρηση δημιουργείται και οι ενοποιούμενες εταιρείες παύουν να υπάρχουν.

(Δ) Συνέργειες.

$$\text{Συνέργειες} = V_C - (V_A + V_B)$$

$$\Delta CF_t = \Delta Rev_t - \Delta Taxes_t - \Delta CapReq_t$$

Άρα οι συνέργειες προέρχονται από: 1) Βελτίωση εσόδων, 2) Μειώσεις κόστους
3) Φορολογικά οφέλη, 4) Χαμηλότερες
Απαιτήσεις χρηματοδότησης

(1) Βελτιώσεις εσόδων – Προέρχονται κατά κύριο λόγο από:

α) Οφέλη προώθησης και marketing: Δίκτυα διανομής, γκάμα προϊόντων, οικονομίες κλίμακας στα έξοδα διαφήμισης.

β) Στρατηγικά πλεονεκτήματα: Δημιουργία «προγεφυρώματος» (bridgehead) για την είσοδο σε νέα αγορά μέσω εξαγοράς.

γ) Μονοπωλιακή δύναμη και μερίδιο αγοράς: Μείωση ανταγωνισμού μέσω εξαγοράς βασικών «παικτών» της αγοράς και ενδυνάμωση μεριδίου.

(2) Μειώσεις κόστους: Προέρχονται κατά κύριο λόγο από:

α) Οικονομίες κλίμακος: Διασπορά σταθερών εξόδων σε μεγαλύτερους όγκους παραγωγής προϊόντων. Βέβαια η σχέση μεγέθους εταιρείας και κόστους παραγωγής αντί μονάδα δεν είναι συνεχώς φθίνουσα.

β) Οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης: Μειώσεις του κόστους μιας επιχείρησης μέσω της αγοράς προμηθευτών πόρων που είναι βασικά για την παραγωγή των προϊόντων της.

γ) Μεταφορά τεχνογνωσίας: Η τεχνογνωσία που αναπτύσσεται σε ένα κλάδο της οικονομίας μπορεί να οδηγήσει σε μειώσεις κόστους σε άλλο κλάδο μέσω εξαγορών.

δ) Συμπληρωματικότητα πόρων.

ε) Εξάλειψη αναποτελεσματικής διοίκησης: Μειώσεις κόστους από την αντικατάσταση «σπάταλης» διοικητικής ομάδας.

(3) Φορολογικά οφέλη.

(4) Χαμηλότερες απαιτήσεις χρηματοδότησης: Προκύπτουν κυρίως από τις μικρότερες απαιτήσεις για κεφάλαια κίνησης της εναπαιμμένης επιχείρησης.

(Ε) Φιλικές και εχθρικές εξαγορές:

- Συνήθως η εξαγορά μιας επιχείρησης από κάποια άλλη ξεκινά από την εξαγοράζουσα εταιρεία. Συχνά και η εξαγοράζουσα και η εξαγοραζόμενη είναι θετικές στο ενδεχόμενο, αναγνωρίζοντας τις συνέργειες που θα προκύψουν.
- Τέτοιες περιπτώσεις συνήθως καταλήγουν σε φιλικές εξαγορές. Ασφαλώς θα προηγηθούν συναντήσεις και διαπραγματεύσεις για την τιμή

εξαγοράς, τους όρους πληρωμής, το μέσο πληρωμής, κ.ά. το δ.σ. της εξαγοράζουσας θα πρέπει να εγκρίνει τη συμφωνία και να λάβει η απόφαση την ψήφο των μετόχων.

- Πολλές εξαγορές όμως είναι εχθρικές. Η διοίκηση της εταιρείας-στόχου μπορεί να επιχειρεί να αποτρέψει την εξαγορά και σε αυτή την περίπτωση η εξαγοράζουσα εταιρεία θα πρέπει να αποφασίσει την τακτική που θα ακολουθήσει.
- Συνήθως η εξαγοράζουσα ξεκινά με την μυστική αγορά μετόχων της εταιρείας – στόχων στην χρηματιστηριακή αγορά. Εκ νόμου, οφείλει να ενημερώσει την επιτροπή κεφαλαιαγοράς εντός 10 ημερών όταν αποκτήσει το 5% των μετόχων της εταιρείας στόχου και να γνωστοποιήσει τις προθέσεις της.
- Μια τέτοια γνωστοποίηση συνήθως ακολουθεί η αύξηση της τιμής της μετοχής της εταιρείας – στόχου σε επίπεδο που αντανάκλα τις εκτιμήσεις της αγοράς για την πριμοδότηση (premium) που θα προσφέρει η εξαγοράζουσα εταιρεία.
- Η τελευταία είναι πολύ πιθανόν εκείνη τη στιγμή να κάνει μία δημόσια προσφορά (tender offer). Αυτή μπορεί να προσδιορίζει ότι:
 - α) όσες μετοχές προσφερθούν θα αγοραστούν.
 - β) Θα αγοραστούν μετοχές μέχρι το 50% της εταιρείας στόχου (και αν προσφερθούν περισσότερες, από τον κάθε μέτοχο θα αγοραστούν κατ' αναλογία μετοχές).
 - γ) Όλες οι μετοχές θα αγοραστούν εφόσον το ποσοστό των προσφερόμενων υπερβαίνει ένα ελάχιστο επίπεδο.
- Η δημόσια προσφορά παραμένει ανοικτή για ένα μήνα στη διάρκεια του οποίου η εταιρεία-στόχος μπορεί να αντιπαρατεθεί, είτε μέσω ανακοινώσεων που κριτικάρουν τους όρους της πρότασης, είτε μέσω παραινήσεων στους μετόχους να την αρνηθούν, είτε μέσω ενθάρρυνσης και άλλων εταιρειών να εμπλακούν στην κατάθεση προσφορών.
- Στη λήξη της προσφοράς γίνεται γνωστά το ποσοστό των μετοχών έχει πωληθεί. Συνήθως ακόμα και ένα 20% είναι αρκετό για να δώσει έλεγχο Δ.Σ. στην εξαγοράζουσα εταιρεία.

- Ασφαλώς, η δημόσια προσφορά δεν είναι ο μοναδικός τρόπος μέσω του οποίου ολοκληρώνεται μία εχθρική εξαγορά. Η εξαγοράζουσα εταιρεία μπορεί να συνεχίσει να αγοράζει μετοχές στην ελεύθερη αγορά ή να εμπλακεί σε μία αντιπαράθεση αντιπροσώπων (proxy fight) με τη διοίκηση της εταιρείας στόχου.

(ΣΤ) Αμυντικές τακτικές:

- Η αντίσταση της διοίκησης μιας εταιρείας σε μία προσπάθεια εξαγοράς μπορεί να είναι προς όφελος των μετόχων της εταιρείας, αλλά μπορεί απλά να αποτελεί προσπάθεια επιβίωσης της υπάρχουσας διοίκησης.
- Οι αμυντικές τακτικές που μπορεί να χρησιμοποιήσει η διοίκηση χωρίζονται σε αυτές που ενεργοποιούνται πριν και κατά τη διάρκεια μίας προσπάθειας εξαγοράς.

(1) Αμυντικές τακτικές πριν την εκδήλωση ενδιαφέροντες εξαγοράς.

- i) Καταστατικές αλλαγές: Πολύ συχνά εταιρείας τροποποιούν το καταστατικό τους προκειμένου να κάνουν δυσκολότερη την εξαγορά τους. Τέτοιες τροποποιήσεις είναι:
 - α) «Κλιμακωτό» Διοικητικό Συμβούλιο (staggered board): Τροποποίηση τους σύμφωνα με την οποία μόνο ένα ποσοστό του δ.σ. μπορεί να αλλάξει από μία χρονιά στην επόμενη. Με τον τρόπο αυτό παρατείνεται ο χρόνος που απαιτείται προκειμένου να αποκτηθεί η πλειοψηφία στο δ.σ. από μία «επιτιθέμενη» ομάδα.
 - β) Διατάξεις ενισχυμένης πλειοψηφίας (supermajority provisions): Τροποποίηση που αφορά το ποσοστό του δ.σ. που απαιτείται να ψηφίσει θετικά προκειμένου να γίνει δεκτή μία πρόταση εξαγοράς (συνήθως από 1/2 σε 2/3).
- ii) «Χρυσά αλεξίπτωτα» (Golden parachutes): Ο όρος αφορά τα υπεργενναιόδωρα πακέτα αποζημίωσης που προβλέπεται για τη διοίκηση της εταιρείας σε περίπτωση εξαγοράς της. Αυτά αυξάνουν κατακόρυφα το κόστος της εξαγοράς για την «επιτιθέμενη» εταιρεία.

Αυτή είναι μία τακτική που συχνά ακολουθείται ακόμα και μετά την εκδήλωση μίας επιθετικής εξαγοράς.

iii) «Δηλητηριώδες χάπι» (Poisson pill): Αφορά διάταξη που ορίζει πως σε περίπτωση που επιθετικός εξαγοραστής αποκτήσει Χ% των μετοχών της εταιρείας, όλοι οι μέτοχοι πλην τον εξαγοραστή έχουν δικαίωμα να αγοράσουν ψ νέες μετοχές για κάθε μία παλαιά σε κάποιο ποσοστό z ($z \ll 100\%$) της αγοραίας αξίας της. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την ραγδαία πτώση της τιμής της μετοχής αλλά και τη μείωση του ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχει ο εξαγοραστής (dilution), και κατά συνέπεια την αποτροπή της εξαγοράς.

(2) Αμυντικές τακτικές μετά την εκδήλωση ενδιαφέροντος εξαγοράς.

i) Συμφωνίες στάσης (standstill agreements): Αφορά τη συμφωνία η εξαγοράζουσα πλευρά να περιορίσει το ποσοστό που κατέχει στην εταιρεία, έναντι αμοιβής. Πολύ συχνά συνοδεύεται και από τη δέσμευση η εξαγοράζουσα πλευρά να προσφέρει πρώτα στην εταιρεία το δικαίωμα να αγοράσει το ποσοστό της αν αποφασίσει να το παραχωρήσει.

ii) «Λευκοί ιππότες και λευκοί άρχοντες» (White Knight and Squire): Ως «Λευκός ιππότης» αναφέρεται κάποιος φιλικά διακείμενος εξαγοραστής που γλιτώνει την εταιρεία-στόχο από την εχθρική εξαγορά. Το «φιλικά διακείμενος» μπορεί απλά να σημαίνει πως η προσφορά του είναι καλύτερη. Ως «λευκός άρχων» αναφέρεται κάποιο τρίτο μέρος που προσκαλείται να κάνει μία σημαντική επένδυση στην εταιρεία-στόχο με την προϋπόθεση να ψηφίσει με το υπάρχον δ.σ. και να μην επεκτείνει το μερίδιό του στην εταιρεία. Με τον τρόπο αυτό αποφεύγεται η εξαγορά της επιχείρησης.

iii) Επαναγορά μετοχών (Share repurchases): Συχνά οι υπο-εξαγορά εταιρείες χρησιμοποιούν δανειακά κεφάλαια για να επαναγοράσουν μετοχές τους. Με τον τρόπο αυτό η τιμή της μετοχής της εταιρείας συχνά αυξάνεται (λόγω φορολογικής ωφέλειας από τα δανειακά κεφάλαια) και γίνεται πιο «ακριβή» η εξαγορά της εταιρείας.

iv) Αναδιάρθρωση (Asset Restructuring): Εταιρείες-στόχοι συχνά αποφασίζουν την πώληση πάγιων στοιχείων τους ή την αναδιάρθρωση του ενεργητικού τους προκειμένου να αποφύγουν την υπό εξέλιξη εξαγορά.