

ΤΕΙ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ : ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ : ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ
ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΩΣΕΩΝ

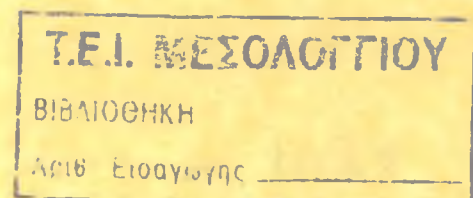


Θέμα πτυχιακής εργασίας: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές
Επιχειρήσεων στην Ελληνική πραγματικότητα

Υπεύθυνος καθηγητής: Σούλιος Παναγιώτης

Φοιτήτριες: Παπατζέλου Σύλβια

Τοπαλίδου Δέσποινα



ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2007

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελίδα

Περίληψη	7
-----------------	----------

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1	Γενικά-Ορισμός	10
1.1.1	Γενικά	10
1.1.2	Ορισμός	11
1.2	Είδη εξαγορών-συγχωνεύσεων και διάσπασης	11
1.2.1	Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων	11
1.2.2	Είδη διάσπασης	15
1.2.3	Συμπεράσματα	17
1.3	Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων	18
1.3.1	Γενικά	18
1.3.2	Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α.	18
1.3.3	Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ε.Ε.	19
1.3.4	Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στη Μ. Βρετανία	20
1.3.5	Συμπεράσματα	21

Κεφάλαιο 2: Λόγοι επιτυχίας – αποτυχίας σε εξαγορές και συγχωνεύσεις και τρόποι αποφυγής τους

2.1	Κίνητρα για εξαγορές και συγχωνεύσεις	23
2.1.1	Οικονομίες κλίμακας	23
2.1.2	Αύξηση του μεριδίου στην αγορά	23
2.1.3	Φορολογικά πλεονεκτήματα	24
2.1.4	Είσοδος σε νέες αγορές	24

2.1.5	Επιπλέον χρηματορροές και θεωρία του παγιδευμένου κεφαλαίου	24
2.1.6	Διαφοροποίηση κινδύνου	25
2.1.7	Εκτίμηση κεφαλαίων κάτω από την πραγματική τους αξία	25
2.1.8	Προβλήματα επικοινωνίας μεταξύ μετόχων και διοίκησης	26
2.1.9	Στρατηγικά πλεονεκτήματα	26
2.1.10	Δυνατότητα χρηματοδότησης με χαμηλό κόστος	26
2.1.11	Διαφορική διοικητική αποτελεσματικότητα	27
2.1.12	Αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα	27
2.1.13	Αναπροσαρμογή των αποσβέσεων	28
2.1.14	Προσωπικά οφέλη των managers	28
2.1.15	Συμπεράσματα	29
2.2	Λόγοι αποτυχίας σε εξαγορές και συγχωνεύσεις	29
2.2.1	Ανεπαρκής αξιολόγηση - υπερεκτίμηση προσδοκώμενων Συνεργιών	29
2.2.2	Δυσκολίες ενοποίησης - ο ανθρώπινος παράγων	30
2.2.3	Υπερβολικό χρέος	31
2.2.4	Ρόλος στελεχών	32
2.2.5	Συμπεράσματα	33
2.3	Τρόποι αποφυγής ανεπιθύμητης εξαγοράς ή συγχώνευσης	33
2.3.1	Δικαστικά εμπόδια για αντιμονοπωλιακή νομοθεσία	33
2.3.2	Κοσμήματα του στέμματος	34
2.3.3	Λευκός ιππότης	34
2.3.4	Δανειακές υποχρεώσεις	34
2.3.5	Χρυσά αλεξίπτωτα	34
2.3.6	Δηλητηριώδη χάπια	35
2.3.7	Χωρισμένο διοικητικό συμβούλιο	35
2.3.8	Περιορισμένα δικαιώματα ψήφου	36
2.3.9	Άμυνα πακμαν	36
2.3.10	Αναθεώρηση μελλοντικής κερδοφορίας	36

2.3.11	Greenmail	37
2.3.12	Συμπεράσματα	37

Κεφάλαιο 3: Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης

3.1	Γενικά – εισαγωγή	39
3.2	Προσεγγίσεις για τον καθορισμό της τιμής	40
3.2.1	Λογιστική αξία	40
3.2.2	Αποτίμηση	40
3.2.3	Συγκρίσεις με άλλες ομοειδής επιχειρήσεις	40
3.2.4	Χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης	41
3.2.5	Συμπεράσματα	42
3.3	Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης	42
3.3.1	Μέθοδος των αναμενόμενων (εκτιμώμενων) μελλοντικών κερδών και του λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio)	43
3.3.2	Μέθοδος της παρούσας αξίας των αναμενόμενων καθαρών ταμειακών ροών	43
3.3.3	Συμπεράσματα	44

Κεφάλαιο 4: Αποτελέσματα και επιδράσεις από εξαγορές – συγχωνεύσεις

4.1	Γενικά – ορισμός εννοιών	47
4.2	Επίδραση στους stakeholders	48
4.2.1	Μέτοχοι, πιστωτές και προμηθευτές της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρίας	48
4.2.2	Διοίκηση και προσωπικό των δύο εμπλεκόμενων εταιριών	48
4.2.3	Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και εταιρίες παροχής συμβούλων	49

4.3	Επίδραση στην οικονομία	49
4.3.1	Επίπτωση σε μικροοικονομικό μακροοικονομικό επίπεδο	49

Κεφάλαιο 5: Έννοια μετατροπής επιχειρήσεων και περιπτώσεις

5.1	Εισαγωγή	52
5.2	Συγχώνευση ατομικών επιχειρήσεων και προσωπικών εταιρειών προς δημιουργία Ο.Ε. ή Ε.Ε.	53
5.3	Περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε Α.Ε.	54
5.4	Εξαγορά ανώνυμης εταιρείας από άλλη Α.Ε. Εξομοίωση εξαγοράς με απορρόφηση	57
5.5	Λογιστικό παράδειγμα συγχωνεύσεως ανωνύμων εταιρειών με εξαγορά	60

Κεφάλαιο 6: Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στην Ελλάδα

6.1	Εισαγωγή	71
6.2	Εξέλιξη εξαγορών-συγχωνεύσεων 2003-2005	72
6.3	Εξαγορές-συγχωνεύσεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα	76
6.4	Προοπτικές εξαγορών συγχωνεύσεων	77
6.5	Εξαγορές και συγχωνεύσεις στην Ελλάδα στα πλαίσια της ΕΟΚ	78
6.6	Συμπέρασμα	81

Κεφάλαιο 7: Συνέπειες των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στη Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού (Δ.Α.Δ.)

7.1	Επιχειρησιακή ολοκλήρωση και Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού	83
7.1.1	Συντονισμένη ανάπτυξη στο πλαίσιο ενός Ομίλου Εταιρειών	83
7.1.2	Αξιοποίηση ουσιαστικών συνεργιών – πλήρης επιχειρησιακή ολοκλήρωση	84
7.1.3	Επικεντρωμένη – επιλεκτική επιχειρησιακή ολοκλήρωση	85

7.2	Βασικές διαπιστώσεις	86
7.3	Επιπτώσεις των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις	88
7.3.1	Γενική προσέγγιση	88
7.3.2	Βασικά ευρήματα από τη διεθνή εμπειρία	89
7.4	Συνολική αξιολόγηση των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων	90
	Βιβλιογραφία	92

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Εισαγωγή

Με αυτή την παρουσίαση, επιχειρούμε να σκιαγραφήσουμε τις βασικές τάσεις και τα ευρήματα της διεθνούς και της ελληνικής βιβλιογραφίας σχετικά με: την εξέλιξη των εξαγορών και συγχωνεύσεων (εφεξής, Ε&Σ), τις γενικότερες επιπτώσεις των Ε&Σ στην οικονομική και την κοινωνική οργάνωση.

Σκοπός

Σκοπός μας είναι να αναδείξουμε τα πρακτικά και τα λειτουργικά προβλήματα που προκύπτουν από τις Ε&Σ.

Ειδικότερα, καλύπτονται τα ακόλουθα σημεία:

- Βασικά είδη, αίτια και οικονομικές επιπτώσεις των Ε&Σ
- Σύντομο ιστορικό - έκταση του φαινομένου στην Ελλάδα και διεθνώς
- Λόγοι επιτυχίας και αποτυχίας σε Ε&Σ
- Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης
- Αποτελέσματα και επιδράσεις από Ε&Σ
- Επιπτώσεις των Ε&Σ στη Διοίκηση του Ανθρώπινου Δυναμικού

Άρα τα ερωτήματα που τίθενται είναι:

- Ποιοι λόγοι οδηγούν σε Ε&Σ ;
- Ποιες είναι οι επιδράσεις των Ε&Σ ;
- Ποια είναι τα αποτελέσματα των Ε&Σ ;
- Ποια είναι η εξέλιξη των Ε&Σ στην Ελλάδα ;
- Ποιες είναι οι επιπτώσεις των Ε&Σ όσον αφορά τις εργασιακές σχέσεις ;

Μέθοδος

Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για να ολοκληρωθεί η εργασία μας με θέμα Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελληνική πραγματικότητα ήταν η εκπόνηση πληροφοριών από ξένα, ελληνικά βιβλία και ιστοσελίδες του internet. Συνεχίσαμε με την διαμόρφωση αυτών έτσι ώστε να ταιριάζει με την ιδέα της εργασίας μας.

Ευχαριστίες

Με αφορμή την συγγραφή της παρούσας πτυχιακής μας εργασίας θα θέλαμε να εκφράσουμε τις ευχαριστίες μας προς τα άτομα που μας βοήθησαν για τη συγγραφή της.

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε θερμά τον κ. Σούλιο Παναγιώτη καθηγητής του τμήματος Διοίκηση Κοινωνικών Συνεταιριστικών Επιχειρήσεων και Οργανώσεων για τον χρόνο που μας διέθεσε.

Καθώς επίσης να ευχαριστήσουμε τις οικογένειες μας και τους φίλους μας που μας βοήθησαν ο καθένας με τον τρόπο του.

Ευχαριστούμε

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Γενικά-Ορισμός

1.1.1 Γενικά

Η πραγματοποίηση εξαγορών ή συγχωνεύσεων αποτελεί σχεδόν πάντα ένα θέμα που προσελκύει το ενδιαφέρον τόσο των μέσων μαζικής ενημέρωσης, όσο και της αγοράς γενικότερα. Μόνο κατά τη διάρκεια του 1998, πραγματοποιήθηκαν 12.523 συγχωνεύσεις. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αφορούν πολλούς κλάδους επιχειρήσεων όπως αυτοκινητοβιομηχανίες, επιχειρήσεις παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, βιομηχανία τηλεπικοινωνιών, επιχειρήσεις στον χώρο της υγείας, στις αερομεταφορές, στις εταιρίες παροχής τεχνολογιών αιχμής κ.α.

Η συγχώνευση και εξαγορά των εταιριών αποτελεί τη συμπαγέστερη μορφή συγκεντρώσεως των επιχειρήσεων. Με τη συγχώνευση και την εξαγορά μια ή περισσότερες εταιρίες εξαφανίζονται ως αυτοτελή νομικά πρόσωπα και η περιουσία τους μεταβιβάζεται είτε σε μια νεοϊδρυόμενη είτε σε μια υπάρχουσα εταιρία. Με τη συγχώνευση των εταιριών επέρχεται η νομική ένωση αυτών, έτσι ώστε αντί να υπάρχουν δύο ή περισσότερα νομικά πρόσωπα, να υπάρχει μόνο ένα, στο οποίο ενώνονται τα περιουσιακά στοιχεία των εξαφανιζόμενων νομικών προσώπων.

Το παραπάνω αποτέλεσμα θα μπορούσε να προκύψει και στην περίπτωση που οι υπάρχουσες εταιρίες 'διαλυθούν', η περιουσία τους 'εκκαθαριστεί' και διανεμηθεί στους μετόχους, οι οποίοι στη συνέχεια την εισφέρουν στη νέα εταιρία ή σε μια υπάρχουσα εταιρία, η οποία αυξάνει τα κεφάλαια της, ακολουθώντας τη νόμιμη διαδικασία.

Η διάλυση και εκκαθάριση των εταιριών όμως, απαιτεί χρόνο και έξοδα, λόγω της φορολογίας που συνοδεύει τη διανομή στους μετόχους της περιουσίας της διαλυμένης εταιρίας και την νέα εισφορά αυτής στην απορροφούσα ή τη νέα εταιρία. Αυτό γίνεται, όταν μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων των εταιριών περιλαμβάνονται και ακίνητα, τα οποία θα πρέπει να πωληθούν και αργότερα να αγοραστούν εκ νέου. Έτσι, η περιουσία μιας ή περισσότερων εταιριών μεταβιβάζεται σαν ένα σύνολο σε μια νεοϊδρυόμενη εταιρία, ή απορροφάται από μια υπάρχουσα εταιρία και μάλιστα χωρίς φορολογικές ή άλλες

επιβαρύνσεις.

Το παραπάνω δικαίωμα των συναλλαγών ευνόησε ο νομοθέτης πολλών χωρών και δίνει τη δυνατότητα στις εταιρίες, με μια ενιαία πράξη, να επιτυγχάνουν την ένωση των περιουσιών τους, χωρίς να απαιτείται διάλυση και εκκαθάριση αυτών. Επιπλέον δεν χρειάζεται να υποβάλλονται σε φόρους και τέλη που συνεπάγεται η εκκαθάριση και διανομή του προϊόντος εκκαθαρίσεως στους μετόχους και η επανεισφορά του στη νέα ή την απορροφούσα εταιρία.

1.1.2 Ορισμός

Εξαγορά ορίζεται η συναλλαγή, κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής σε μετοχές ή εταιρικά μερίδια μιας άλλης επιχείρησης έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε δύο κατηγορίες α) σε απλές, όπου η εξαγορασμένη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει και β) σε συγχωνευτικές, όπου η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος, παύει να υπάρχει ως αντικείμενο δικαίου.

Ως συγχώνευση ορίζεται η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται, χωρίς να γίνει εκκαθάρισή τους και μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους σε άλλη επιχείρηση η οποία, είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για αυτόν τον σκοπό (Παπαδάκης Β., 2002:398).

Ένας άλλος ορισμός που θα μπορούσε να δοθεί είναι ότι συγχώνευση έχουμε όταν δύο επιχειρήσεις ίδιου περίπου μεγέθους έρχονται σε ένωση με την υποστήριξη μετόχων και διευθυντών οι οποίοι και συνεχίζουν να έχουν το ίδιο ενδιαφέρον και ίδια ενασχόληση που είχαν και πριν την ενοποίηση.

Επίσης, εξαγορά έχουμε όταν μια μεγάλη επιχείρηση κάνει προσφορά σε μία μικρότερη και η ενοποίηση πραγματοποιείται χωρίς πολλές φορές να υπάρχει συμφωνία των διευθυντών και μετόχων, οι οποίοι και πιθανόν να μην συμμετέχουν στην καινούρια επιχείρηση. Επομένως, η βασική διαφορά βρίσκεται στο 'δικαίωμα λόγου' που έχουν οι παλιοί ιδιοκτήτες της επιχείρησης το οποίο στην περίπτωση της εξαγοράς δεν υπάρχει, ενώ στην συγχώνευση συμβαίνει το αντίθετο (Samuels J. et al., 1999:505-506).

1.2 Είδη εξαγορών-συγχωνεύσεων και διάσπασης

1.2.1 Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχει επικρατήσει να διακρίνονται σε 4 βασικές κατηγορίες, σύμφωνα με την έκταση που κατέχει η δραστηριότητα της απορροφούσας-εξαγοράζουσας επιχείρησης ως συγγενούς με τη δραστηριότητα της απορροφούμενης-εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Οι κατηγορίες αυτές είναι:

α) Οριζόντια συγχώνευση ή εξαγορά

Οριζόντια συγχώνευση ή εξαγορά έχουμε, όταν μια επιχείρηση συγχωνεύεται με άλλη ή άλλες, που έχουν κοινή επιχειρησιακή γραμμή, παράγουν τα ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες και η μία μπορεί να αντλήσει πλεονεκτήματα από την άλλη στη συνεργασία τους. Δηλαδή, ως οριζόντια συγχώνευση ή εξαγορά, νοείται η συγχώνευση ή εξαγορά κατά την οποία ομοειδείς επιχειρήσεις ενώνονται με διάφορους τρόπους για να εξαφανίσουν τον μεταξύ τους ανταγωνισμό, να μπορούν να ανταποκριθούν στον ανταγωνισμό της αγοράς και να επιβληθούν στην αγορά του προϊόντος, δημιουργώντας ως και μονοπώλιο στην αγορά του.

β) Κάθετη συγχώνευση ή εξαγορά

Κάθετη συγχώνευση ή εξαγορά γίνεται, όταν μια επιχείρηση αγοράζει τους ίδιους τους προμηθευτές της ή αντίστροφα. Δηλαδή, ως κάθετη συγχώνευση ή εξαγορά νοείται η συγχώνευση ή εξαγορά, κατά την οποία επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαδοχικά στάδια του κυκλώματος της παραγωγής ή κυκλοφορίας αγαθών ή υπηρεσιών, συγχωνεύονται με ποικίλους τρόπους, προκειμένου να εξουδετερώσουν σοβαρά μειονεκτήματα που απορρέουν από τον καταμερισμό των εργασιών. Άλλες αιτίες που μπορεί να οδηγήσουν σε κάθετη συγχώνευση, εκτός από την καθετοποίηση της παραγωγής, είναι η προσπάθεια για τον πλήρη έλεγχο των τιμών και την μείωση του κόστους παραγωγής και η ανταλλαγή γνώση της αγοράς, όπου έχει η μία και δεν έχει η άλλη.

γ) Ομοκεντρική ή ομογενή, συγχώνευση ή εξαγορά

Ομοκεντρική ή ομογενής συγχώνευση ή εξαγορά γίνεται σε συγγενείς επιχειρήσεις, αλλά όχι παραγωγούς του ίδιου προϊόντος (οριζόντια συγχώνευση) ή σε επιχειρήσεις με σχέση 'πελάτη-προμηθευτή' (κάθετη συγχώνευση). Με άλλα λόγια, πρόκειται για το είδος

εκείνο συγχώνευσης ή εξαγοράς κατά το οποίο συγχωνεύονται επιχειρήσεις, που δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση μεταξύ τους, των οποίων όμως η δραστηριότητα αλληλοσυμπληρώνεται.

δ) Διαγώνια ή ανομοιογενή συγχώνευση ή εξαγορά

Διαγώνια ή ανομοιογενής συγχώνευση ή εξαγορά γίνεται, όταν μη συγγενείς επιχειρήσεις συνδυάζονται. Με άλλα λόγια, η ανομοιογενής συγχώνευση ή εξαγορά είναι αποτέλεσμα της συγχώνευσης επιχειρήσεων, που παράγουν διαφορετικά προϊόντα ή προσφέρουν διαφορετικές υπηρεσίες, με σκοπό τη διασφάλιση μιας ευρύτερης οικονομικής βάσης, καλύτερης οργάνωσης και διοίκησης και μεγαλύτερων δυνατοτήτων κέρδους.

Οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές αυτού του είδους μπορεί να διακριθούν στις εξής δύο κατηγορίες:

1) στις επεκτατικές διαγώνιες της αγοράς συγχωνεύσεις ή εξαγορές, όπου οι συνασπιζόμενες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν τον χώρο δράσης τους στην αγορά, και

2) στις επεκτατικές διαγώνιες του προϊόντος συγχωνεύσεις ή εξαγορές, όπου οι συνασπιζόμενες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν τη διάθεση του προϊόντος που παράγουν ή να διαφοροποιήσουν την παραγωγή τους τελείως, προκειμένου να μην απολέσουν την επιρροή τους στην αγορά.

Τέλος, πέρα από τα διάφορα είδη, ανάλογα με την διαδικασία πραγματοποίησής τους, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επιχειρήσεων, διακρίνονται σε τρεις βασικές μορφές, ανάλογα με τη συμπεριφορά που παρουσιάζουν οι διοικήσεις και οι ιδιοκτήτες των εμπλεκόμενων εταιριών, και είναι οι εξής:

- Φιλικές συγχωνεύσεις ή εξαγορές

Τέτοιες είναι οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές, που προκύπτουν, ύστερα από συμφωνία μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και τη δημοσιοποίηση στους μετόχους αυτών, ότι αυτές εγκρίνουν το είδος αυτοσυγκέντρωσης, και συνιστούν στους μετόχους τους να εγκρίνουν κι αυτοί την παραπάνω πράξη, σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες, ενώ το αντίτιμο της εξαγοράς έχει καθοριστεί από κοινού.

- Εχθρικές συγχωνεύσεις ή εξαγορές

Οι εχθρικές συγχωνεύσεις ή εξαγορές αναφέρονται στις συγχωνεύσεις ή εξαγορές εκείνες, που προκύπτουν όταν υπάρχει μεγάλη διαφορά απόψεων ως προς την τιμή εξαγοράς του μετοχικού κεφαλαίου -μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της

εξαγοραζόμενης επιχείρησης- ή την τύχη της τρέχουσας διοίκησης, με συνέπεια να αντιδρούν προς ένα τέτοιο είδος συγκέντρωσης. Στην περίπτωση αυτή, η εξαγοράζουσα επιχείρηση προχωρά συνήθως με τους εξής τρόπους:

1) Μέσω δημόσιας προσφοράς, για να ξαναπροσεγγίσει τη διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, αλλά και τους μετόχους αυτής (εντός ορισμένου χρονικού ορίζοντα), ενώ από τη δική της πλευρά η υπό εξαγορά επιχείρηση, που αποτελεί και την επιχείρηση-στόχο, συμβουλεύει τους μετόχους της να πράξουν τα αντίθετα, από ότι τους προτείνει η άλλη επιχείρηση. Αυτό, διότι κατά την άποψη της, οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης δεν θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους μόνο τα μετρητά, τις ομολογίες ή τις μετοχές που τους προσφέρει η εξαγοράζουσα επιχείρηση, αλλά και το πόσο θα πρέπει να εκτιμήσουν το όνομα που φέρει η επιχείρηση τους, την πελατεία που αυτή διαθέτει, καθώς και το ποιες θα είναι οι προοπτικές μετά τη συγκεκριμένη πράξη συγκέντρωσης. Στην περίπτωση, που οι μέτοχοι αυτοί αποδεχτούν την προσφορά της εξαγοράζουσας επιχείρησης και υπάρχει ασυμφωνία μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων της εξαγοραζόμενης, τότε αυτό θα οδηγήσει σε εχθρική συγχώνευση ή εξαγορά με δημόσια προσφορά.

2) Με κατάληψη της επιχείρησης - στόχου, όπου ως κατάληψη νοείται η πράξη εκείνη, κατά την οποία η εξαγοράζουσα επιχείρηση καταλαμβάνει την εξαγοραζόμενη, αποκτώντας έτσι σιγά - σιγά και αθόρυβα πακέτα μετοχών της εξαγοραζόμενης, που της δίνουν τελικά τον έλεγχο της επιχείρησης - στόχου.

3) Με συνδυασμό των δύο παραπάνω στρατηγικών, δηλαδή αρχικά αποκτάται ένα μέρος του μετοχικού κεφαλαίου, που διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο, και στη συνέχεια το υπόλοιπο μέρος που απαιτείται για την απόκτηση του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών και του management της εταιρεία-στόχου γίνεται προσπάθεια να αποκτηθεί μέσω δημόσιας προσφοράς.

Προφανώς, για να έχουν εφαρμογή τα παραπάνω, η εταιρεία στόχος πρέπει να είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο και να υπάρχει μεγάλη διασπορά στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου, με ταυτόχρονη απουσία μεγάλων πακέτων μετοχών από το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας υπό την κατοχή της διοίκησης της εταιρείας.

- Στρατηγικές συμμαχίες

Προκύπτουν από συμφωνίες που ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο μεταξύ των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σ' αυτές και μεγιστοποιούν τα οφέλη που προσδοκούνται από

τη συνεργασία αυτή. Τέλος, η μορφή αυτή της συγχώνευσης και εξαγοράς θεωρείται το τελευταίο στάδιο πριν από τη συγχώνευση επιχειρήσεων.

1.2.2 Είδη διάσπασης

Ο τρόπος με τον οποίο διασπώνται οι επιχειρήσεις, ποικίλλει, καθώς η διάσπαση των επιχειρήσεων γίνεται με εκποιήσεις ή με αποσκίρτήσεις ή με κατατμήσεις ή με προθεσμιακή εκκαθάριση του ενεργητικού ή με μοχλευμένη εξαγορά.

Συγκεκριμένα:

α) Εκποίηση

Η εκποίηση των στοιχείων του ενεργητικού με αντάλλαγμα μετρητά ή χρεόγραφα αποτελεί τη συνηθέστερη μορφή διάσπασης και αναφέρεται στην πώληση ενός θυγατρικού τμήματος ή μιας θυγατρικής γραμμής παραγωγής από μια επιχείρηση σε μια άλλη. Η εκποίηση αποτελεί μια 'αντίστροφη' συγχώνευση από τη πλευρά της διασπώμενης επιχείρησης, καθώς, όπως ειπώθηκε πιο πάνω, οι συγχωνεύσεις (κατά κανόνα) αυξάνουν τη συνολική αξία της επιχείρησης, για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, παρόλο που το κύριο μέρος των κερδών καρπώνονται συνήθως οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Αντίθετα, οι διασπάσεις προσφέρουν σημαντικά και θετικά αποτελέσματα στους πωλητές, αλλά και θετικά πλην ασήμαντα κέρδη στους αγοραστής.

β) Αποσκίρτηση

Η αποσκίρτηση, στην καθαρότερη μορφή της, συμβαίνει, όταν γίνεται διαχωρισμός των λειτουργιών μιας θυγατρικής εταιρίας από την μητρική αυτής σε ανεξάρτητες εταιρίες, χωρίς καμία μεταβολή στο καθεστώς της ιδιοκτησίας. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση μπορεί να σχηματίσει μια θυγατρική εταιρία και να μεταφέρει το σύνολο των πιστοποιητικών κυριότητας των μετοχών. Τα νέα μερίδια διανέμονται στη συνέχεια, στους αρχικούς μετόχους της μητρικής εταιρίας σε μια συγκεκριμένη αναλογική βάση, και η διοίκηση της θυγατρικής εταιρείας αναλαμβάνει την εξουσία λήψης αποφάσεων. Μερικές φορές, ο όρος 'αποσκίρτηση' αναφέρεται στην αρχική δημόσια προσφορά για το μετοχικό κεφάλαιο μιας θυγατρικής εταιρίας. Αν μικρότερο ποσοστό από το 100% των μεριδίων της θυγατρικής έχει πωληθεί τότε το υπόλοιπο τυπικά διανέμεται στους μετόχους της μητρικής εταιρίας, μετά από την πάροδο εύλογου χρόνου. Σχηματίζεται, δηλαδή, νέο διοικητικό συμβούλιο και

προκύπτει νέα ξεχωριστή επιχείρηση. Συνεπώς, η αποσκίρτηση δεν μεταβάλλει το ποσοστό ιδιοκτησίας των μετόχων στη μητρική και τη θυγατρική εταιρία, αλλά διαχωρίζει το μετοχικό κεφάλαιο της μητρικής και των θυγατρικών της εταιριών, για εμπορικούς λόγους.

γ) Κατατμήσεις

Οι κατατμήσεις, σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στις αποσκίρτησεις, αναφέρονται στο είδος εκείνο διάσπασης, κατά το οποίο μια επιχείρηση που διαλύθηκε, χωρίζεται σε διάφορα τμήματα - εταιρίες, και το κεφάλαιο αυτών διανέμεται στους μετόχους της διαλυθείσας επιχείρησης με την παράδοση των παλαιών μετοχών. Έτσι, η αρχική επιχείρηση παύει να υπάρχει. Πολλές φορές, όμως η κατάτμηση είναι δυνατόν να έχει τα ίδια αποτελέσματα με την αποσκίρτηση. Αυτό συμβαίνει όταν ύστερα από κατάλληλη διαμόρφωση που έχει προηγηθεί, δύο ξεχωριστές εταιρίες παρουσιάζονται να βρίσκονται υπό το ίδιο ιδιοκτησιακό καθεστώς.

δ) Προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού

Η προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού, αποτελεί μια ακραία μορφή εκποίησης στοιχείων ενεργητικού. Αναφέρεται σε εκείνο το είδος διάσπασης, όπου τα στοιχεία του ενεργητικού ενός τμήματος της επιχείρησης πωλούνται ανά τεμάχιο και όχι ως μια ολόκληρη λειτουργική οντότητα. Συνεπώς, η εκκαθάριση αυτού του είδους δεν θα πρέπει να συνδέεται με τις αποφάσεις για τη διακοπή ή την εγκατάλειψη κάποιας λειτουργίας, αλλά με την πώληση στοιχείων ενεργητικού. Έτσι, τα στοιχεία του ενεργητικού πωλούνται σε μια άλλη επιχείρηση και τα κέρδη από την πώληση αυτή διανέμονται στους μετόχους, αντί να επενδύονται σε νέα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία. Επομένως, όταν ένα τμήμα μιας επιχείρησης κρίνεται ότι δεν λειτουργεί αποδοτικά και ότι δεν μπορεί να αποδώσει κέρδη από την πώλησή του σε κάποια άλλη επιχείρηση, τότε η διοίκηση της επιχείρησης επιλέγει ως λύση του προβλήματος αυτού την προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού.

ε) Μοχλευμένη εξαγορά

Η μορφή αυτή της εξαγοράς έχει το χαρακτηριστικό ότι η χρηματοδότηση της, προέρχεται κατά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον κατά 75%) από τραπεζικό δανεισμό και όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράστριας εταιρείας, για αυτό και ονομάζεται μοχλευμένη. Θεωρείται ως ένας από τους πλέον επιθετικούς τρόπους μεγέθυνσης της εξαγοράστριας εταιρείας με ταυτόχρονη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου, καθώς

συνηθίζεται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, με έντονα αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας της επιχειρηματικής αυτής προσπάθειας. Με σκοπό τη μείωση του κινδύνου, η μοχλευμένη εξαγορά θεωρητικά πρέπει να χρησιμοποιείται περισσότερο για ώριμες εταιρείες με προβλέψιμες ταμειακές ροές παρά για καινούριες επιχειρήσεις με υψηλό κίνδυνο.

1.2.3 Συμπεράσματα

Τέλος, προκειμένου η επιχειρησιακή πολιτική, που ακολουθεί μια επιχείρηση να οδηγήσει σε μια συνεχή αύξηση της αξίας της επιχείρησης, θα πρέπει να γίνεται σωστή επιλογή του είδους διάσπασης της επιχείρησης, που ταιριάζει στη συγκεκριμένη περίπτωση. Οι βασικοί κανόνες, που πρέπει να ακολουθούνται είναι οι εξής:

- Όταν η λειτουργία μιας συγκεκριμένης επιχείρησης θα αξίζει περισσότερο ως μέρος μιας άλλης επιχείρησης ή άλλων επιχειρήσεων, τότε η διοίκηση της θα πρέπει να προχωρήσει στην εκποίηση αυτής.

- Όταν η πώληση μιας μη κερδοφόρας λειτουργίας δεν προσθέτει κατ' ανάγκην αξία στο κεφάλαιο των μετοχών της, τότε αγοραστές της μπορεί να αναμένονται μόνο αν διακρίνουν σ' αυτή μια ευκαιρία κερδοφορίας, ή την είσπραξη ενός συγκεκριμένου ποσοστού απόδοσης επί της επένδυσής τους ίσου τουλάχιστον ή μεγαλύτερο με το κόστος του κεφαλαίου τους. Έτσι, παρόλο που η πώληση από μόνη της μπορεί να προσφέρει ένα θετικό σημάδι στην αγορά, ότι δηλαδή η διοίκηση της επιχείρησης δείχνει μεγαλύτερη προσοχή στην κερδοφορία, οδηγεί την οικονομική αξία της επιχείρησης στο να αυξάνει μόνο αν η τιμή πώλησης είναι μεγαλύτερη από την αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών στον πωλητή.

- Όταν δεν εκδηλώνεται αγοραστικό ενδιαφέρον, και οι ελπίδες για μελλοντική κερδοφορία είναι αμυδρές, τότε η προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση ανά τεμάχιο λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού, είναι ίσως η καλύτερη λύση. Και αυτό γιατί μερικές επιχειρήσεις έχουν αποδείξει ότι αξίζουν, όπως λέγεται, 'περισσότερο νεκρές παρά ζωντανές'. Εξάλλου, αρκετοί υποστηρίζουν, ότι καλύτερος τρόπος εξυπηρέτησης των συμφερόντων των μετόχων, είναι στις περιπτώσεις αυτές, μερική ή ολική ρευστοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού (Παπαδάκης Β., 2002:425-427).

Βασικός στόχος της επιχείρησης είναι η επιβίωση και η κερδοφορία της σε σωστή εξαγορά, συγχώνευση και διάσπαση.

1.3 Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων

1.3.1 Γενικά

Οι διακρατικές συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν είναι νέο φαινόμενο για την Ευρώπη. Οι μεγαλύτερες αμερικανικές εταιρίες, εδώ και τριάντα χρόνια, έχουν εισχωρήσει στον ευρωπαϊκό χώρο με τη μέθοδο των εξαγορών και συγχωνεύσεων, προκειμένου να καρπωθούν οφέλη από την επικείμενη ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Αγοράς το 1992. Εξάλλου, η Μεγάλη Βρετανία, τα τελευταία χρόνια, έχει επεκταθεί στις Η.Π.Α, με την εξαγορά μεγάλου αριθμού εταιριών.

Το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων, που προοδευτικά εντείνεται διεθνώς και με γρήγορο ρυθμό μεταμορφώνει το διεθνές οικονομικό και επιχειρησιακό περιβάλλον, δεν άφησε ανέπαφη και τη δική μας χώρα. Ο ολοένα εντεινόμενος ανταγωνισμός στο νέο ευρωπαϊκό και διεθνές πεδίο, ωθεί και τις ελληνικές επιχειρήσεις στη δημιουργία βιώσιμων μεγάλων οικονομικών μονάδων, οι οποίες να σταθούν όρθιες στον ανελέητο ανταγωνισμό. Για να επιβιώσουν οι ελληνικές επιχειρήσεις, όλων των κλάδων, μέσα στο νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον, ωθούνται εκούσιες – ακούσιες σε συγχωνεύσεις με άλλες ελληνικές, ευρωπαϊκές, αμερικάνικες κλπ. επιχειρήσεις, προκειμένου να αποφύγουν ή να απομακρύνουν τον αφανισμό τους από το ελληνικό, ευρωπαϊκό και διεθνές πεδίο. Η συγχώνευση των μικρών και μεσαίων ελληνικών επιχειρήσεων με άλλες ελληνικές, ευρωπαϊκές κλπ. επιχειρήσεις αποτελεί γι' αυτές σήμερα μονόδρομο, αν επιθυμούν να επιβιώσουν και να εδραιώσουν τη θέση τους μέσα στο νέο αυτό οικονομικό τοπίο.

1.3.2 Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α.

Κατά καιρούς εμφανίζεται έξαρση στον αριθμό συγχωνεύσεων-εξαγορών σε σχέση με άλλες περιόδους. Έτσι πρωταρχικά στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής μπορούμε να διακρίνουμε τέσσερα 'κύματα' συγχωνεύσεων ή εξαγορών:

- το πρώτο, που πραγματοποιήθηκε ανάμεσα στο 1895 και το 1904 και κορυφώθηκε τις χρονιές μεταξύ του 1898 και του 1902, χαρακτηρίζεται από πληθώρα ενεργειών, κυρίως οριζόντιες συγχωνεύσεις, που κατέληξαν στην δημιουργία μονοπωλίων.

- το δεύτερο, που ξεκίνησε το 1922 και τελείωσε το 1929, λόγω της οικονομικής ύφεσης στα τέλη της δεκαετίας, χαρακτηρίζεται για τις εξαγορές συμπληρωματικών-συσχετιζόμενων επιχειρήσεων και για τις εξαγορές που, ναι μεν δεν δημιούργησαν μονοπώλια, αλλά δημιούργησαν ολιγοπώλια, που απέβλεπαν στον έλεγχο της αγοράς (Stigler G., 1950 : 10-12).

- το τρίτο, που έλαβε χώρα από το 1966 έως το 1968, οδήγησε στη δημιουργία μεγάλων κολοσσών, κυρίως από μη-συσχετιζόμενες επιχειρήσεις με κύρια κίνητρα τη αμυντική διαφοροποίηση κινδύνου έναντι αστάθειας πωλήσεων, ρυθμού ανάπτυξης αγοράς προϊόντων, αυξημένης αβεβαιότητας στο βιομηχανικό κλάδο (Weston J. Mansinghka S., 1971 : 928).

- το τέταρτο, που έχει αρχίσει από το 1974, παρατηρείται το φαινόμενο συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των μεγάλων εταιριών, στην προσπάθεια τους να διεθνοποιήσουν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες. Το νέο διεθνές φαινόμενο της «παγκοσμιοποίησης» ωθεί τις επιχειρήσεις στην εδραίωση της παρουσίας τους στις ανά τον κόσμο μεγάλες αγορές, με σκοπό να εκμεταλλεύονται σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερο βαθμό τις οικονομίες κλίμακας. Ιδιαίτερα μετά το 1984, το κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει λάβει τεράστιες διαστάσεις, ώστε το φαινόμενο αυτό να αποκαλείται «μανία εξαγορών και συγχωνεύσεων» (mergermania), ως αναπότρεπτη συνέπεια της διεθνούς τάσεως της «παγκοσμιοποίησης» (Weston Fr. Et al,1990 : 8-19).

1.3.3 Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ευρώπη (E.E.)

Η Ευρώπη (και ειδικότερα οι χώρες που αποτελούν σήμερα την Ευρωπαϊκή Ένωση) βέβαια δεν ακολούθησε με τον ίδιο ρυθμό όλες αυτές τις εξελίξεις που εμφανίστηκαν στον αμερικάνικο χώρο. Το γεγονός αυτό είχε επηρεαστεί αναμφίβολα από το ότι δεν υπήρχαν ακόμα οι προϋποθέσεις για μια ενιαία οικονομική αγορά με κοινό νόμισμα στον ευρωπαϊκό χώρο, δεν είχε σχηματιστεί η πεποίθηση ότι κάτι τέτοιο θα ήταν εφικτό το άμεσο χρονικό διάστημα και δεν είχε υιοθετηθεί το σχέδιο για την ΟΝΕ στην Κοινότητα (Τσουκάλης Λ., 1998: 378-379).

Οπότε, μόνο μετά τις αρχές της δεκαετίας του 1990, ο ευρωπαϊκός χώρος παρουσιάζει ένα κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, που αυξάνεται με γεωμετρική πρόοδο στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης και της δημιουργίας της Euro zone, με σκοπό από κάθε επιχείρηση

την απόκτηση ενός κρίσιμου μεγέθους δραστηριοτήτων και μεγέθους αγοράς. Η συνολική αξία των επιχειρηματικών κινήσεων διπλασιάστηκε το 1999 σε σχέση με το 1998 και έφτασε τα 1,2 τρις δολάρια (Μούσης Ν., 2001: 127-143).

Η δεκαετία του 1990 όμως ήταν αυτή και σε παγκόσμιο επίπεδο στην οποία ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών γνώρισε πραγματικά αλματώδη αύξηση φθάνοντας το ποσό των 6.5 τρισεκατομμυρίων δολαρίων σε αξία. Η τάση αυτή συνεχίστηκε αμείωτη και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2000. Με την αξία των εξαγορών ή συγχωνεύσεων να παρουσιάζει αύξηση κατά 20% περίπου σε σχέση με το 1999. Αντίθετα, η συνεχιζόμενη χρηματιστηριακή πτώση και αβεβαιότητα, μείωσε τις κινήσεις εξαγορών ή συγχωνεύσεων εντός του 2001. Μάλιστα μερικοί μιλούν για τη συντριβή του μεγάλου κύματος εξαγορών και συγχωνεύσεων, καθώς κατά το 2001 μειώθηκαν κατά περίπου 36% (Παπαδάκης Β., 2002: 402).

1.3.4 Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Μ. Βρετανία

Το πρώτο κύμα του φαινομένου στη Μεγάλη Βρετανία παρατηρήθηκε κατά τη δεκαετία του 1920. Κατά τη δεκαετία του 1930, δημιουργήθηκε, μέσα σ' αυτό το κύμα, ένα νέο είδος συγχωνεύσεων, η καλούμενη 'αμυντική συγχώνευση', που βοήθησε στην εξάλειψη του πλεονάσματος στην παραγωγική δυναμικότητα και που απώτερος στόχος ήταν να οδηγήσει την επιχείρηση στο να αξίζει περισσότερο σε χρηματιστηριακούς όρους, από ότι στην πραγματικότητα.

Το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, στη Μεγάλη Βρετανία, σημειώθηκε κατά τη δεκαετία του 1960 και ήταν κυρίως διαγωνίες ή ανομοιογενείς συγχωνεύσεις ή εξαγορές. Αυτό οφειλόταν κυρίως στο ότι, μετά το δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, πολλές επιχειρήσεις παρουσίαζαν χαμηλή αξία ενεργητικού, με αποτέλεσμα και η χρηματιστηριακή τους αξία να είναι πολλή χαμηλή και να αποτελούν έτσι ένα κίνητρο εξαγοράς αυτών από άλλες ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις (Samuels J. et al., 1999: 506-507).

Το τρίτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στη χώρα αυτή, σημειώθηκε κατά τη δεκαετία το 1970. Χαρακτηριστικό του νέου αυτού κύματος, σε αντίθεση με τα άλλα που προηγήθηκαν, ήταν ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές γίνονταν για την απόκτηση μετρητών και όχι άλλες μορφές χρεογράφων. Όπως είναι οι προνομιούχες μετοχές και οι ομολογίες. Πρέπει να σημειωθεί, ότι κατά τη διάρκεια του κύματος αυτού πολλές

επιχειρήσεις (κυρίως βρετανικές) εκδήλωσαν ένα ενδιαφέρον «ασυνήθιστο για την εξαγορά αμερικανικών επιχειρήσεων. Οι λόγοι για τη μεταστροφή τους αυτή ήταν δικαιολογημένοι, καθώς οι επιχειρήσεις αυτές διαισθάνονταν ότι η αμερικανική οικονομία μακροπρόθεσμα θα παρέμενε η πιο ισχυρή και η πιο υγιής στον κόσμο.

Το τέταρτο και μεγαλύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, το οποίο συνεχίζεται μέχρι και σήμερα, στη Μεγάλη Βρετανία, είναι αυτό που ξεκίνησε κατά τη δεκαετία του 1980. Κατά την περίοδο αυτή, οι διακρατικές συγχωνεύσεις και εξαγορές, που είχαν ξεκινήσει κατά τη δεκαετία του 1970, εντάθηκαν περισσότερο, έχοντας επικεφαλής τη Μεγάλη Βρετανία, η οποία με τη λήξη της δεκαετίας του 1980 και την έναρξη της δεκαετίας του 1990 έχει επεκταθεί στις Η.Π.Α., με την εξαγορά μεγάλου αριθμού αμερικανικών επιχειρήσεων (Ross St. et al, 1999: 593-595).

1.3.5 Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας, το βασικό χαρακτηριστικό των τελευταίων ετών ήταν η αλματώδης αύξηση του αριθμού των επιθετικών συγχωνεύσεων ή εξαγορών καθώς επίσης και η αύξηση του αριθμού τους μεταξύ των επιχειρήσεων που εδρεύουν και δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες. Είναι ενδεικτικό ότι σταδιακά, παύουν να υπάρχουν αμερικανικές, γερμανικές ή ιαπωνικές επιχειρήσεις και αρχίζουν να δημιουργούνται μεγάλες πολυεθνικές. Αυτό οφείλεται στην ολοένα και μεγαλύτερη απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου σε συνδυασμό με τις νέες συνθήκες που δημιουργήθηκαν από την παγκοσμιοποίηση που προσέφεραν πλήθος ευκαιριών και ταυτόχρονα κατέστησαν επιτακτική την ανάγκη της ενδυνάμωσης και ισχυροποίησης των επιχειρήσεων (Samuels J. et al, 1999: 505-506).

Με την εξάπλωση του διεθνούς εμπορίου, σιγά-σιγά, οδηγούμαστε σε ολιγοπωλιακές καταστάσεις.

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΛΟΓΟΙ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ – ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ
ΣΕ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ
ΚΑΙ ΤΡΟΠΟΙ ΑΠΟΦΥΓΗΣ ΤΟΥΣ**

«Τίποτα δεν εστιάζει το μυαλό περισσότερο από ότι η συνεχής παρακολούθηση ενός ανταγωνιστή που θέλει να σε εξαφανίσει από το χάρτη.»

(Wayne Calloway)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Λόγοι επιτυχίας – αποτυχίας σε εξαγορές και συγχωνεύσεις και τρόποι αποφυγής τους

2.1 Κίνητρα για εξαγορές και συγχωνεύσεις

2.1.1 Οικονομίες κλίμακας

Οικονομίες κλίμακας λόγω συγχωνεύσεων προκύπτουν, όταν η νέα εταιρία μπορεί να εκτελέσει π.χ. μια λειτουργία πιο αποτελεσματικά (με μικρότερο κόστος) από ότι την εκτελούσαν πριν οι δύο εταιρίες ξεχωριστά. Πηγές οικονομίας κλίμακας μπορεί να περιλαμβάνουν το κόστος κεφαλαίου, εξειδίκευση εργασίας, κόστος παραγωγής, μάρκετινγκ, διανομής κ.α. Έτσι οικονομίες κλίμακας μπορεί να προκύψουν τόσο από οριζόντιες όσο και από κάθετες συγχωνεύσεις. Στις κάθετες συγχωνεύσεις οι οικονομίες κλίμακας προκύπτουν από την ικανότητα της νέας εταιρίας να σταθεροποιήσει τις πηγές προμηθειών και την ζήτηση σε συνδυασμό με μείωση των σχετικών κοστών. Σαν παράδειγμα μπορούμε να αναφέρουμε το γεγονός ότι οι περισσότερες αεροπορικές εταιρίες έχουν ιδιόκτητα αεροπλάνα, γνωρίζουν ανά πάσα στιγμή την δυναμικότητά τους και την ζήτηση που μπορούν να ικανοποιήσουν.

Επίσης, η μεταφορά τεχνολογίας ευθύνεται για την πραγματοποίηση οικονομιών κλίμακας. Οι δύο εταιρίες μπορούν να επωφεληθούν από την τεχνολογική γνώση και τις μεθόδους που ήδη εφαρμόζουν και γενικότερα να μεταφέρει η μία στην άλλη το 'know-how'(Pike R. And Neale B., 1996 : 777-778).

2.1.2 Αύξηση του μεριδίου στην αγορά

Οι επιχειρήσεις μπορεί να επιδιώξουν την συγχώνευση προκειμένου να αυξήσουν το μερίδιο της αγοράς που κατέχουν, να κυριαρχήσουν και να δημιουργηθούν ίσως καταστάσεις μονοπωλίου ή και ολιγοπωλίου. Σε καταστάσεις μονοπωλίου, όπως είναι γνωστό, η τιμή είναι ελεγχόμενη έως ένα βαθμό και η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να πραγματοποιήσει υπερκέρδη. Ωστόσο στις περισσότερες χώρες υπάρχουν νόμοι που προσπαθούν να αποτρέψουν την εμφάνιση τέτοιων καταστάσεων.

2.1.3 Φορολογικά πλεονεκτήματα

Είναι πιθανόν κάποια εταιρία να απολαμβάνει φοροαπαλλαγές και άλλες διευκολύνσεις οι οποίες μπορούν να μεταφερθούν μέσω των συγχωνεύσεων. Το κίνητρο αυτό αναφέρεται στις πιθανές εκείνες φορολογικές απαλλαγές μιας επιχείρησης, που προέκυψαν λόγω συσσωρευμένων ζημιών αυτής σε προηγούμενες χρήσεις, και που εξαιτίας της αδυναμίας της να πραγματοποιήσει τα κέρδη που απαιτούνται για την ενεργοποίηση των φορολογικών απαλλαγών, αδυνατεί να κάνει χρήση αυτών. Στην περίπτωση αυτή, η επιχείρηση προκειμένου να εκμεταλλευτεί τις φοροαπαλλαγές αυτές, θα μπορεί να τις μεταβιβάσει σε μια άλλη επικερδή επιχείρηση, μέσω συγχώνευσης με αυτή. Κι αυτό, διότι εάν συγχωνευθούν οι δύο επιχειρήσεις, η ζημιά της μιας θα αφαιρεθεί από τα κέρδη της άλλης και έτσι η ενοποιημένη επιχείρηση θα παρουσιάζει μικρότερο φορολογικό εισόδημα, και μικρότερες επομένως φορολογικές επιβαρύνσεις.

2.1.4 Είσοδος σε νέες αγορές

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν πολλές φορές τον γρηγορότερο δρόμο για διείσδυση σε μια νέα αγορά, η οποία μπορεί να προσφέρει πολλές επενδυτικές ευκαιρίες και πλεονεκτήματα. Έτσι εάν μια επιχείρηση δραστηριοποιείται σε μια συγκεκριμένη αγορά μπορεί μια άλλη επιχείρηση που θα συγχωνευθεί με την πρώτη να εισχωρήσει σε αυτήν την αγορά εκμεταλλευόμενη το know-how και τα υπάρχοντα δίκτυα διανομής και ξεπερνώντας με ευκολία τα εμπόδια εισόδου που πιθανώς να υπάρχουν. Ακόμα, η είσοδος σε μια νέα αγορά μπορεί να αναφέρεται και σε μια χρηματιστηριακή αγορά, όπου μόνο μετά τη δημιουργία (συγχώνευση) του νέου σχήματος να δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για την εξαγοράστρια επιχείρηση να εισέλθει σε μία χρηματιστηριακή αγορά.

2.1.5 Επιπλέον χρηματορροές και θεωρία του παγιδευμένου κεφαλαίου

Έχει προταθεί ότι όταν η διοίκηση έχει στην διάθεσή της πλεονάζουσες χρηματορροές σε σχέση με αυτές που απαιτούνται για την χρηματοδότηση νέων επενδύσεων τότε προτιμούν να τις διαθέτουν για χρηματοδότηση εξαγορών. Επίσης όταν δεν διακρίνονται κάποιες συμφέρουσες επενδύσεις υπάρχει προτίμηση στην χρησιμοποίηση των διαθέσιμων χρηματορροών για εξαγορές παρά να επιστραφούν τα χρήματα στους μετόχους σαν μερίδια.

Με αυτόν τον τρόπο οι managers κρατούν τον έλεγχο στα χέρια τους. Υπάρχει όμως και η περίπτωση οι ίδιοι οι μέτοχοι να επιδιώξουν κάποια εξαγορά έτσι ώστε να χρησιμοποιήσουν τα διαθέσιμα χρήματα που έχουν 'παγιδευτεί' μέσα στην επιχείρηση. Αυτό μπορεί να το επιδιώξουν προκειμένου να αποφύγουν την φορολόγηση που θα είχαν αν έπαιρναν τα χρήματα με την μορφή μεριδίου (θεωρία του παγιδευμένου κεφαλαίου σύμφωνα με την οποία όταν υπάρχουν πλεονάζουσες χρηματορροές θα χρησιμοποιηθούν για εξαγορά άλλης εταιρίας) ή σε άλλη μορφή επένδυσης οπότε η αξία των μετοχών θα αυξηθεί περισσότερο από ότι εάν αυτά τα πλεονάζοντα χρήματα είχαν διατεθεί ως μερίδια (Samuels J. et al., 1999:508-512).

2.1.6 Διαφοροποίηση κινδύνου

Επιχειρήσεις από διαφορετικούς χώρους δραστηριοποίησης αντιμετωπίζουν διαφορετικά επίπεδα, κινδύνου κατά την διάρκεια των φάσεων του οικονομικού κύκλου. Συγκωνεύοντας επομένως επιχειρήσεις από διαφορετικούς χώρους επιτυγχάνεται διασπορά του κινδύνου. Ωστόσο το πλεονέκτημα αυτό δεν είναι τόσο ορατό στους μετόχους διότι εάν θέλουν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνό τους μπορούν να το κάνουν διαφοροποιώντας τις επενδύσεις στο χαρτοφυλάκιό τους. Έτσι αμφισβητείται το γεγονός ότι η διαφοροποίηση του κινδύνου σε επιχείρηση διαφοροποιεί σημαντικά και τον κίνδυνο των μετόχων (Samuels J. et al., 1999:508-512).

2.1.7 Εκτίμηση κεφαλαίων κάτω από την πραγματική τους αξία

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους μπορεί μια επιχείρηση να εμφανίζει υποτιμημένη αξία. Ένας από αυτούς είναι η αναποτελεσματική διοίκηση που δεν εξαντλεί όλες τις δυνατότητες της εταιρίας. Ένας άλλος παράγοντας, που αποτελεί και κίνητρο για συγχώνευση, είναι η εσωτερική πληροφόρηση που μπορεί να διαθέτουν δυνητικοί αγοραστής η οποία και θα αυξήσει την αξία των κεφαλαίων. Ένα άλλο κίνητρο μπορεί να είναι το κόστος αντικατάστασης των παγίων στοιχείων μιας επιχείρησης σε τρέχουσες τιμές όταν είναι πολύ υψηλότερο από το κόστος κτήσης τους (ιστορικό κόστος), οπότε συμφέρει μια επιχείρηση να αποκτήσει την πρόσθετη παραγωγική δυναμικότητα ή τις εγκαταστάσεις που απαιτούνται για την παραγωγή ενός προϊόντος, μέσω εξαγοράς ή συγχώνευσης με μια

άλλη επιχείρηση, που διαθέτει ήδη τις εγκαταστάσεις για την παραγωγή του προϊόντος αυτού. Συνεπώς, όταν η τρέχουσα αξία_του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι μικρότερη από τη λογιστική της αξία, τότε η επιχείρηση αυτή είναι υποψήφια για πιθανή συγχώνευση (Lee Ch. And Finnerty J., 1990 :622-667).

2.1.8 Προβλήματα επικοινωνίας μεταξύ μετόχων και διοίκησης

Το κίνητρο πηγάζει από τη θεωρία που αφορά τις σχέσεις μετόχων και διοίκησης. Εάν υποθέσουμε ότι η διοίκηση κατέχει προνομιούχες μετοχές είναι πιο πιθανό να δράσει σύμφωνα με το συμφέρον των μετόχων. Έτσι εάν κάποιος εξωτερικός αγοραστής προσφέρει π.χ. 20 δολάρια την μετοχή, ενώ η τρέχουσα τιμή της είναι 15, η διοίκηση θα ανταποκριθεί θετικά εφόσον κατέχει και η ίδια μετοχές, ενώ θα δει την συγχώνευση σαν απειλή εάν δεν κατέχει μετοχές (Lee Ch. And Finnerty J., 1990 :622-667).

2.1.9 Στρατηγικά πλεονεκτήματα

Μερικές εξαγορές υπόσχονται στρατηγικά πλεονεκτήματα, δηλαδή ευκαιρίες για εκμετάλλευση ενός ανταγωνιστικού περιβάλλοντος. Έτσι ένα στρατηγικό όφελος δίνει περισσότερο μια καινούργια προοπτική στις διαδικασίες της επιχείρησης, παρά μία τυποποιημένη επενδυτική ευκαιρία.

2.1.10 Δυνατότητα χρηματοδότησης με χαμηλό κόστος

Σε ατελής κεφαλαιακές αγορές, ίσως λόγω ασυμμετρίας στην διάχυση της πληροφορίας ανάμεσα στην διοίκηση και στους εξωτερικούς επενδυτές, η επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίσει περιορισμούς στην εξεύρεση χρηματοδότησης. Το πρόβλημα αυτό αφορά κυρίως τις νέες αναπτυσσόμενες εταιρίες. Η δυσκολία έγκειται και στο γεγονός ότι είναι δύσκολο να προσδιοριστεί η αξία τους λόγω έλλειψης ιστορικών στοιχείων απόδοσής τους και της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης. Επομένως, μια και πρέπει να βασιστούν σε εξωτερική χρηματοδότηση είναι πιθανόν να μην έχουν την δυνατότητα να αναλάβουν κάποιες επενδυτικές ευκαιρίες. Η συγχώνευση αποτελεί ίσως λύση σε αυτό το πρόβλημα.

2.1.11 Διαφορική διοικητική αποτελεσματικότητα

Η διαφορική διοικητική αποτελεσματικότητα αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα κίνητρα συγχώνευσης ή εξαγοράς μεταξύ επιχειρήσεων, καθώς με αυτή η διαχείριση των πόρων των εταιριών, που συμμετέχουν στο είδος αυτοσυγκέντρωσης, γίνεται πιο αποτελεσματική. Πιο συγκεκριμένα, αν η διοίκηση της επιχείρησης A είναι περισσότερο αποτελεσματική σε σχέση με τη διοίκηση της επιχείρησης B, μετά την εξαγορά της B από την A, η διοικητική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης B θα αυξηθεί σε τέτοιο βαθμό, ώστε να φθάσει στο επίπεδο αποτελεσματικότητας της επιχείρησης A. Κι αυτό, διότι η επιχείρηση B, μετά την εξαγορά, θα βρίσκεται υπό την ίδια διοίκηση με την A.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η διαφορική διοικητική αποτελεσματικότητα συναντάται κυρίως ως κίνητρο συγχωνεύσεων ή εξαγορών μεταξύ επιχειρήσεων, που ανήκουν είτε στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας (οριζόντιες συγχωνεύσεις), είτε σε συναφείς κλάδους (ομοκεντρικές συγχωνεύσεις). Αυτό, διότι οι επιχειρήσεις, που δραστηριοποιούνται στον ίδιο ή σε συναφείς κλάδους με αυτόν που ανήκει η ανεπαρκώς διοικούμενη επιχείρηση, παρουσιάζουν μεγαλύτερες πιθανότητες να είναι και οι υποψήφιοι αγοραστής της, αφού διαθέτουν πείρα για τον εντοπισμό εταιριών που παρουσιάζουν χαμηλότερες επιδόσεις και τιμές δεικτών κάτω του μέσου όρου του κλάδου τους, αλλά και διοικητική τεχνογνωσία για τη βελτίωση των επιδόσεων αυτών. (Samuels J. et al., 1999:509).

2.1.12 Αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα

Η αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας αποτελεί ένα ακόμα κίνητρο για τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων, επειδή βοηθά τις συνδυαζόμενες επιχειρήσεις να αυξήσουν έτσι την αξία τους. Αυτό συμβαίνει, διότι με τη συγχώνευση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, των οποίων οι ταμειακές ροές δεν συσχετίζονται τέλεια, μειώνεται ο κίνδυνος της επιχείρησης και η διασπορά αυτού που γίνεται σε τέτοιο σημείο, ώστε να είναι μικρότερος από το άθροισμα των κινδύνων των δύο επιχειρήσεων όταν λειτουργούσαν ξεχωριστά. Αυτό συμβαίνει, διότι όσο πιο μεγάλος είναι ο όγκος της συνδυαζόμενης οντότητας, τόσο μεγαλύτερη είναι η ασφάλεια που νιώθουν οι δανειστές, αφού με τη συγχώνευση μειώνεται η πιθανότητα χρεοκοπίας καθεμιάς μεμονωμένα, με αποτέλεσμα οι δανειστές να επιτρέπουν στην προκύπτουσα νέα οντότητα την επίτευξη υψηλότερων τόκων και μεγαλύτερων φορολογικών απαλλαγών (Lee Ch. And Finnerty J., 1990: 664-666).

2.1.13 Αναπροσαρμογή των αποσβέσεων

Η αναπροσαρμογή των αποσβέσεων αποτελεί ένα σημαντικό κίνητρο για τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων, καθώς αναφέρεται στην αύξηση της βάσης πάνω στην οποία υπολογίζεται η απόσβεση των παγίων στοιχείων της επιχείρησης. Η αύξηση αυτή προκύπτει όταν η τιμή που πληρώνει η εξαγοράζουσα επιχείρηση για τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, τα οποία υπόκεινται σε απόσβεση, ξεπερνά τη λογιστική τους αξία. Στην περίπτωση αυτή, η επιχείρηση αναπροσαρμόζει τη βάση των αποσβέσεων των αγοραζομένων παγίων στην αγοραία τους αξία και υπολογίζει τις αποσβέσεις, σύμφωνα με την υψηλότερη αυτή αξία. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, η μελλοντική φορολογική επιβάρυνση (μετά φόρων) της νέας επιχείρησης να είναι χαμηλότερη από το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων (μετά φόρων) των επιχειρήσεων ως χωριστών επιχειρησιακών οντοτήτων. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί, ότι η αναπροσαρμογή της βάσης, πάνω στην οποία υπολογίζεται η απόσβεση των παγίων στοιχείων της επιχείρησης, δημιουργεί συχνά φορολογικά κέρδη για την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Τα κέρδη αυτά προέρχονται συνήθως από δύο πηγές. Πρώτον, από το ότι η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αναπροσαρμόζει την αξία των αγορασθέντων παγίων στην αντικειμενική τους αξία, όπως αυτή προσδιορίζεται από τη μεταβολή του πληθωρισμού, και δεύτερον από το ότι η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αποσβήνει και τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας και της αντικειμενικής αξίας, που συνιστά επιπρόσθετη αναπροσαρμογή και μπορεί να ωφελήσει ακόμα περισσότερο την ίδια (Lee Ch. And Finnerty J., 1990: 667-671).

2.1.14 Προσωπικά οφέλη των managers

Τα χρηματοοικονομικής φύσεως κίνητρα, συχνά δεν αποτελούν τους μόνους λόγους για τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων. Αυτό, διότι πολλοί από εκείνους, που έχουν και ασκούν την εξουσία στις επιχειρήσεις, αρέσκονται στο να αποκτούν περισσότερο έλεγχο πάνω σε άτομα και επιχειρήσεις, παρά να διοικούν μικρές εταιρίες. Βέβαια, κανένας από τους managers αυτούς δεν παραδέχεται κάτι τέτοιο, πολλοί όμως μελετητές συγχωνεύσεων και εξαγορών υποστηρίζουν ότι η απόκτηση εξουσίας παίζει πρωταρχικό ρόλο σε πολλές περιπτώσεις τέτοιου είδους συγκέντρωσης επιχειρήσεων. Εκτός από την 'ανάγκη' απόκτησης ελέγχου και εξουσίας των διοικούντων, έχει παρατηρηθεί, ότι και οι υψηλοί μισθοί, καθώς και οι επιπρόσθετες αμοιβές σχετίζονται με το μέγεθος της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει, ότι όσο

μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση, τόσο υψηλότερες είναι και οι αποδοχές των διοικητικών υπαλλήλων των ανώτατων διοικητικών κλιμακίων. Συνεπώς και τα μισθολογικά πλεονεκτήματα αποτελούν κίνητρο για την παρακίνηση των διοικούντων προς συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων, η οποία με τη σειρά της θα αυξήσει το μέγεθος, τον πλούτο, την ανάπτυξη της επιχείρησής τους, και το προσωπικό γόητρο των διοικούντων.

2.1.15 Συμπεράσματα

Οι οικονομίες κλίμακας, η αύξηση του μεριδίου στην αγορά, τα φορολογικά πλεονεκτήματα, η είσοδος σε νέες αγορές, η διαφοροποίηση κινδύνου, τα στρατηγικά πλεονεκτήματα, η αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα, καθώς και οι υπόλοιποι λόγοι, τις περισσότερες φορές αποτελούν μονόδρομο για την εξέλιξη μιας επιχείρησης. Αυτό μόνο που πρέπει να είναι σαφές, για να μην διακινδυνεύονται τα κεφάλαια των μετόχων για προσωπικά οφέλη των managers, είναι που αποβλέπει μια ενέργεια εξαγοράς-συγχώνευσης και κατά πόσο αυτό που θα τεκμηριώνεται, θα είναι επαρκές και αληθές στο business plan, ούτως ώστε να ικανοποιούνται στο βέλτιστο βαθμό τα συμφέροντα όλων των συμμετόχων (stakeholders) της επιχείρησης .

Τα κίνητρα E&Σ συνδέονται άρικτα με την ικανοποίηση των συμφερόντων των συμμετόχων της επιχείρησης.

2.2 Λόγοι αποτυχίας σε εξαγορές και συγχωνεύσεις

2.2.1 Ανεπαρκής αξιολόγηση-υπερεκτίμηση προσδοκώμενων συνεργιών

Ένας από τους βασικότερους λόγους που μια επιχείρηση αποφασίζει να εφαρμόσει στρατηγική ανάπτυξης μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων είναι η πιθανότητα να επιτευχθεί ένα ή περισσότερα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, δηλαδή ικανότητες που δεν έχουν άλλες ανταγωνίστριες επιχειρήσεις και είναι πολύ δύσκολο να μιμηθούν. Για να πραγματοποιηθεί αυτό, η επιχείρηση πρέπει να εξασφαλίσει την ύπαρξη συνέργιας. Η συνέργια αφορά την επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερης από αυτή που θα είχαν οι δύο επιχειρήσεις, αν λειτουργούσαν ξεχωριστά και παίρνει τη μορφή οικονομιών κλίμακας και φάσματος, βελτίωσης δικτύου διανομής, βελτίωσης των ακολουθούμενων διαδικασιών και αύξησης του

μεριδίου αγοράς και του ποσοστού των κερδών. Η συνέργια μπορεί επίσης να προέρχεται και από πηγές που είναι δύσκολο να περιγράψουν ή να υπολογιστούν όπως από την κουλτούρα της εταιρείας, τη μοναδική της ιστορία, τη φήμη της ή την τεχνογνωσία που κατέχει.

Ωστόσο, η εκτίμηση ότι η συγχώνευση δύο εταιρειών θα δώσει ώθηση στις πωλήσεις και τα κέρδη τους, καθότι το μερίδιο αγοράς που θα ελέγχουν θα είναι πλέον μεγαλύτερο μπορεί να αποδειχθεί λανθασμένη. Κι αυτό, γιατί η προβλεπόμενη αύξηση των εσόδων φαίνεται να παρουσιάζει τρομακτική δυσκολία στον υπολογισμό, διότι εξαρτάται από εξωτερικές παραμέτρους, οι οποίες συχνά είναι πέραν του ελέγχου του μάνατζμεντ. Η πελατεία της εξαγορασθείσας εταιρείας, για παράδειγμα, μπορεί να αντιδρά διαφορετικά σε διαφορετικές τιμές και χαρακτηριστικά προϊόντων. Ομοίως και οι ανταγωνιστές είναι πολύ πιθανόν να μειώσουν τις τιμές τους, ή να προχωρήσουν κι αυτοί σε συγχωνεύσεις, έτσι ώστε να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες του ανταγωνισμού.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχει ο κίνδυνος η συγχώνευση ή η εξαγορά δύο εταιρειών να γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος. Πολλές επιχειρήσεις, κυρίως στον τραπεζικό τομέα, έχουν την τάση να εξαγοράζουν άλλες επειδή αυτή είναι και η τάση της αγοράς ή από φόβο μήπως το μικρό μέγεθός τους τις καταστήσει ευάλωτες σε εξαγορές. Στις περιπτώσεις αυτές η αναίτια εξαγορά και η ανεπαρκής αξιολόγηση των εξαγοραζόμενων εταιρειών όχι μόνο δεν αποφέρει συνέργιες, αλλά πολύ συχνά οδηγεί στο αντίθετο αποτέλεσμα, βάζοντας σε κίνδυνο τις προοπτικές του όλου εγχειρήματος.

Καθίσταται επομένως φανερό ότι υπάρχουν πολλές δυσκολίες στην ακριβή εκτίμηση ύπαρξης συνέργιας και του οφέλους που ενδεχομένως θα αποφέρει. Υπάρχει ακόμα και το ενδεχόμενο να υπάρχει δυνατότητά συνέργιας, όμως τα διοικητικά στελέχη να αδυνατούν να την αντιληφθούν και συνεπώς να μην είναι σε θέση να κατευθύνουν τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων, ώστε να την επιτύχουν (Παπαδάκης Β., 2002:412-414).

2.2.2 Δυσκολίες ενοποίησης - Ο ανθρώπινος παράγων

Ένας δεύτερος βασικός λόγος αποτυχίας μιας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων είναι η αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης των δύο επιχειρήσεων. Η προσπάθεια ένωσης δύο εταιρειών αφορά την ένωση δύο διαφορετικών

ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου, όπως και την προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών των δύο επιχειρήσεων. Για αυτό και, εκτός από την περίπτωση όπου οι δύο επιχειρήσεις αποδεικνύονται μη συμβατές ως προς τη στρατηγική που ακολουθούν, είναι δυνατόν ο ανθρώπινος παράγοντας να είναι εκείνος που ευθύνεται για την αποτυχία. Παράλληλα σε όλα αυτά, θα πρέπει να διευκρινισθεί ότι όταν μιλάμε για ανθρώπινο παράγοντα, αναφερόμαστε στο ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και την εταιρική κουλτούρα που το διακρίνει, ενώ τον όρο εταιρική κουλτούρα, εννοούμε το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν, συχνά ασυνείδητα, ώστε να καθοδηγούν και να διαμορφώνουν την ατομική και την εταιρική συμπεριφορά.

Βέβαια, παρόλο που η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι σημαντικός παράγοντας επιτυχίας μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, είναι και ο παράγων που στις περισσότερες περιπτώσεις αγνοείται κατά τη σύναψη αυτής. Οι δυσάρεστες συνέπειες απαντώνται κατά τη μεταβατική περίοδο μετά την οριστικοποίηση της συμφωνίας και είναι ιδιαίτερα σοβαρές, σε σημείο που να οδηγήσουν μια, καθ' όλα τα υπόλοιπα στοιχεία της, πολλά υποσχόμενη εξαγορά ή συγχώνευση σε αποτυχία. Και αυτό γιατί συχνά η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν αντιλαμβάνεται το μέγεθος της αβεβαιότητας που επικρατεί μεταξύ των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Πολλοί από αυτούς δε γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν τη θέση τους ή θα απολυθούν, μέσα στο ευρύτερο κλίμα των απολύσεων που συνοδεύει τις περισσότερες εξαγορές. Η αβεβαιότητα αυτή μεταξύ των υπαλλήλων των επιχειρήσεων-στόχων, έχει παρατηρηθεί ότι οδηγεί σε μια συμπεριφορά που χαρακτηρίζεται από πτώση ηθικού, άγχος, αύξηση απουσιών από την εργασία και μείωση παραγωγικότητας. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν οι εταιρείες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές, με αποτέλεσμα οι εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας εταιρείας να νιώθουν ηττημένοι, φοβισμένοι και συχνά προδομένοι (Παπαδάκης Β., 2002:415-418).

2.2.3 Υπερβολικό χρέος

Μια επιχείρηση που αποφασίζει να εξαγοράσει κάποια άλλη, είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει, ιδιαίτερα, αν είναι πεπεισμένη ότι αυτή η κίνηση θα της αποφέρει μεγάλο όφελος. Όμως, συνήθως, είτε λόγω ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης που εξαγοράζεται, είτε λόγω

υπερβολικής αυτοπεποίθησης των στελεχών της, για την απόφασή τους, η επιχείρηση πριν το κλείσιμο της συμφωνίας βρίσκεται σε μια θέση όπου δε γνωρίζει την ακριβή αξία που έχει η επιχείρηση-στόχος.

Αν οι μετοχές της επιχείρησης-στόχου διακινούνται στο χρηματιστήριο, κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αυξάνεται η τιμή της μετοχής της. Προκειμένου να εξασφαλίσει την επιχείρηση-στόχο, η επιχείρηση-αγοραστής είναι πρόθυμη να διαθέσει υψηλή υπεραξία (premium) στους μετόχους της πρώτης, το οποίο συνεπάγεται μεγάλα έξοδα. Αν μάλιστα δε διαθέτει τα ρευστά που απαιτούνται, στρέφεται σε άλλο είδους χρηματοδότηση, συνήθως δανεισμό από τράπεζες και μέσω junk bonds (ομόλογα με υψηλό επιτόκιο, διότι πρόκειται για αβέβαιη επένδυση, αφού εξαρτάται από την επιτυχία ή αποτυχία της εξαγοράς). Επίσης ενδέχεται να ακολουθήσει και ανορθόδοξους τρόπους χρηματοδότησης για την αγορά των μετοχών, να χρησιμοποιήσει, για παράδειγμα, ίδιους χρηματικούς πόρους, οι οποίοι όμως αρχικά προοριζόνταν για άλλες δραστηριότητες (Παπαδάκης Β.,2002:418-419).

2.2.4 Ρόλος στελεχών

Προβλήματα για την επιχείρηση μπορεί να δημιουργηθούν και κατά την πορεία των διαπραγματεύσεων για εξαγορά. Τα προβλήματα αυτά, ενώ δεν είναι έντονα ή ακόμα και εμφανή αρχικά, είναι δυνατόν αργότερα να ενταθούν και να οδηγήσουν σε αποτυχία.

Όπως είναι φυσικό, κυρίαρχο ρόλο στις διαπραγματεύσεις έχουν τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή. Βασικό ρόλο όμως κατέχει και ένα πλήθος άλλων ατόμων με διάφορες ειδικότητες, είτε από την ίδια την εταιρεία, είτε ανεξάρτητα από αυτή. Τα εν λόγω άτομα, πού συνήθως δεν έχουν συνεργαστεί ποτέ μεταξύ τους, καλούνται να αναλύσουν, να επεξεργαστούν και να παρουσιάσουν από κοινού την άποψή τους για την επικείμενη απόφαση που πρέπει να ληφθεί από την επιχείρηση, σε πολύ σύντομο χρόνο. Τα στελέχη δίνουν πολύ μεγάλη έμφαση στη διαδικασία διαπραγμάτευσης, ώστε να επιτύχουν το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα. Όμως, πολλές φορές, αδυνατούν να οργανώσουν αποτελεσματικά τους υπόλοιπους αναλυτές και να δημιουργήσουν το κλίμα συνεργασίας που απαιτείται. Κατά συνέπεια η ανάλυσή τους ενδέχεται να μην έχει συνοχή και να αγνοούνται κάποια άλλα θέματα που προκύπτουν από την εξαγορά ή συγχώνευση.

2.2.5 Συμπεράσματα

Πολλές φορές τα μεγαλεπήβολα αυτά εγχειρήματα αποτυγχάνουν. Σχετικές αναφέρουν ποσοστά αποτυχίας που αγγίζουν ακόμα και το 75% των εξαγορών ή συγχωνεύσεων. Συμπεραίνουμε, λοιπόν, σε συνέχεια και σύμφωνα με τους παραπάνω βασικούς λόγους (η ανεπαρκής αξιολόγηση της απόδοσης της επιχείρησης-στόχου, η αδυναμία ομαλής ενοποίησης των δύο επιχειρήσεων, το υπερβολικό χρέος που δημιουργείται από τη χρηματοδότηση της εξαγοράς της επιχείρησης-στόχου και ο ρόλος των στελεχών των δύο επιχειρήσεων κατά την εξαγορά ή συγχώνευση), όπως η ιστορία σε πολλές περιπτώσεις έχει αποδείξει, ότι δεν είναι λίγες οι φορές που το κύμα των εξαγορών ή συγχωνεύσεων κάθε άλλο παρά θετικά αποτελέσματα έφερε στις επιχειρήσεις και, προφανώς, επηρέασε δυσμενώς τη θέση τους.

2.3 Τρόποι αποφυγής ανεπιθύμητης εξαγοράς ή συγχώνευσης

Οι ανεπιθύμητες συγχωνεύσεις ή καταλήψεις, όπως χαρακτηρίζονται ειδικότερα, ήταν παλαιότερα πολύ συνηθισμένες στην παγκόσμια πρακτική. Οι διοικήσεις όμως των επιχειρήσεων φάνηκαν πολύ δημιουργικές στην επινοήση τακτικών για την παρεμπόδιση ή την καθυστέρηση ανεπιθύμητων συγχωνεύσεων. Πιο συγκεκριμένα οι πιο συχνά εμφανιζόμενες αμυντικές τακτικές είναι:

2.3.1 Δικαστικά εμπόδια για αντιμονοπωλιακή νομοθεσία

Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων προσπαθούν να καθυστερήσουν την επερχόμενη συγχώνευση προκαλώντας δικαστικές επεμβάσεις που βασίζονται συνήθως σε αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες. Προσπαθούν, δηλαδή, να αποδείξουν ότι θίγονται τα συμφέροντα των καταναλωτών καθώς δημιουργούνται μονοπωλιακές καταστάσεις. Άλλου είδους δικαστικά εμπόδια μπορούν να εμφανιστούν όταν οι υπό συγχώνευση επιχειρήσεις αγοράζουν άλλες επιχειρήσεις, συνήθως στον ίδιο τομέα παραγωγικών δραστηριοτήτων με την αγοράζουσα επιχείρηση. Με αυτόν τον τρόπο προκαλούν αιτίες για δικαστικές επεμβάσεις (Samuels J. et al., 1999: 517-518).

2.3.2 Κοσμήματα του στέμματος

Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους να απαξιωθούν προχωρούν πολύ συχνά στην πώληση βασικών περιουσιακών τους στοιχείων (crown jewels), τα οποία αποτελούν και την κύρια πηγή έλξης από την πλευρά της εξαγοράστριας επιχείρησης. Οπότε, ευελπιστούν ότι έτσι δεν θα αποτελούν μετά από αυτό στόχο εξαγοράς. Η τακτική αυτή είναι περισσότερο διαδεδομένη στις Η.Π.Α., από ότι στη Μεγάλη Βρετανία, όπου απαγορεύεται να ανακοινωθεί και να πραγματοποιηθεί πώληση περιουσιακού στοιχείου μιας εταιρείας, ενώ εκκρεμεί ανακοίνωση πρόθεσης εξαγοράς της εν λόγω εταιρείας, παρά μόνο εάν είναι ανεπιτυχής η προσπάθεια εξαγοράς της και θέλει να πουλήσει κάποιο περιουσιακό της στοιχείο σε μετέπειτα χρόνο μετά τη λήξη της προθεσμίας για εξαγορά (Samuels J. *et al*, 1999:518).

2.3.3 Λευκός ιππότης

Η διοίκηση της επιχείρησης-στόχος προσπαθεί να βρει μία άλλη φιλική προς αυτήν επιχείρηση (white knight), η οποία να είναι πρόθυμη να υποβάλλει και αυτή προσφορά εξαγοράς και να εμπλακεί σε ένα πόλεμο αντιπροσφορών ώστε να δυσκολέψει και να αποτρέψει την ανεπιθύμητη συγχώνευση. Οπότε, είτε δεν θα τελεσφορήσει η προσπάθεια εξαγοράς της είτε θα εξαγοραστεί - συγχωνευτεί με κάποια εταιρεία που είναι προσφιλής στη διοίκησή της (white knight) και διαφορετική από τον αρχικό υποψήφιο εξαγοραστή (black knight) (Παπαδάκης Β., 2002: 400).

2.3.4 Δανειακές υποχρεώσεις

Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις πολλές φορές στην προσπάθειά τους να αποτρέψουν μια ανεπιθύμητη συγχώνευσή τους με κάποια άλλη επιχείρηση δανείζονται ένα μεγάλο ποσό χρημάτων, το οποίο είναι πληρωτέο μετά από τη λήξη της διαδικασίας της συγχώνευσης ή της εξαγοράς (Παπαδάκης Β., 2002: 400).

2.3.5 Χρυσά αλεξίπτωτα

Οι διοικήσεις των υπό εξαγορά επιχειρήσεων προσφέρουν στους εαυτούς τους χρυσά

αλεξίπτωτα (golden parachutes), δηλαδή υπογράφονται συμβόλαια σύμφωνα με τα οποία τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα λάβουν ένα πολύ μεγάλο χρηματικό ποσό σε περίπτωση που απολυθούν χωρίς κάποια σημαντική αιτία μετά από την ολοκλήρωση της διαδικασίας της συγχώνευσης.

Πρέπει να τονιστεί ότι μια τέτοιου είδους συγχώνευση (κατάληψη - take over bid) μπορεί να οδηγήσει σε σοβαρές διαφωνίες μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων της υπό εξαγορά επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν το τίμημα που πληρώνεται από την εξαγοράζουσα είναι αρκετά υψηλότερο από την τρέχουσα αγοραία αξία της επιχείρησης. Ένα τέτοιο τίμημα είναι λογικό να το επιθυμούν οι μέτοχοι, ενώ από την άλλη πλευρά η προσφορά αυτή μπορεί να είναι καθοριστική για τη διοίκηση της υπό εξαγορά επιχείρησης, διότι υπάρχει περίπτωση να χάσουν τη δουλειά τους εάν η συγχώνευση πραγματοποιηθεί με επιτυχία και η νέα διοίκηση τους αντικαταστήσει. Τα χρυσά αλεξίπτωτα δίνουν τη δυνατότητα στην διοίκηση να ενεργεί προς το συμφέρον των μετόχων σε κάθε περίπτωση συγχώνευσης χωρίς να φοβάται ότι θα αντικατασταθεί (Brigham E. and Houston J., 1998: 820-821).

2.3.6 Δηλητηριώδη χάπια

Οι διοικήσεις των υπό εξαγορά επιχειρήσεων εκδίδουν μία σειρά αξιόγραφων (poison pills) που δίνουν στους κατόχους τους ειδικά δικαιώματα, όπως για παράδειγμα να αγοράσουν μετοχές της αγοράζουσας ή της αγοραζόμενης επιχείρησης, τα οποία όμως ασκούνται μόνο σε περίπτωση ιδιοκτησιακής αλλαγής. Η επιχείρηση που εκδίδει αυτού του είδους τα αξιόγραφα ελπίζει να κάνει τη συγχώνευση λιγότερο ελκυστική και να την αποτρέψει (Weston Fr. et al, 1990: 505-506).

2.3.7 Χωρισμένο διοικητικό συμβούλιο

Πολλές επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους να μην γίνουν εύκολη λεία εχθρική κατάληψης ακολουθούν την εξής πρακτική: Χωρίζουν το διοικητικό τους συμβούλιο (π.χ. που είναι εννιαμελές) σε (τρία) τμήματα και κρατούν αυτή τη πληροφορία μυστική (classified boards). Μόνο το ένα εκλέγεται κάθε χρόνο και έτσι ο υποψήφιος αγοραστής δεν μπορεί να κερδίσει τον έλεγχο του στόχου αμέσως (όποτε, για τρία χρόνια), ενώ μόνο εάν το

επιχειρήσει θα λάβει γνώση για την ύπαρξη αυτής της ρήτηρας. Στόχος στην προκειμένη περίπτωση του management της εταιρείας - στόχου είναι να κρατηθεί αυτό μυστικό και να ανακοινωθεί μόνο όταν είναι απαραίτητο για να αποτραπεί η προσφορά εξαγοράς (Weston Fr. et al, 1990: 499).

2.3.8 Περιορισμένα δικαιώματα ψήφου

Κάποιοι μέτοχοι οι οποίοι έχουν στην κατοχή τους πάνω από ένα ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης δεν έχουν δικαίωμα ψήφου, εκτός εάν υπάρχει σύμφωνη γνώμη του διοικητικού συμβουλίου (voting plans). Με αυτόν τον τρόπο αποτρέπεται η δυνατότητα των μεγαλομετόχων να κάνουν ότι θέλουν και να συμφωνήσουν με την αγοράζουσα επιχείρηση (Weston Fr. et al., 1990: 508).

2.3.9 Άμυνα πακμαν

Η εταιρεία που είναι το αντικείμενο προσφοράς κάνει μια αντιπροσφορά για την εξαγορά του ίδιου του υποψήφιου εξαγοραστή. Η αμυντική αυτή τακτική (Pac-Man strategy) χρησιμοποιείται συνήθως στις Η.Π.Α. και περιστασιακά στη Μεγάλη Βρετανία. Το όνομα της βασίζεται στο γνωστό παιχνίδι, όπου το αντικείμενο, που, ενώ το κυνηγάν, γυρνά κάποια στιγμή και επιτίθεται σε αυτούς που το ακολουθούν (Samuels J. et al., 1999: 518).

2.3.10 Αναθεώρηση μελλοντικής κερδοφορίας

Μια κλασσική αμυντική στρατηγική είναι η αναθεώρηση μελλοντικής κερδοφορίας. Δημιουργούνται, δηλαδή, προβλέψεις για την κερδοφορία που δείχνουν ότι τα μελλοντικά αποτελέσματα θα είναι πολύ καλύτερα από ό,τι η αγορά είχε προβλέψει και είχε προεξοφλήσει. Έτσι, εάν αυτές είναι ρεαλιστικές στο επενδυτικό κοινό, τότε η τιμή της μετοχής θα ωθηθεί σε υψηλά επίπεδα και η προσφορά της εξαγοράς θα καταλήξει να φαίνεται σχετικά λιγότερο ελκυστική. Οι πιο συχνοί τρόποι για να φαίνονται εφικτές οι νέες προβλέψεις είναι: η βελτιωμένη αποτελεσματικότητα των διαδικασιών, μια δραματική αλλαγή του συλ διοίκησης από το management και η αλλαγή των μεθόδων λογιστικής, που εφαρμόζει η εταιρεία-στόχος (Samuels J. et al, 1999: 519).

2.3.11 Greenmail

Το greenmail είναι άλλη μία στρατηγική άμυνας για τη διοίκηση της εταιρείας-στόχος. Σε ένα τυπικό greenmail σενάριο, η εταιρεία που είναι ο αγοραστής έχει ήδη αποκτήσει ένα αριθμό μετοχών στην εταιρεία-στόχο και οι managers της εταιρείας-στόχος θέλοντας να αποτρέψουν την προσπάθεια της εξαγοράς κάνουν μια προσφορά για την επαναγορά των μετοχών, δίνοντας βέβαια την δυνατότητα στον επίδοξο αγοραστή να αποκομίσει ένα σημαντικό περιστασιακό κέρδος. Βέβαια, η κίνηση αυτή καταλήγει σε βάρος των μετόχων της εταιρείας-στόχος, καθώς χάνονται ουσιαστικά άσκοπα πολύτιμα κεφάλαια της εταιρείας, για αυτό και σε διάφορες χώρες για να προστατευθούν οι μέτοχοι έχουν θεσπιστεί αντικίνητρα και απαγορεύσεις με κατεύθυνση την αποτροπή τέτοιων ενεργειών (π.χ. Η.Π.Α.: Tax Reform Act of 1986, όπου δεν επιτρέπει να εκπίπτονται τα έξοδα που έγιναν για τέτοιο σκοπό από τα φορολογητέα εισοδήματα της εταιρείας) (Seitz N. and Ellison M., 1995: 785).

2.3.12 Συμπεράσματα

Οι παραπάνω μέθοδοι, που αναφέραμε και χρησιμοποιούνται, είναι προφανές ότι αποσκοπούν στην διατήρηση της εταιρείας-στόχου ως ξεχωριστής επιχείρησης βραχυπρόθεσμα. Μακροπρόθεσμα, όμως, είναι προφανές ότι αυτές πολλές φορές δεν οδηγούν προς αυτή την κατεύθυνση: η σπατάλη χρηματικών πόρων για προσφυγή σε δικαστικές αρχές για την κύρωση αντιμονοπωλιακής πράξης, η εκποίηση σημαντικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, η συγχώνευση-εξαγορά με υψηλότερο αντίτιμο (οπότε και κόστος για το νέο σχήμα), η ανάληψη αυξημένων δικαιωμάτων και χρηματικών αμοιβών από τα στελέχη, σε περίπτωση που χάσουν τη θέση τους, καθώς οι συνέπειες από τις υπόλοιπες μεθόδους, συντελούν σε δυσμενέστερα οικονομικά αποτελέσματα, που αποτελούν αντικείμενο διαμάχης της εταιρικής διακυβέρνησης και καταλήγουν στην μείωση της αποδοτικότητας και στην αύξηση του κινδύνου των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι (Weston Fr. et al., 1990: 525-526).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης

*«Να εξαγοράσουμε ή να μην εξαγοράσουμε; Αυτή είναι η ερώτηση.»
(Robert J. Terry)*

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης

3.1 Γενικά-εισαγωγή

Απαραίτητη προϋπόθεση για την αξιολόγηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, καθώς και για τον καθορισμό του κόστους αυτής (όταν η συγχώνευση ή εξαγορά έχει χρηματοδοτηθεί με μετρητά ή μετοχές) είναι η εκτίμηση της αξίας των εμπλεκομένων σ' αυτήν επιχειρήσεων, και ειδικότερα της επιχείρησης στόχου. Έτσι στις περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές, ο πωλητής (η υπό εξαγορά επιχείρηση) μπορεί να είναι σε θέση να εκτιμήσει την επιχείρηση που πουλά, αλλά και να μη γνωρίζει ακριβώς την τιμή εξαγοράς της. Από την άλλη πλευρά, ο υποψήφιος αγοραστής θα πρέπει να είναι σε θέση να δώσει κάποιες ενδείξεις για την τιμή εξαγοράς της επιχείρησης του πωλητή, ώστε να προκαλέσει το ενδιαφέρον αυτού κατά τα πρώτα στάδια της διαπραγμάτευσης (στηριζόμενος κυρίως σε μια σειρά ιστορικών οικονομικών στοιχείων).

Βέβαια, πολλοί παράγοντες επηρεάζουν τον καθορισμό της τιμής εξαγοράς μιας ζωντανής και λειτουργούσας επιχείρησης. Όμως, οι τεχνικές διαπραγμάτευσης αυτής δεν διαφέρουν από τις τεχνικές διαπραγμάτευσης που χρησιμοποιούνται για την εξαγορά ενός οποιουδήποτε άλλου περιουσιακού στοιχείου (Ευθύμογλου Πρ., 1996: 49-51). Έτσι, ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να υποστηρίξει ότι η τάση των κερδών της υπό εξαγορά επιχείρησης είναι φθίνουσα, ότι οι γραμμές παραγωγής παρουσιάζουν δυσλειτουργίες, ή ότι επιπλέον κεφάλαιο κίνησης είναι απαραίτητο. Από την πλευρά του, ο πωλητής μπορεί να επιδεικνύει όλες τις δραστηριότητες και τις συνθήκες, οι οποίες αυξάνουν ή θα αυξήσουν τα μελλοντικά κέρδη και την παρούσα αξία της επιχείρησης. Κάποια στιγμή, όμως, οι δύο πλευρές θα συμφωνήσουν πιθανόν σε κάποιο κοινά αποδεκτό τίμημα εξαγοράς, προκειμένου οι προσπάθειές τους να έχουν κάποιο αποτέλεσμα.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι κατά τον προσδιορισμό της τιμής εξαγοράς, οι υποψήφιοι αγοραστής θα πρέπει να έχουν πάντοτε στο μυαλό τους ότι το κίνητρο που τους οδηγεί στην εξαγορά αυτή, θα επηρεάσει την τιμή της. Έτσι, αν αντικειμενικός τους σκοπός είναι η απόκτηση μιας δρώσας επιχείρησης και η συνέχιση της λειτουργίας αυτής, τότε η τιμή εξαγοράς που θα προκύψει, θα είναι διαφορετική από την τιμή που θα προκύψει, αν αντικειμενικός τους σκοπός είναι είτε η ρευστοποίηση ενός μέρους της εξαγοραζόμενης επιχείρησης ή η εξαγορά μόνο μιας παραγωγικής της γραμμής (Brigham E. and Houston J., 1998: 811-812).

3.2 Προσεγγίσεις: για τον καθορισμό της τιμής

3.2.1 Λογιστική αξία

Η λογιστική αξία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, όπως εμφανίζεται στην κατάσταση ισολογισμού αυτής, παίζει σημαντικό ρόλο κατά τον καθορισμό της τιμής εξαγοράς. Αποτελεί πηγή πληροφόρησης και καταγραφής δεδομένων, τόσο των ιστορικών συναλλαγών της, όσο και της πρόσφατης οικονομικής δραστηριότητας της επιχείρησης (Αγοραστός Κ., 1995: 34). Βέβαια, σε πολλές επιχειρήσεις, η λογιστική αξία μιας επιχείρησης μπορεί να παρουσιάζεται άλλοτε υποτιμημένη και άλλοτε υπερτιμημένη, είτε λόγω πληθωρισμού, είτε λόγω αποσβέσεων, είτε για άλλους λόγους. Όμως, ανεξάρτητα από το αν η λογιστική αξία μιας επιχείρησης είναι χαμηλή ή υψηλή, η αξία αυτή ασκεί συνήθως μικρές πιέσεις στα κέρδη μιας επιχείρησης, ενώ το μέγεθος των κερδών της επιχείρησης αποτελεί ένα σημαντικό στοιχείο για τον καθορισμό μιας αρχικής τιμής εξαγοράς, κατά τις διαπραγματεύσεις.

3.2.2 Αποτίμηση

Η αποτίμηση της αξίας ενός εργοστασίου, του εξοπλισμού, των αποθεμάτων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων είναι πάντοτε χρήσιμη, και κάτω από ορισμένες περιστάσεις μπορεί να παίξει σημαντικό ρόλο στον τελικό καθορισμό της τιμής εξαγοράς. Έτσι, αν ο αγοραστής αποκτήσει μια υψηλά ανταγωνιστική επιχείρηση με αβέβαιες μελλοντικές προοπτικές, η ακριβής αποτίμηση των παγίων της περιουσιακών στοιχείων θα δείξει πόσο πραγματικά αξίζει η επιχείρηση αν αυτή ρευστοποιηθεί και, κατά συνέπεια, πόση θα είναι η μέγιστη ζημιά του αγοραστή εξαιτίας αυτής. Αντίθετα, στην περίπτωση που τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης υπερβαίνουν τα αναμενόμενα, η αποτίμηση θα δείξει στον υποψήφιο αγοραστή τι θα κερδίσει από την πώληση τέτοιων στοιχείων, ως αντιστάθμισμα της τιμής εξαγοράς (Ευθύμογλου Πρ., 1999: 23-25)

3.2.3 Συγκρίσεις με άλλες ομοειδής επιχειρήσεις

Κατά την προσέγγιση αυτή, ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να συγκρίνει την αξία της επιχείρησης, που ενδιαφέρεται να αποκτήσει, με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Κι

αυτό, διότι τέτοιες συγκρίσεις μπορούν να αποκαλύψουν το λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή των μετόχων της επιχείρησης, σε σχέση με τις συγκρινόμενες επιχειρήσεις, ενώ παράλληλα μπορούν να δώσουν την ευκαιρία στον αγοραστή να συγκρίνει την καθαρή απόδοση του κεφαλαίου του πωλητή, την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων, ή των παγίων περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τις άλλες επιχειρήσεις, που ανήκουν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας. Βέβαια, η αξία τέτοιων συγκρίσεων είναι σχετικά περιορισμένη, καθώς δύο επιχειρήσεις ποτέ δεν είναι όμοιες. Έτσι, παρόλο που τα προϊόντα δύο επιχειρήσεων μπορεί να είναι τα ίδια ή παραπλήσια, το μέγεθος τους ως επιχειρήσεις, οι διαφορές τους στον τρόπο διοίκησης, παραγωγής, διανομής και άλλοι παράγοντες συντελούν πάντα στο σχηματισμό μιας σημαντικής διαφοράς στην αξία των δύο επιχειρήσεων (Ευθύμογλου Πρ., 1999: 97-98).

3.2.4 Χρηματιστηριακή (αξία της επιχείρησης)

Κατά τις προσπάθειες καθορισμού της τιμής εξαγοράς της επιχείρησης, και με την προϋπόθεση ότι τα δύο ενδιαφερόμενα μέρη (αγοραστής και πωλητής) είναι εισηγμένα ως εταιρίες σε ένα εθνικό χρηματιστήριο αξιών, ένα σημαντικό ρόλο παίζει η χρηματιστηριακή αξία που παρουσιάζει η κάθε επιχείρηση. Κι αυτό γιατί η χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης αντανακλά σημαντικά στοιχεία για την ίδια την επιχείρηση (όπως είναι τα δυνητικά κέρδη αυτής, η δυνατότητα διανομής μερισμάτων, ο επιχειρηματικός της κίνδυνος, η κεφαλαιακή της διάρθρωση, κ.α.), τα οποία μπορούν να μην φαίνονται εκ πρώτης όψεως, ενώ σε μια δραστήρια και αποτελεσματική αγορά η αξία αυτή προσεγγίζει την 'αγοραία τιμή' (Αγοραστός Κ., 1995: 34).

Η μεγάλη επίδραση, όμως, της χρηματιστηριακής αξίας των διαπραγματευόμενων μετοχών, κατά τις διαπραγματεύσεις για την εξαγορά μιας επιχείρησης, εντοπίζεται συνήθως στις τιμές που προσφέρονται προς τους μετόχους για την αγορά των μετοχών τους. Αυτό, διότι η παραπάνω προσφορά που γίνεται προς τους μετόχους για την εξαγορά μιας επιχείρησης περιλαμβάνει συχνά 'premiums', τα οποία ξεπερνούν το 20% της χρηματιστηριακής αξίας του μετοχικού κεφαλαίου του πωλητή. Έτσι, ο υποψήφιος αγοραστής της επιχείρησης ενεργεί συνήθως κατά τον τρόπο αυτό, αφού γνωρίζει ότι αν δεν προσφέρει μια ουσιώδη διαφορά υπέρ το άρτιο, οι μέτοχοι της πωλήτριας εταιρίας δεν θα αποδεχτούν την προσφορά του για την αγορά του μετοχικού τους κεφαλαίου.

3.2.5 Συμπεράσματα

Η λογιστική αξία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης παίζει σημαντικό ρόλο κατά τον καθορισμό της τιμής εξαγοράς. Αποτελεί πηγή πληροφόρησης και καταγραφής της πρόσφατης οικονομικής δραστηριότητας της επιχείρησης.

Παράλληλα, θα πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν και η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης (ως συνόλου) και τι θα κερδίσει ο αγοραστής από την πώλησή της, ως αντιστάθμισμα του κινδύνου για την τιμή εξαγοράς της επιχείρησης, σε περίπτωση που υλοποιείται ένα απαισιόδοξο σενάριο.

Χρήσιμο σε σχέση με αυτά είναι και οι συγκρίσεις με ομοειδής επιχειρήσεις, που μπορούν να αποκαλύψουν το λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή των μετόχων της επιχείρησης, σε σχέση με τις συγκρινόμενες επιχειρήσεις, ενώ παράλληλα μπορούν να δώσουν την ευκαιρία στον αγοραστή να συγκρίνει την καθαρή απόδοση του κεφαλαίου του πωλητή, την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων, ή των παγίων περιουσιακών στοιχείων με τις άλλες επιχειρήσεις, που ανήκουν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας.

Τέλος, η χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης αντανακλά σημαντικά στοιχεία για την ίδια την επιχείρηση, τα οποία μπορούν να μην φαίνονται στην λογιστική της αποτίμησης, αλλά προσδιορίζονται άμεσα σε μια δραστήρια και αποτελεσματική αγορά, καθώς η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης προσεγγίζει την 'αγοραία τιμή' της.

3.3 Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης

Γενικά

Οι δύο μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, από χρηματοοικονομικής άποψης, που αναλύονται πιο κάτω δεν είναι οι μοναδικές. Αποτελούν απλώς το βασικό θεωρητικό πλαίσιο, εντός του οποίου η αρχική τιμή εξαγοράς μιας ενεργής επιχείρησης μπορεί να εκτιμηθεί, αφού η αξία κάθε επιχείρησης είναι μοναδική, όπως μοναδική είναι και η ίδια η επιχείρηση. Έτσι, με βάση το παραπάνω σκεπτικό, οι κυρίαρχες μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης είναι οι ακόλουθες:

3.3.1 Μέθοδος των αναμενόμενων (εκτιμώμενων) μελλοντικών κερδών και του λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio)

Η μέθοδος αυτή, που κατά πολλούς θεωρείται ως η πιο ενδεδειγμένη για την εκτίμηση της αξίας μιας υπό εξαγορά επιχείρησης και τον καθορισμό της ενδεικνυόμενης τιμής εξαγοράς της επιχείρησης αυτής περιλαμβάνει τα εξής βασικά στάδια: 1) το στάδιο του προσδιορισμού των αναμενόμενων μελλοντικών κερδών της υπό εξαγορά επιχείρησης, και 2) το στάδιο του καθορισμού του δείκτη 'τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή', με τον οποίο θα πρέπει να πολλαπλασιαστούν τα κέρδη αυτά προκειμένου να προκύψει η ενδεικνυόμενη τιμή εξαγοράς.

Ειδικότερα για το πρώτο στάδιο, προκειμένου να προσδιοριστούν τα μελλοντικά κέρδη μιας υπό εξαγορά επιχείρησης, που αποτελούν ένα σημαντικό μέτρο κρίσης για τον υποψήφιο αγοραστή, ακολουθούνται συνήθως οι ακόλουθες διαδικασίες:

1. Η απομόνωση των εκτιμώμενων κερδών της επιχείρησης.
2. Η ανάλυση των παρελθόντων κερδών της υπό εξαγορά επιχείρησης.
3. Η ανάλυση και σύγκριση των παρελθόντων κερδών του κλάδου στον οποίο ανήκει η υπό εξαγορά επιχείρηση ως σύνολο.
4. Η εκτίμηση των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης από την πλευρά του υποψήφιου αγοραστή. (Weston Fr. et al., 1990:132-163)

3.3.2 Μέθοδος της παρούσας αξίας των αναμενόμενων καθαρών ταμειακών ροών

Η μέθοδος της παρούσας αξίας των αναμενόμενων (προβλεπόμενων) καθαρών ταμειακών ροών αποτελεί μια συχνά χρησιμοποιούμενη τεχνική εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, η οποία απαιτεί καταρχήν τον προσδιορισμό ορισμένων βασικών στοιχείων, όπως είναι η πρόβλεψη των αναμενόμενων καθαρών ταμειακών ροών, οι συντελεστές προεξόφλησης, ένα διάστημα πραγματοποίησης των προβλεπόμενων κερδών και η υπολειμματική αξία της οικονομικής μονάδας μετά την πραγματοποίηση των ταμειακών ροών. Πιο συγκεκριμένα:

1) Εκτίμηση των ετήσιων καθαρών ταμειακών ροών

Το πρώτο στάδιο της μεθόδου αυτής αναφέρεται στην εκτίμηση των ετήσιων καθαρών ταμειακών ροών του πωλητή, σε ένα πεπερασμένο (έστω 10 έτη) ή άπειρο χρονικό διάστημα. Η εκτίμηση των καθαρών ταμειακών ροών, κατά το στάδιο αυτό, μπορεί να γίνει

με βάση όσα εκτέθηκαν για τα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη, στην προηγούμενη μέθοδο.

2) Υπολογισμός της παρούσας αξίας των προβλεπόμενων καθαρών ταμειακών ροών

Το δεύτερο στάδιο της μεθόδου αυτής αναφέρεται στον υπολογισμό της παρούσας αξίας των προβλεπόμενων καθαρών ταμειακών ροών για καθένα από τα έτη της εκτίμησης αυτής και βάση ενός συγκεκριμένου συντελεστή προεξόφλησης, ο οποίος μπορεί να είναι 10%, 15%, 20% ή οποιοσδήποτε άλλος. Πάντως, το πόσο θα είναι ο συντελεστής προεξόφλησης επί τη βάση του οποίου θα υπολογιστεί η παρούσα αξία των προβλεπόμενων καθαρών ταμειακών ροών, εξαρτάται συνήθως από το ποσοστό του κινδύνου που εμπεριέχεται για την πραγματοποίηση των ροών αυτών, καθώς και από τον τύπο της επιχείρησης που σχεδιάζει να αποκτήσει ο αγοραστής.

3) Εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας

Το τρίτο στάδιο αυτής αναφέρεται στην υπολειμματική αξία, που θα πρέπει να ορισθεί στην υπό εξαγορά επιχείρηση, αν χρησιμοποιείται ένα πεπερασμένο χρονικό διάστημα ετών για την εκτίμηση των καθαρών ταμειακών ροών. Έπειτα, η υπολειμματική αυτή αξία θα πρέπει να προεξοφληθεί σε μια παρούσα αξία, και τελικά να προστεθεί στο άθροισμα των παρούσων αξιών των προβλεπόμενων καθαρών ταμειακών ροών κατά την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης και τον καθορισμό μιας ενδεικτικής τιμής εξαγοράς.

4) Άθροισμα των παρούσων αξιών

Στο τελευταίο στάδιο της μεθόδου αυτής, ο αγοραστής από το άθροισμα των παρούσων αξιών του συνόλου των αναμενόμενων καθαρών ταμειακών ροών και της παρούσας αξίας της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης θα πρέπει να αφαιρέσει το ποσό των χρημάτων, που ο ίδιος θα χρειαστεί να δώσει ως προκαταβολή στην επιχείρηση, κατά τη στιγμή της εξαγοράς, για την αποπληρωμή των χρεών της εξαγοραζόμενης εταιρίας ή για άλλους συναφείς λόγους. Τέλος, το αποτέλεσμα που θα προκύψει από το στάδιο αυτό, θα πρέπει να δείχνει ποια μπορεί να είναι μια δίκαιη τιμή για την εξαγορά της επιχείρησης του πωλητή.

3.3.3 Συμπεράσματα

Οι διάφοροι μέθοδοι αποτιμήσεων για εξαγορές και συγχωνεύσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω αποτελούν χρήσιμα εργαλεία στην εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης. Πάνω σ' αυτά πρέπει να βασίζεται ο αρχικός σχεδιασμός μιας τέτοιας δραστηριότητας. Ο προσδιορισμός, όμως, της τελικής και, προφανώς, ζητούμενης εύλογης

τιμής για τα δύο συναλλασσόμενα μέρη θα πρέπει να διευκρινίσουμε ότι δεν αφήνεται μόνο στην μέθοδο αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης. Και αυτό γιατί, καθώς προχωράνε τα στάδια των διαπραγματεύσεων, παίζουν πρωταρχικό ρόλο και άλλα στοιχεία, όπως οι διαπραγματευτικές ικανότητες των συμβούλων από τα συμβαλλόμενα μέρη, οι συνθήκες κάτω από τις οποίες πραγματοποιείται μια τέτοια συζήτηση, η πίεση που μπορεί να ασκήσει το κάθε συμβαλλόμενο μέρος ή στο οποίο ήδη ασκείται από τρίτο παράγοντα (π.χ. τράπεζα, μετόχους, κράτος). Πάντως, είναι προφανές ότι όποια και να είναι η τροπή των εξελίξεων σε μια τέτοια διαδικασία το πλαίσιο αναφοράς μέσα στο οποίο θα κινηθεί το αντίτιμο πώλησης ή συγχώνευσης προσδιορίζεται από μία μέθοδο αποτίμησης (Αγοραστός Κ., 1995:36)

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Αποτελέσματα και επιδράσεις από
εξαγορές-συγχωνεύσεις**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Αποτελέσματα και επιδράσεις από εξαγορές-συγχωνεύσεις

4.1 Γενικά - ορισμός εννοιών

Σύμφωνα με μια απόφαση του δικαστηρίου της State of Pennsylvania των Η.Π.Α. η λειτουργία μιας επιχείρησης, και ειδικότερα μια ενέργεια εξαγοράς-συγχώνευσης, δεν αποβλέπει μόνο στη δημιουργία αξίας και στην εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων αυτής, αλλά αποβλέπει και στο να ικανοποιούνται στο βέλτιστο βαθμό τα συμφέροντα όλων των συμμετόχων (stakeholders) της επιχείρησης αυτής. Θέλοντας να ορίσει την έννοια των συμμετόχων της οικονομικής δραστηριότητας μιας επιχείρησης, το δικαστήριο συμπεριέλαβε στους συμμετόχους τους μετόχους (shareholders), τους υπαλλήλους (employees), την τοπική κοινωνία (local community), τους προμηθευτές (suppliers) και τους πελάτες (customers) (Business Week, 1985: 33).

Ακόμα, είναι προφανές ότι κάθε μια εταιρεία αποτελεί μια ζωντανή μονάδα του ευρύτερου κοινωνικοοικονομικού συστήματος, που αποδέχεται και τον κοινωνικό χαρακτήρα που πρέπει να έχει η λειτουργία και δραστηριότητα μιας επιχείρησης, γιατί παράγει προϊόντα, προσφέρει υπηρεσίες, δημιουργεί εισοδήματα για το προσωπικό, τους μετόχους, το δημόσιο και γενικά την κοινωνία. Είναι η πηγή εργασίας με τα ευεργετικά αποτελέσματα στην οικονομική και πολιτιστική ανάπτυξη των κατοίκων της χώρας, είναι η πηγή πόρων για το δημόσιο, δήμους και λοιπά πρόσωπα δημοσίου δικαίου και ενδεχομένως πηγή εισαγωγής συναλλάγματος στην χώρα όπου δραστηριοποιείται. Ανώτερος στόχος και σκοπός κάθε εταιρείας είναι η προβολή της προαναφερόμενης προσπάθειας με καταστάσεις, με αριθμούς και μεγέθη του ισολογισμού της, ώστε να εμφανίζεται η συνεισφορά της στο κοινωνικό προϊόν και ο τρόπος διανομής του.

Συνεπώς, η ενέργεια μιας εξαγοράς-συγχώνευσης είναι ξεκάθαρο ότι έχει συνέπειες σε πολλαπλά επίπεδα και ομάδες του κοινωνικού συνόλου.

4.2 Επίδραση στους stakeholders

4.2.1 Μέτοχοι, πιστωτές και προμηθευτές της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας

Η εταιρία που κάνει την προσφορά πρέπει πάντοτε να προσφέρει μια ανταμοιβή στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Αυτό συνεπάγεται τη δημιουργία ωφελειών προς τους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρίας, που απεικονίζονται και στην τιμή της μετοχής. Τα εμπειρικά δεδομένα δείχνουν ότι για ένα μεγάλο αριθμό εξαγορών στις Η.Π.Α., οι μετοχές των εταιριών που εξαγοράζονται έχουν μεγάλα κέρδη σε μία χρονική περίοδο έως και οκτώ μήνες πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς.

Ακόμα, όταν δυο εταιρίες συγχωνεύονται, συνήθως η διακύμανση της συνδυασμένης αξίας τους είναι μικρότερη, από ότι θα ήταν στην περίπτωση που παρέμειναν ξεχωριστές οντότητες. Η μείωση στη διακύμανση μπορεί να μειώσει το κόστος δανεισμού και να φέρει τους πιστωτές σε καλύτερη κατάσταση, καθώς η πιθανότητα χρηματοοικονομικής δυσπραγίας μειώνεται. Όμως σε αυτή την περίπτωση, χειροτερεύει η θέση των μετόχων της εξαγοράζουσας εταιρείας. Τα οφέλη προς τους πιστωτές πραγματοποιούνται εις βάρος των κατόχων μετοχών, εάν υποθέσουμε ότι η συνολική αξία της συγχωνευμένης εταιρίας δεν μεταβάλλεται.

4.2.2 Διοίκηση και προσωπικό των δύο εμπλεκόμενων εταιριών

Είναι γενικά παραδεκτό ότι οι managers της απορροφώσας εταιρίας έχουν οφέλη από μια επιτυχημένη πολιτική εξαγορών. Αποκτούν αυξημένο κύρος και δύναμη καθώς διοικούν μία μεγαλύτερη εταιρία και έχουν υψηλότερες αποδοχές ενώ είναι πολύ δύσκολο μετά από μια τέτοια επιτυχημένη ενέργεια να χάσουν τη θέση τους.

Από την άλλη πλευρά πάλι, η γενική εντύπωση είναι ότι οι managers της απορροφώμενης εταιρίας αποτελούν τα 'θύματα' των εξαγορών. Είναι πιθανό να απολυθούν από τις θέσεις τους είτε γιατί κρίνονται ως ακατάλληλοι είτε γιατί προέβαλαν αντιστάσεις στην εξαγορά, με αποτέλεσμα να κοστίσει πολλά λεφτά στην εξαγοράζουσα εταιρία, είτε γιατί έδωσαν τη δυνατότητα για υποβολή ανταγωνιστικών προσφορών, συμπεριλαμβανόμενων και των προσφορών που γίνονται από τρίτη εταιρία, φιλικά

προσκείμενη προς το management της εταιρίας - στόχου. Παρόλα αυτά υπάρχουν και εξαιρέσεις, είτε γιατί η παρουσία τους είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την εταιρεία, είτε γιατί είναι πολύτιμοι στην εξαγοράζουσα εταιρεία, είτε γιατί κατέχουν μετοχές και δικαιώματα της εταιρίας τους.

Πάντως, είναι προφανές ότι το προσωπικό σε λειτουργικό επίπεδο θα υποστεί τις περισσότερες δυσμενείς συνέπειες. (αλλαγή θέση εργασίας, απώλεια θέσης εργασίας), καθώς σε μια δεδομένη χρονική στιγμή θα υπάρξουν δυο άτομα ('αναλώσιμα') με τα ίδια καθήκοντα σε ίδιες θέσεις. Οπότε, κάποιο από τα δύο θα πρέπει να αποχωρήσει και συνήθως αυτό θα είναι από το τμήμα του προσωπικού της εξαγορασθείσας εταιρίας.

4.2.3 Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και εταιρίες παροχής συμβούλων

Οι εταιρίες συμβούλων είναι η ομάδα των συμμετεχόντων σε μια εξαγορά - συγχώνευση που σίγουρα επωφελείται. Η μελέτη που τους ανατίθεται να κάνουν για την εκτίμηση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης θα αμειφθεί και μάλιστα θα έχουν ωφέλειες ανεξαρτήτως της έκβασης (επιτυχημένης ή μη) της όλης υπόθεσης (Samuels J.et L, 1999:527-529).

Βέβαια η σωστή εργασία που θα γίνει και η τελική θετική έκβαση θα διασφαλίσει τη φήμη τους για μελλοντικές παρόμοιες εργασίες, γι' αυτό και το τελευταίο σημείο που απασχολεί έναν χρηματοοικονομικό αναλυτή ο οποίος εκτιμά μια πιθανή εξαγορά είναι εάν και πότε πραγματικά θα ολοκληρωθεί. Αν η πρόταση εξαγοράς στηρίζεται σε πραγματικά χρηματοοικονομικά δεδομένα, ο στόχος εκτιμάται σε σωστή βάση και η εξαγορά δεν αναμένεται να δημιουργήσει επιπλέον χρηματοοικονομικούς κινδύνους για τον αγοραστή. Ωστόσο η προσπάθεια εξαγοράς μπορεί να αποτύχει εάν υπάρξει ανταγωνιστική προσφορά ή αν υπάρξει σθεναρή αντίσταση από τη διοίκηση της εταιρίας προς εξαγορά.

4.3 Επίδραση στην οικονομία

4.3.1 Επίδραση σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο

Η επίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορεί να υπολογιστεί στην οικονομία σε μικροοικονομικό επίπεδο και σε μακροοικονομικό επίπεδο. Κατ' αρχήν, η μείωση του

κόστους ενός προϊόντος που θα προέλθει από μια εξαγορά ή συγχώνευση θα έπρεπε να οδηγήσει σε μείωση της τιμής πώλησης του. Βέβαια, αυτό πολλές φορές δεν συμβαίνει είτε γιατί η εξαγορά ή συγχώνευση δεν απέδωσε τα αναμενόμενα είτε γιατί οδήγησε σε μονοπωλιακή ή ολιγοπωλιακή κατάσταση στην αγορά του προϊόντος, με αποτέλεσμα να είναι ελεγχόμενη η τιμή του. Πάντως, αν και δεν αποδεικνύει την αιτία, αυτό που εμφανίζεται να συμβαίνει είναι ότι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις μειώνουν τον ανταγωνισμό.

Τέλος, στο επίπεδο των εταιριών, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν δημιουργούν πλούτο, αλλά μεταφέρουν πλούτο. Ακόμα οι περισσότερες έρευνες δείχνουν ότι δεν υπάρχει ισχυρή απόδειξη ότι οι συνενώσεις των εταιριών φέρνουν λειτουργικά οφέλη. Ωστόσο, και το πιο πιθανόν, αρκετές μελέτες οδηγούν στο συμπέρασμα ότι δεν μπορούμε να προσδιορίσουμε με βεβαιότητα αν τελικά οι συγχωνεύσεις - εξαγορές φέρνουν οφέλη (Samuels J.et L, 1999:433-480).

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Έννοια μετατροπής επιχειρήσεων
και περιπτώσεις**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Έννοια μετατροπής επιχειρήσεων και περιπτώσεις

5.1 Εισαγωγή

Με την ευρεία έννοια μετατροπή είναι όχι μόνο ο μετασχηματισμός επιχειρήσεως σε άλλο νομικό τύπο, αλλά και η συγχώνευση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων και ακόμα η διάσπαση ανώνυμης εταιρείας. Στην πράξη, όμως, με τον όρο μετατροπή επιχειρήσεως εννοούμε την πρώτη περίπτωση και έχουμε τις ακόλουθες υποπεριπτώσεις:

- α) Μετατροπή ατομικής επιχειρήσεως σε προσωπική εταιρεία (ομόρρυθμη ή ετερόρρυθμη).
- β) Μετατροπή ατομικής επιχειρήσεως σε εταιρεία περιορισμένης ευθύνης (Ε.Π.Ε.).
- γ) Μετατροπή ατομικής επιχειρήσεως σε ανώνυμη εταιρεία.
- δ) Μετατροπή Ο.Ε. σε Ε.Ε. και το αντίθετο.
- ε) Μετατροπή προσωπικής εταιρείας (Ο.Ε. ή Ε.Ε.) σε Ε.Π.Ε. (άρθρο 53 Ν. 3190/55).
- στ) Μετατροπή προσωπικής εταιρείας (Ο.Ε. ή Ε.Ε.) σε ανώνυμη εταιρεία.
- ζ) Μετατροπή Ε.Π.Ε. σε ανώνυμη εταιρεία (άρθρο 67 Κ.Ν. 2190/20).
- η) Μετατροπή ανώνυμης εταιρείας σε Ε.Π.Ε. (άρθρα 51 Ν. 3 190/55 και 66 Κ.Ν. 2190/20).

Δεν είναι όλες οι μνημονευόμενες περιπτώσεις της ίδιας σπουδαιότητας. Μερικές απ' αυτές είναι πολύ συνηθισμένες στην πράξη και άλλες απαντούν σπανιότερα. Η τελευταία, μάλιστα, μπορούμε να πούμε ότι δεν έχει καθόλου πρακτική εφαρμογή.

Από τις παραπάνω οκτώ περιπτώσεις μετατροπής μόνο για τρεις υπάρχει ρητή αναφορά και ρύθμιση με διατάξεις της περί εταιρειών νομοθεσίας. Η έλλειψη ειδικών διατάξεων επί του μετασχηματισμού ορισμένων επιχειρηματικών μορφών δεν στάθηκε ικανή να εμποδίσει τις σχετικές συναλλαγές. Στην πράξη ακολούθησαν οι προβλεπόμενες από τις κείμενες διατάξεις διαδικασίες μετασχηματισμού και για τις περιπτώσεις που ο νόμος σιωπούσε. Έτσι, προέκυψαν η καταχρηστική μετατροπή και η καταχρηστική συγχώνευση (περιπτώσεις που δεν ρυθμίζονται ρητά από το νόμο) παράλληλα με τη γνήσια μετατροπή και τη γνήσια συγχώνευση (που ρυθμίζονται με ειδικές διατάξεις).

Η συγχώνευση δύο ή περισσότερων ανώνυμων εταιρειών μπορεί να γίνει με τρεις τρόπους: α) Συγχώνευση με διάλυση των συγχωνευομένων εταιρειών και δημιουργία νέας ανώνυμης εταιρείας, β) Συγχώνευση με απορρόφηση από μία ανώνυμη εταιρεία (την

απορροφούσα) της άλλης (απορροφούμενης) ή των άλλων εταιρειών, γ) Με εξαγορά μιας ή περισσότερων εταιρειών από άλλη ανώνυμη εταιρεία. Η πράξη της εξαγοράς εξομοιώνεται με απορρόφηση.

5.2 Συγχώνευση ατομικών επιχειρήσεων και προσωπικών εταιρειών προς δημιουργία Ο.Ε. ή Ε.Ε.

Στην πράξη μπορεί να παρουσιασθεί η ανάγκη συγχωνεύσεως: α) Δύο ή περισσότερων ατομικών επιχειρήσεων σε προσωπική εταιρεία (Ο.Ε. ή Ε.Ε.), β) Μιας ή περισσότερων ατομικών επιχειρήσεων με μία ή περισσότερες προσωπικές εταιρείες για τη δημιουργία Ο.Ε. ή Ε.Ε. γ) Δύο ή περισσότερων προσωπικών εταιρειών σε προσωπική εταιρεία.

Στην έννοια της συγχωνεύσεως περιλαμβάνεται και η απορρόφηση μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων από άλλη επιχείρηση, όπως και η εξαγορά επιχείρησης από άλλη επιχείρηση.

Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις, η συγχώνευση θα επιφέρει τη λύση των συγχωνευόμενων ή απορροφούμενων επιχειρήσεων.

Από τη συγχώνευση θα προκύψει νέα εταιρεία (νέο νομικό πρόσωπο) εκτός αν πρόκειται για απορρόφηση επιχειρήσεων, οπότε δεν προκύπτει νέα εταιρεία, αλλά η απορροφούσα συνεχίζει τη λειτουργία της και μετά την απορρόφηση απ' αυτήν των άλλων επιχειρήσεων. Το ίδιο και στην εξαγορά, η εξαγοράζουσα επιχείρηση αντιστοιχεί με την απορροφούσα και η εξαγοραζόμενη με την απορροφούμενη επιχείρηση.

Η συγχώνευση, σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις, γίνεται με εκτίμηση της αξίας των εισφερομένων στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων από τους ίδιους τους φορείς (επιχειρηματίες, εταίρους). Δεν υπάρχει υποχρέωση εκτιμήσεως των εισφερομένων ειδών από κάποια. Αρχή, όπως σε περίπτωση μετατροπής ή συγχωνεύσεως σε Ε.Π.Ε. ή Α.Ε., που ο νόμος απαιτεί η διαδικασία αυτή να γίνεται από ειδική επιτροπή (Κ.Ν. 2190/20 και Ν. 3190/55).

Η σύμβαση συγχωνεύσεως σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις πρέπει να είναι συμβολαιογραφικό έγγραφο, επειδή στη συγχώνευση έχουμε μεταβίβαση ολόκληρης της υφιστάμενης περιουσίας της συγχωνευόμενης ή απορροφούμενης εταιρείας. Επίσης και όταν μεταξύ των εισφερόμενων (μεταβιβαζόμενων) στοιχείων υπάρχουν και ακίνητα ή δικαιώματα

επί ακινήτων.

Η διαδικασία συγχωνεύσεως δύο ή περισσότερων προσωπικών εταιρειών και ατομικών επιχειρήσεων σε ομόρρυθμη ή ετερόρρυθμη εταιρεία είναι ανάλογη με εκείνη που ακολουθείται στη μετατροπή προσωπικής εταιρείας. Κατ' αρχήν, θα συνταχθεί έγγραφο της συμβάσεως συγχωνεύσεως των προσωπικών εταιρειών, το οποίο θα υπογράψουν όλοι οι εταίροι των συγχωνευομένων εταιρειών, βέβαια, εταίροι της από τη συγχώνευση προερχόμενης εταιρείας. Το έγγραφο αυτό δεν αρκεί να είναι ιδιωτικό, αλλά πρέπει να υπογραφεί ενώπιον συμβολαιογράφου. Εάν κάποιος από τους εταίρους μιας συγχωνευόμενης εταιρείας δεν επιθυμεί να συνεχίσει να είναι εταίρος της νέας από τη συγχώνευση προκύπτουσας ή απορροφούσας εταιρείας μπορεί να αποχωρήσει από την εταιρεία του πριν τη συγχώνευση. Αυτό θα γίνει με την προϋπόθεση ότι το καταστατικό της εταιρείας του δίνει αυτή τη δυνατότητα και κατόπιν τροποποίησης του καταστατικού. Στη σύμβαση συγχωνεύσεως θα περιλαμβάνεται και ολόκληρο το καταστατικό της νέας εταιρείας, που προκύπτει από τη συγχώνευση ή το καταστατικό της απορροφούσας εταιρείας, όπως θα τροποποιηθεί μετά την απορρόφηση των περιουσιακών στοιχείων της απορροφούμενης εταιρείας.

Κάθε μία από τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις, όταν τελειώσει η διαδικασία της συγχωνεύσεως και παύσει να λειτουργεί με τη μορφή που είχε πριν τη συγχώνευση, οφείλει να προσκομίσει όλα τα βιβλία και στοιχεία της στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. για ακύρωση.

5.3 Περιπτώσεις συγχωνεύσεων επιχειρήσεων ή προσωπικών εταιρειών σε Ε.Π.Ε.

Στην πράξη μπορεί να συναντήσουμε τις ακόλουθες περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων διαφόρων νομικών τύπων σε εταιρεία περιορισμένης ευθύνης:

- α) Συγχώνευση δύο ή περισσότερων ατομικών επιχειρήσεων σε Ε.Π.Ε.
- β) Συγχώνευση δύο ή περισσότερων προσωπικών εταιρειών (Ο.Ε. ή Ε.Ε.) σε Ε.Π.Ε.
- γ) Συγχώνευση μιας ή περισσότερων ατομικών επιχειρήσεων και μιας ή περισσότερων προσωπικών εταιρειών σε Ε.Π.Ε.
- δ) Συγχώνευση μιας ή περισσότερων εταιρειών περιορισμένης ευθύνης και ατομικής επιχειρήσεως ή προσωπικής εταιρείας σε Ε.Π.Ε.
- ε) Συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιρειών περιορισμένης ευθύνης είτε με

σύσταση νέας Ε.Π.Ε. είτε με απορρόφηση από μια εταιρεία περιορισμένης ευθύνης άλλης ή άλλων εταιρειών περιορισμένης ευθύνης.

Η τελευταία αυτή περίπτωση, που αναφέρεται στη συγχώνευση αποκλειστικά εταιρειών περιορισμένης ευθύνης, είναι η μόνη που ρυθμίζεται από το νόμο 3190/55. Για όλες τις άλλες περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε Ε.Π.Ε. ο Ν. 3190/55 σιωπά. Όμως, το Ν.Δ. 1297/72 και ο Ν. 2166/93, που παρέχουν φορολογικά κίνητρα για τη συγχώνευση επιχειρήσεων σε Ε.Π.Ε. και Α.Ε. τις περιλαμβάνουν ρητά στις διατάξεις τους. Έτσι, καθιερώθηκε να ακολουθείται η διαδικασία, τόσο για την περίπτωση συγχωνεύσεως αποκλειστικά Ε.Π.Ε., όσο και για όλες τις άλλες περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε Ε.Π.Ε..

Προϋποθέσεις και διαδικασία της συγχωνεύσεως

Για την πραγματοποίηση της συγχωνεύσεως ΕΠΕ, πρέπει να συντρέξουν τα ακόλουθα:

(α) Απόφαση των συνελεύσεων των εταίρων

Για τη συγχώνευση, απαιτείται απόφαση της συνελεύσεως των εταίρων καθεμιάς ενδιαφερόμενης εταιρίας. Η απόφαση αυτή λαμβάνεται με πλειοψηφία τουλάχιστον των 3/4 του όλου αριθμού των εταίρων που πρέπει να εκπροσωπούν τα 3/4 του όλου εταιρικού κεφαλαίου, αφού με τη συγχώνευση θα επέλθει ουσιώδης τροποποίηση του καταστατικού της εταιρίας (ν.3190/1955).

Με την απόφαση της γενικής συνελεύσεως των εταίρων δεν επιτρέπεται να παραβιάζεται η αρχή της ίσης μεταχειρίσεως των εταίρων και συνεπώς πρέπει να παραμείνει αμετάβλητη η σχέση συμμετοχής στα κέρδη, στο δικαίωμα ψήφου κ.λπ.

(β) Δημοσίευση περιλήψεως των αποφάσεων των συνελεύσεων των εταίρων περί συγχωνεύσεως των εταιριών

Περίληψη των προαναφερόμενων περί συγχωνεύσεως αποφάσεων των γενικών συνελεύσεων των εταίρων πρέπει να γίνει στο Δελτίο Α.Ε. και Ε.Π.Ε. και δις σε μια τουλάχιστον ημερήσια εφημερίδα που εκδίδεται στην έδρα των ενδιαφερόμενων εταιριών. Στην περίληψη αυτήν πρέπει να αναφέρονται σαφώς οι σχεδιαζόμενες συγχωνεύσεις των εταιριών.

(γ) Μη διατύπωση αντιρρήσεων από τους πιστωτές των εταιριών

Σκοπός της προαναφερόμενης δημοσιεύσεως είναι να λάβουν γνώση οι πιστωτές των προς συγχώνευση εταιριών για τη μελετημένη συγχώνευση προκειμένου να προστατεύσουν τα συμφέροντα τους.

Έτσι, μέσα σε ένα δίμηνο από την παραπάνω τελευταία δημοσίευση, οι δανειστές καθεμιάς εταιρίας μπορούν να διατυπώσουν εγγράφως προς αυτήν τις τυχόν αντιρρήσεις τους. Μετά την πάροδο της δίμηνης αυτής προθεσμίας καμία αντίρρηση από μέρους των πιστωτών δεν μπορεί να προβληθεί.

Σημειώνεται ότι το δικαίωμα να προβάλουν αντιρρήσεις έχουν μόνο οι πιστωτές των οποίων οι απαιτήσεις γεννήθηκαν πριν από το χρόνο της παραπάνω τελευταίας δημοσίευσεως, έστω κι αν αυτές τελούν υπό αίρεση ή προθεσμία. Αντίθετα, δεν έχουν δικαίωμα να προβάλουν αντιρρήσεις και δεσμεύονται από τις αποφάσεις των συνελεύσεων των εταιρών περί συγχωνεύσεως των εταιριών, οι πιστωτές των οποίων οι απαιτήσεις γεννήθηκαν μετά την τελευταία παραπάνω δημοσίευση.

Οι εταιρίες μπορούν να προχωρήσουν στη συγχώνευση στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- Μετά την πάροδο του παραπάνω διμήνου, εφόσον κανένας πιστωτής δεν διετύπωσε αντιρρήσεις.
- Εάν και παρά τις αντιρρήσεις ο Πρόεδρος των Πρωτοδικών, με αίτηση της ενδιαφερόμενης εταιρίας, επιτρέψει τη συγχώνευση. Προϋπόθεση για τη χορήγηση της αδείας αυτής από τον Πρόεδρο Πρωτοδικών είναι η ενδιαφερόμενη εταιρία να παράσχει στους δανειστές επαρκή ασφάλεια.
- Πριν από την πάροδο του διμήνου εφόσον οι απαιτήσεις των πιστωτών έχουν ολοσχερώς εξοφληθεί ή όλοι οι πιστωτές συγκατατεθούν εγγράφως για τη συγχώνευση.

(δ) Σύμβαση συγχωνεύσεως μεταξύ των ενδιαφερόμενων εταιριών

Για τη συγχώνευση απαιτείται σύμβαση που καταρτίζεται μεταξύ των ενδιαφερόμενων εταιριών και η οποία περιβάλλεται τον τύπο του συμβολαιογραφικού εγγράφου.

Το συμβολαιογραφικό αυτό έγγραφο πρέπει να περιλαμβάνει τις ουσιώδεις διατάξεις που προβλέπει ο ν.3190/1955, για τη σύσταση ΕΠΕ και επιπλέον σε περίληψη τις αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων για τη συγχώνευση των ενδιαφερόμενων εταιριών.

(ε) Εκτίμηση των περιουσιών των συγχωνευόμενων εταιριών από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων.

Οι περιουσίες των συγχωνευόμενων εταιριών, με οποιοδήποτε τρόπο κι αν πραγματοποιηθεί η συγχώνευση, πρέπει να εκτιμηθούν από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων.

(στ) Φόρος συγκεντρώσεως κεφαλαίου

Καταβάλλεται στο Δημόσιο φόρος συγκεντρώσεως κεφαλαίου 1% που υπολογίζεται στο ύψος του κεφαλαίου της εταιρίας που προήλθε από τη συγχώνευση, αφού αφαιρεθούν τα κεφάλαια των συγχωνευόμενων εταιριών για τα οποία έχει καταβληθεί ήδη τέτοιος φόρος.

(ζ) Δημοσιότητα της συμβάσεως συγχωνεύσεως

Η σύμβαση συγχωνεύσεων υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας που ζητεί ο ν.3190/1955 για τη σύσταση ΕΠΕ. Δηλαδή, απαιτείται καταχώρηση στο Μητρώο ΕΠΕ του Πρωτοδικείου και δημοσίευση περιλήψεως του συμβολαιογραφικού εγγράφου (καταστατικού) στο Δελτίο Α .Ε. και Ε.Π.Ε.

Αποτελέσματα της συγχωνεύσεως

Από την ολοκλήρωση των προαναφερόμενων διατυπώσεων δημοσιότητας της συμβάσεως συγχωνεύσεων, έχουμε τις ακόλουθες συνέπειες:

- (α) Η νέα ή η απορροφούσα ΕΠΕ πληρεί αυτοδικαίως όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της ή των εταιριών που συγχωνεύθηκαν .
- (β) Οι εκκρεμείς δίκες συνεχίζονται από τη διάδοχο εταιρία και δεν επέρχεται(λόγω της συγχώνευσης) βίαιη διακοπή της δίκης.
- (γ) Οι δανειστές της ή των εταιριών που συγχωνεύθηκαν καθίστανται αυτοδικαίως δανειστές της νέας ή της απορροφημένης εταιρίας και έχουν εγγύηση ολόκληρη την περιουσία αυτής, δηλαδή τη δική της και των εταιριών που απορροφήθηκαν.
- (δ) Δεν τερματίζονται ούτε μεταβάλλονται οι εργασιακές σχέσεις που είχαν οι συγχωνευόμενες εταιρίες με το προσωπικό τους.
- (ε) Οι εταίροι της ή των εταιριών που συγχωνεύθηκαν καθίστανται αυτοδικαίως εταίροι της νέας ή της απορροφούσας εταιρίας, κατά λόγο των εισφορών των εταίρων στη συγχωνευόμενη ή απορροφούμενη εταιρία.

5.4 Περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε Α.Ε.

Επιχειρήσεις παντός νομικού τύπου (μεταξύ των οποίων και ανώνυμες εταιρείες) μπορούν να συγχωνευθούν σε ανώνυμη εταιρεία. Στις καθημερινές συναλλαγές οι περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε Α.Ε. είναι πολύ συχνότερες από εκείνες της

συγχωνεύσεως σε Ε.Π.Ε. ή προσωπικές εταιρείες (Ο.Ε. και Ε.Ε.). Οι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων σε Α.Ε. διακρίνονται σε εκείνες που προβλέπονται και ρυθμίζονται από διατάξεις του εμπορικού δικαίου (Κ.Ν. 2190/20) και σε εκείνες που δεν προβλέπονται από το νόμο αυτό. Οι πρώτες ονομάζονται γνήσιες συγχωνεύσεις, οι δεύτερες μη γνήσιες ή καταχρηστικές.

Η συγχώνευση επιχειρήσεων σε ανώνυμη εταιρεία μπορεί να γίνει κατά δύο τρόπους:

α) Με τη δημιουργία νέας εταιρείας που περιβάλλεται το νομικό τύπο της Α.Ε.

β) Με απορρόφηση από λειτουργούσα ανώνυμη εταιρεία (απορροφούσα) άλλης ή άλλων επιχειρήσεων (απορροφούμενες). Με την απορρόφηση εξομοιώνεται και η εξαγορά μιας ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών (εξαγοραζόμενες) από άλλη Α.Ε., που καλείται εξαγοράζουσα.

Πολύ σημαντική είναι η παρακάτω διάκριση των περιπτώσεων συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε ανώνυμη εταιρεία:

α) Όταν συγχωνεύονται δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες σε Α.Ε. είτε με σύσταση νέας Α.Ε. είτε με απορρόφηση. Στις περιπτώσεις αυτές, καθώς και στην εξαγορά που εξομοιώνεται με την απορρόφηση προβλέπουν μια αρκετά γραφειοκρατική και αυστηρή διαδικασία.

β) Όταν μεταξύ των συγχωνευομένων επιχειρήσεων σε Α.Ε. υπάρχουν και άλλου νομικού τύπου επιχειρήσεις (ατομικές, προσωπικές εταιρείες, Ε.Π.Ε. κ.λπ.), δεν απαιτείται η αυστηρή και γραφειοκρατική διαδικασία.

Δυνατές περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε Α.Ε.

Οι δυνατές περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε ανώνυμη εταιρεία, που μπορεί να εμφανισθούν στην πράξη είναι:

α) Συγχώνευση δύο ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών είτε με σύσταση νέας Α.Ε. είτε με απορρόφηση από λειτουργούσα Α.Ε. άλλης ή άλλων ανωνύμων εταιρειών. Να προστεθεί και η εξαγορά από λειτουργούσα Α.Ε. άλλης ή άλλων ανωνύμων εταιρειών.

β) Συγχώνευση μιας ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών με μία ή περισσότερες επιχειρήσεις άλλου νομικού τύπου (ατομικές, προσωπικές εταιρείες, Ε.Π.Ε. κ.λπ.). Και εδώ η συγχώνευση μπορεί να γίνει είτε με σύσταση νέας Α.Ε. είτε με απορρόφηση από λειτουργούσα ανώνυμη εταιρεία των λοιπών επιχειρήσεων. Αυτή η διαδικασία είναι όμοια με τη διαδικασία που ακολουθείται στη μετατροπή ατομικής επιχειρήσεως ή προσωπικής εταιρείας σε Α.Ε..

γ) Συγχώνευση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων (ατομικών, προσωπικών εταιρειών, Ε.Π.Ε. κ.λπ.) ανάμεσα στις οποίες δεν περιλαμβάνεται ανώνυμη εταιρεία, με σκοπό τη δημιουργία νέας ανώνυμης εταιρείας. Εδώ, δεν είναι δυνατόν να εφαρμοσθεί η απορρόφηση, αφού δεν υπάρχει μεταξύ των συγχωνευομένων ανώνυμη εταιρεία για να απορροφήσει τις άλλες.

Εξαγορά Α.Ε. από άλλη Α.Ε. Εξομοίωση εξαγοράς με απορρόφηση

Εξαγορά είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (εξαγοραζόμενες) μεταβιβάζουν, μετά από λύση τους, χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, σε άλλη ανώνυμη εταιρεία (εξαγοράζουσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι αποδόσεως στους μετόχους των εξαγοραζομένων εταιρειών του αντιτίμου των μετοχών τους.

Η εξαγορά εξομοιώνεται με την απορρόφηση από λειτουργούσα Α.Ε. άλλης ή άλλων ανωνύμων εταιρειών. Στην εξαγορά εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις του Κ.Ν. 2190/20 χωρίς εξαιρέσεις για την περίπτωση, απορροφήσεως ανώνυμης εταιρείας από άλλη Α.Ε. που κατέχει το 100% των μετοχών της. Αυτό σημαίνει ότι στην εξαγορά εφαρμόζεται, χωρίς καμία παρέκκλιση, ολόκληρη η αυστηρή και γραφειοκρατική διαδικασία της συγχωνεύσεως. Μετά την τελείωση της εξαγοράς, οι εξαγοραζόμενες εταιρείες εξαφανίζονται και οι μέτοχοι αυτών δίνουν τις μετοχές τους για ακύρωση, λαμβάνοντας το συμφωνημένο αντίτιμο.

Παρότι η εξαγορά εξομοιώνεται με την απορρόφηση, παρουσιάζει ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που την διαφοροποιούν από τη συγχώνευση με σύσταση νέας Α.Ε., αλλά και από τη συγχώνευση με απορρόφηση.

α) Στην εξαγορά ανώνυμης εταιρείας (εξαγοραζόμενης) από άλλη Α.Ε. (εξαγοράζουσα) δεν έχουμε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της δεύτερης (εξαγοράζουσας). Στη συγχώνευση είτε με σύσταση νέας εταιρείας γίνεται αυτή είτε με απορρόφηση παρουσιάζεται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου από τη συνένωση των καθαρών θέσεων των συγχωνευομένων εταιρειών και ίσως από συμπληρωματικές εισφορές. Εξαίρεση αποτελεί η απορρόφηση εταιρείας από άλλη, που κατέχει το 100% των μετοχών της απορροφούμενης. Και στην περίπτωση αυτή δεν αυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφούσας όπως ακριβώς συμβαίνει και με την εξαγοράζουσα Α.Ε.

β) Η εξαγοράζουσα δεν εκδίδει νέες μετοχές αφού δεν συντελείται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Το ίδιο συμβαίνει με την απορροφούσα ανώνυμη εταιρεία, όταν αυτή

κατέχει το 100% των μετοχών της εταιρείας που απορροφά. Αντίθετα, στη συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών είτε με σύσταση νέας εταιρείας είτε με απορρόφηση (κι όταν ακόμα δεν υπάρχει αύξηση κεφαλαίου) εκδίδονται πάντοτε νέες μετοχές, που αντιπροσωπεύουν το μετοχικό κεφάλαιο της νέας ή της απορροφούσας εταιρείας, οι οποίες ανταλλάσσονται με τις παλιές μετοχές των συγχωνευομένων εταιρειών.

γ) Οι μέτοχοι της ή των εξαγοραζομένων εταιρειών δεν γίνονται μέτοχοι της εξαγοράζουσας. Με την τελείωση της εξαγοράς, παραδίδουν τις μετοχές τους προς ακύρωση, λαμβάνοντας το συμφωνημένο αντίτιμο και λύνεται η σχέση τους με την εξαγοραζόμενη και εξαφανιζόμενη εταιρεία, χωρίς να δημιουργείται καμία νέα σχέση με την εξαγοράζουσα.

δ) Οι μετοχές της εξαγοραζόμενης εταιρείας ακυρώνονται όπως γίνεται και με τις μετοχές της απορροφούμενης εταιρείας, όταν αυτές κατέχονται στο σύνολο τους (100%) από την απορροφούσα Α.Ε. Στην περίπτωση της εξαγοράς οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης λαμβάνουν χρήματα ως αντάλλαγμα των μετοχών τους, που χάνουν. Στη δεύτερη περίπτωση (της απορροφήσεως εταιρείας από άλλη που κατέχει το 100% των μετοχών της) οι μέτοχοι της απορροφούμενης εταιρείας δεν λαμβάνουν τίποτε (ούτε μετοχές της απορροφούσας ούτε χρήματα). Στις άλλες περιπτώσεις συγχωνεύσεως, οι μέτοχοι των συγχωνευομένων εταιρειών παίρνουν τον ανάλογο αριθμό μετοχών της νέας ή απορροφούσας εταιρείας (ανταλλαγή μετοχών. Το αντίτιμο, που δικαιούνται να λάβουν οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας, μπορεί να τους καταβληθεί σε μετρητά, επιταγές, ομόλογα γραμμάτια εισπρακτέα. Η εξαγοράζουσα εταιρεία για να εξοφλήσει το αντίτιμο των μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρείας, μπορεί να χρησιμοποιήσει κατάλληλα διαθέσιμα του ενεργητικού της ή να δανεισθεί το απαιτούμενο ποσό ή να προβεί σε (προηγούμενη) αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της.

5.5 Λογιστικό παράδειγμα συγχωνεύσεως ανωνύμων εταιρειών με εξαγορά

Η ανώνυμη εταιρεία «ΚΡΟΝΟΣ Α.Ε.» εξαγοράζει την «ΡΟΔΑ Α.Ε.», αντί του συμφωνηθέντος τιμήματος των 132.061,63€ μετρητοίς. Η εξαγορά γίνεται με βάση τις σχετικές διατάξεις του Κ.Ν. 2190/20 και του Ν.Δ. 1297/72. Έτσι, αν από την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης προκύψει υπεραξία, αυτή δεν

θα φορολογηθεί κατά το χρόνο της εξαγοράς

Α) Λογιστικές εγγραφές και κλείσιμο των βιβλίων της εξαγοραζόμενης εταιρείας «ΡΟΔΑ Α.Ε.».

Η αίτηση για τη συγκρότηση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων συνοδεύεται από ισολογισμό της εξαγοραζόμενης με ημερομηνία 28.2.94, που έχει ως εξής:

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ «ΡΟΔΑ Α.Ε.» 28.2.94

11	ΚΤΙΡΙΑ	117.308,11		40 ΚΕΦΑΛΑΙΟ	29.347,02
	Μείον αποσβ.	29.347,02	88.041,08	41 ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	14.673,51
14	ΕΠΙΠΛΑ	14.673,51		52 ΤΡΑΠΕΖΕΣ	58.694,06
	Μείον αποσβ.	2.934,70	11.738,81	52 ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	45.487,89
20	ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ		38.151,14		
30	ΠΕΛΑΤΕΣ		5.869,40		
33	ΧΡΕΩΣΤΕΣ		44.020,54		
			148.202,49		148.202,49

Έκθεση εκτιμήσεως Επιτροπής Εμπειρογνομόνων.

Η Επιτροπή εκτίμησε το κτίριο Α' σε 23.257,52, τα έπιπλα σε 11.738,81 και τα υπόλοιπα στοιχεία στην αξία που αναγράφονται αυτά στον άνω ισολογισμό. Δηλαδή, από την εκτίμηση της Επιτροπής, προκύπτει -υπεραξία μόνο για το κτίριο (123.257,52 — 88.041,08 =) 35.216,43. Η εκτίμηση αυτή αποτυπώνεται σε σχετική έκθεση της Επιτροπής με ημερομηνία 5 Μαΐου 1994. Ακολουθεί η κατάρτιση της συμβάσεως εξαγοράς, η έγκριση αυτής από τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων της «ΚΡΟΝΟΣ Α.Ε.» και της «ΡΟΔΑ Α.Ε.», η υπογραφή της συμβάσεως ενώπιον συμβολαιογράφου και η υποβολή της στην Εποπτεύουσα Αρχή προς έκδοση της εγκριτικής αποφάσεως.

Κατάρτιση ισολογισμού της εξαγοραζόμενης εταιρείας «ΡΟΔΑ Α. Ε.» την ημερομηνία εξαγοράς.

Υποθέτουμε ότι η πράξη της συγχωνεύσεως με εξαγορά τελείται την 31 Μαΐου 1994 με την καταχώρηση στο Μητρώο Α.Ε. της εγκριτικής αποφάσεως της εξαγοράς. Την ημερομηνία αυτή θα γίνουν οι εγγραφές που αφορούν τη συγχώνευση με εξαγορά και το κλείσιμο των βιβλίων της εξαγοραζόμενης εταιρείας «ΡΟΔΑ Α.Ε.», Για να επιτευχθεί αυτό, χρειάζεται να γίνει νέα απογραφή την 31.5.94 και να συνταχθεί βάσει αυτής ισολογισμός, αφού προηγηθούν οι κατάλληλες εγγραφές, όπως φαίνεται στη συνέχεια.

Έστω, λοιπόν, ότι η απογραφή, που διενεργήθηκε την 31.5.94, έδωσε τον παρακάτω ισολογισμό:

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 31.5.94

11	ΚΤΙΡΙΑ		86.573,73	40	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	29.347,02
	(117.308,11 - 29.347,02=)	88.041,08		41	ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	14.673,51
	Μείον αποσβ. 1/3-31/5/94	1.467,35		52	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	66.324,28
14	ΕΠΙΠΛΑ		10.858,40	52	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	41.966,25
	(14.673,51 - 2.933,70=)	11.738,81	11.738,81			
	Μείον αποσβ. 1/3-31/5/94	880,41				
20	ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ		44.020,54			
30	ΠΕΛΑΤΕΣ		7.336,76			
33	ΧΡΕΩΣΤΕΣ		3.521,64			
			152.311,08			148.202,49

Για την κατάρτιση του ισολογισμού αυτού έχουν υπολογισθεί για την περίοδο 1/3/94 μέχρι 31/5/94 δηλαδή, πέραν εκείνων που εμφανίζονται στον ισολογισμό της 28.2.94. Οι αποσβέσεις της περιόδου 1/3-31/5/94 υπολογίσθηκαν την αξία κτήσεως των παγίων (τρία δωδέκατα της ετήσιας αποσβέσεως) και όχι στην αξία που έδωσε στα πάγια η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων. Οι αποσβέσεις μέχρι 28/2/94 έχουν μεταφερθεί στους κυρίου λογαριασμούς των παγίων και έχουν μειώσει την αξία κτήσεως αυτών. Οι αποσβέσεις της περιόδου 1/3/94-31/5/94 καταχωρήθηκαν σε ιδιαίτερους (αντίθετους) υπολογαριασμούς των παγίων, όπου και παραμένουν, γιατί θα μεταφερθούν στα βιβλία της εξαγοράζουσας.

Δεν έχουν γίνει ακόμα οι εγγραφές προσαρμογής των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού της εξαγοραζόμενης στις εκτιμήσεις της εκθέσεως της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, οι οποίες ακολουθούν ευθύς παρακάτω.

Εγγραφές προσαρμογής των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού της «ΡΟΔΑ Α.Ε.» στα δεδομένα της εκθέσεως.

----- 31.5.94 -----		
11 ΚΤΙΡΙΑ		
11.00 Κτίριο Α'	35.126,43	
81 ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ		
81.90 Διαφορές εκτιμήσεως		35.126,43
<i>Προσαρμογή της αξίας των ακινήτων στην εκτίμηση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων (Αξία Επιτροπής 123.257,52 Αξία κτήσεως 88.041,08)</i>		

Τώρα συντάσσεται ισοζύγιο πρωτοβαθμίων κ.λ.π. λογαριασμών, με βάση το οποίο θα γίνουν οι εγγραφές κλεισίματος.

ΙΣΟΖΥΓΙΟ 31.5.94

ΤΙΤΛΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ	ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΠΡΩΤΟΒΑΘΜΙΩΝ		ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΔΕΥΤΕΡΟΒΑΘΜΙΩΝ	
	ΧΡΕΩΣΤΙΚΑ	ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ	ΧΡΕΩΣΤΙΚΑ	ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ
11 ΚΤΙΡΙΑ	121.790,17			
11.00 Κτίριο Α'			123.257,52	
11.99 Αποσβεσθέντα κτίρια				
11.99.00 Αποσβέσεις μέχρι 28/2/94				—
11.99.01 Αποσβέσεις 1/3/94-31/5/94				1.467,35
14 ΕΠΙΠΛΑ	10.858,40			
14.00 Έπιπλα διάφορα			11.738,81	
14.99 Αποσβεσθέντα έπιπλα				
14.99.00 Αποσβέσεις μέχρι 28/2/94				
14.99.01 Αποσβέσεις 1/3/94-31/5/94				880,41
20 ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ	44.020,54		44.020,54	
30 ΠΕΛΑΤΕΣ	7.336,75		7.336,75	
33 ΧΡΕΩΣΤΕΣ	3.521,64		3.521,64	
40 ΚΕΦΑΛΑΙΟ		29.347,03		29.347,03
41 ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ		14.673,51		14.673,51
52 ΤΡΑΠΕΖΕΣ		66.324,28		66.324,28
50 ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ		41.966,25		41.966,25
81 ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓ. ΑΠΟΤΕΛ.				
81.90 Διαφορές εκτιμήσεως		35.216,43		35.216,43
	187.527,51	187.527,51	189.875,27	189.875,27

Εγγραφές μεταβιβάσεως του ενεργητικού και του παθητικού της εξαγοραζόμενης «ΡΟΔΑ Α.Ε.» στην εξαγοράζουσα «ΚΡΟΝΟΣ Α.Ε.».

----- 31.5.94 -----		
89 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ		
89.01 Ισολογισμός κλεισίματος	189.875,52	
11 ΚΤΙΡΙΑ		
11.00 Κτίριο Α'		123.257,52
14 ΕΠΙΠΛΑ		
14.00 Έπιπλα διάφορα		
20 ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ		44.020,54
30 ΠΕΛΑΤΕΣ		7.336,76
33 ΧΡΕΩΣΤΕΣ		3.521,64
<i>Μεταβίβαση των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας «ΡΟΔΑ Α.Ε.» στην εξαγοράζουσα «ΚΡΟΝΟΣ Α.Ε.»</i>		
----- 31.5.94 -----		
11 ΚΤΙΡΙΑ		
11.99.01 Αποσβεσθέντα κτίρια	1.467,35	
14 ΕΠΙΠΛΑ		
14.99.01 Αποσβεσθέντα έπιπλα	880,41	
52 ΤΡΑΠΕΖΕΣ	66.324,28	
50 ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	41.966,25	
89 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ		
89.01 Ισολογισμός		110.638,30
<i>Μεταβίβαση των στοιχείων του παθητικού.</i>		

Μετά τις εγγραφές μεταβιβάσεως των περιουσιακών της στοιχείων, η εξαγοραζόμενη θα καταχωρήσει την εγγραφή εισπράξεως του τιμήματος της εξαγοράς, χρεώνοντας το λογαριασμό «38.00 Ταμείο» και πιστώνοντας τους κατάλληλους λογαριασμούς. Συγκεκριμένα, πιστώνεται ο λογαριασμός «89 Ισολογισμός κλεισίματος» με το ποσό των 79.236,98 και κλείνει, καθώς και ο λογαριασμός «81.91 Κέρδος από την πώληση της εταιρείας» με το ποσό των 52.824,65

----- 31.5.94 -----		
38 ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ		
38.00 Ταμείο	132.061,633	
89 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ		
89.01 Ισολογισμός κλεισίματος		79.236,98
81 ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ		
81.91 Κέρδος από την πώληση της εταιρείας		52.824,65

Υπολογισμός φόρου εισοδήματος επί του κέρδους, που προέκυψε από την πώληση της «ΡΟΔΑ Α.Ε.».

Εδώ να σημειωθεί ότι το κέρδος, που προέκυψε από την πώληση της εταιρείας (από την μεταβίβαση των περιουσιακών της στοιχείων λόγω της εξαγοράς) θεωρείται ως εισόδημα από εμπορικές επιχειρήσεις και φορολογείται αυτοτελώς με συντελεστή 20%. Συνεπώς, θα παρακρατηθεί και θα αποδοθεί στο Δημόσιο ο αναλογών φόρος $52.824,65 \times 20\% = 10.564,93$. Για τις πράξεις αυτές θα γίνουν οι παρακάτω εγγραφές:

----- 31.5.94 ----- 81 ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 81.91 Κέρδος από την πώληση της εταιρείας 54 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ 54.07 Φόρος εισοδήματος	10.564,93	10.564,93
----- 31.5.94 ----- 54 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ 54.07 Φόρος εισοδήματος 38 ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ 38.00 Ταμείο	10.564,93	10.564,93

Κλείσιμο λογαριασμών (και βιβλίων) εξαγορασθείσας «ΡΟΔΑ Α.Ε.»

----- 31.5.94 ----- 40 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 41 ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ 81 ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 81.90 Διάφορες εκτιμήσεως 81.91 Κέρδος από πώληση εταιρείας 53 ΠΙΣΤΩΤΕΣ 53.90 Μέτοχοι - δικαιούχοι προϊόντος εξαγοράς (Ακολουθούν τριτοβάθμιοι κατά μέτοχο λογαριασμοί)	29.347,03 14.673,51 77.476,15	121.496,70
---	-------------------------------------	------------

Καταβολή του τιμήματος της εξαγοράς στους δικαιούχους.

Τελευταία εγγραφή στα βιβλία της εξαγορασθείσας εταιρείας «ΡΟΔΑ Α.Ε.» αυτή της καταβολής του τιμήματος της εξαγοράς στους δικαιούχους

----- 31.5.94 ----- 53 ΠΙΣΤΩΤΕΣ 53.90 Μέτοχοι - δικαιούχοι προϊόντος εξαγοράς 38 ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ 38.00 Ταμείο	121.496,70	121.496,70
---	------------	------------

Στο σημείο αυτό έχουν κλείσει όλοι οι λογαριασμοί στα βιβλία της εξαγορασθείσας εταιρείας «ΡΟΔΑ Α.Ε.».

Ακολουθούν τα σχηματικά «Τ» των πρωτοβάθμιων και δευτεροβάθμιων λογαριασμών της εξαγοραζόμενης εταιρείας με την κίνηση που παρουσιάζουν από τη στιγμή που συντάχθηκε το παραπάνω ισοζύγιο μέχρι το κλείσιμο των βιβλίων.

11 ΚΤΙΡΙΑ		11.00 Κτίριο Α'	
		<u>123.257,52</u>	<u>123.257,52</u>
121.790,17	123.257,52		
<u>1.467,35</u>			
<u>123.257,52</u>	<u>123.257,52</u>		
		11.99 Αποσβεσθέντα κτίρια	
		<u>1.467,35</u>	<u>1.467,35</u>
14 ΕΠΙΠΛΑ		14.00 Έπιπλα διάφορα	
		<u>11.738,81</u>	<u>11.738,81</u>
10.858,40	11.738,81		
880,41			
<u>11.738,81</u>	<u>11.738,81</u>		
		14.99 Αποσβεσθέντα έπιπλα	
		<u>880,41</u>	<u>880,41</u>
20 ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ		40 ΚΕΦΑΛΑΙΟ	
		<u>29.347,03</u>	<u>29.347,03</u>
<u>44.020,54</u>	<u>44.020,54</u>		
30 ΠΕΛΑΤΕΣ		41 ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	
		<u>14.673,51</u>	<u>14.673,51</u>
<u>7.336,76</u>	<u>7.336,76</u>		
33 ΧΡΕΩΣΤΕΣ		52 ΤΡΑΠΕΖΕΣ	
		<u>66.324,28</u>	<u>66.324,28</u>
<u>3.521,64</u>	<u>3.521,64</u>		
89 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ		53 ΠΙΣΤΩΤΕΣ	
89.01 Ισολογισμός κλεισίματος			
		<u>41.966,25</u>	<u>41.966,25</u>
189.875,27	110.638,30		
	<u>79.236,98</u>		
<u>189.857,27</u>	<u>189.857,27</u>		

38 ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ

38.00 Ταμείο

132.061,63	10.564,93
	<u>121.496,70</u>
<u>132.061,63</u>	<u>132.061,63</u>

53 ΠΙΣΤΩΤΕΣ/ 53.90 Μέτοχοι

<u>121.496,70</u>	<u>121.496,70</u>
-------------------	-------------------

54 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ

54.07 Φόρος εισοδήματος

<u>10.564,93</u>	<u>10.564,93</u>
------------------	------------------

81 ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

10.564,93	35.216,43
<u>77.476,15</u>	<u>52.824,65</u>
<u>88.041,08</u>	<u>88.041,08</u>

81.90 Διαφορές εκτιμήσεως

<u>35.216,43</u>	<u>35.216,43</u>
------------------	------------------

81.91 Κέρδος από πώληση εταιρείας

10.564,93	52.824,65
<u>42.259,72</u>	
<u>52.824,65</u>	<u>52.824,65</u>

Β) Λογιστικές εγγραφές στα βιβλία της εξαγοράζουσας εταιρείας «ΚΡΟΝΟΣ Α. Ε.».

Την ίδια ημερομηνία, που έγιναν οι εγγραφές στα βιβλία της εξαγορασθείσας εταιρείας «ΡΟΔΑ Α.Ε.» (31 Μαΐου 1994), θα γίνουν και οι κατάλληλες εγγραφές στα βιβλία της εξαγοράζουσας «ΚΡΟΝΟΣ Α.Ε.».

Και πρώτα θα γίνει η εγγραφή για, την απεικόνιση των περιουσιακών στοιχείων (ενεργητικού-παθητικού) της εξαγορασθείσας, που αποκτήθηκαν από την εξαγοράζουσα. Θα χρεωθούν όλα τα στοιχεία του ενεργητικού (τα πάγια στην αξία που τα εκτίμησε η Επιτροπή Εμπειρογνωμόνων- τα υπόλοιπα στις αξίες που έδωσε η απογραφή της 31.5.94) και θα πιστωθούν οι λογαριασμοί των στοιχείων του παθητικού (με τις αξίες της απογραφής της 31.5.94) - εξαιρέσει των πιστωτικών υπολοίπων των λογαριασμών «40 ΚΕΦΑΛΑΙΟ» 29.347,03, «41 ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ» 14.673,51 και «81.90 Διαφορές εκτιμήσεως» 35.216,43 = σύνολο 79.236,98. Με τα ποσά αυτά, πλέον το κέρδος που προέκυψε από την πώληση της εξαγορασθείσας εταιρείας και εμφανίσθηκε στην πίστωση του λογαριασμού «81.91» 52.824,65 δηλαδή, με ποσό συνολικά (79.326,98 + 52.824,65 =) 132.061,63 θα πιστωθούν οι λογαριασμοί των μετοχών της εξαγορασθείσας εταιρείας «ΡΟΔΑ Α.Ε.». Το ποσό αυτό είναι το τίμημα της περιουσίας της εξαγορασθείσας εταιρείας και φυσικά δικαιούνται να το εισπράξουν οι μέτοχοι αυτής⁽¹⁾. Το ποσό των 52.824,65, που για την εξαγορασθείσα εταιρεία αποτελεί κέρδος από την πώληση της περιουσίας στην εξαγοράζουσα, για την τελευταία (δηλ. την «ΚΡΟΝΟΣ Α.Ε.») αποτελεί υπεραξία (Goodwill) και θα εμφανισθεί σε λογαριασμό

του ενεργητικού της με κατάλληλο τίτλο. Ακολουθεί η σχετική εγγραφή:

31.5.94		
11. ΚΤΙΡΙΑ Κ.ΛΠ		
11.00 Κτίριο Α'	123.257,52	
14 ΕΠΙΠΛΑ Κ.ΛΠ.		
14.00 Έπιπλα	11.738,81	
20 ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ	44.020,54	
30 ΠΕΛΑΤΕΣ	7.336,76	
33 ΧΡΕΩΣΤΕΣ	3.521,64	
16 ΑΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ		
16.00 Υπεραξία επιχειρήσεως (Good will)	52.824,65	
11 ΚΤΙΡΙΑ Κ.Λ.Π.		
11.99 Αποσβεσμένα κτίρια		1.467,35
14 ΕΠΙΠΛΑ ΚΛΠ.		
14.99 Αποσβεσμένα έπιπλα		880,41
52 ΤΡΑΠΕΖΕΣ		66.324,28
50 ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ		41.966,25
53 ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ		
53.90 Εξαγορασθείσα εταιρεία «ΡΟΔΑ Α.Ε.»		132.061,63
	242.699,93	242.699,93

Όταν η εξαγοράζουσα εταιρεία καταβάλει το τίμημα της εξαγοράς, θα κάνει στα βιβλία της την εγγραφή:

31.5.94		
53 ΠΙΣΤΩΤΕΣ		
53.90 Εξαγορασθείσα εταιρεία «ΡΟΔΑ Α.Ε.»	132.061,63	
38 ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ		
38.00 Ταμείο		132.061,63

Λογιστική εμφάνιση της υπεραξίας του ακίνητου.

Την υπεραξία του κτιρίου της εξαγορασθείσας εταιρείας, που καταχώρησε στην έκθεσή της η Επιτροπή Εμπειρογνωμόνων, η εξαγοράζουσα θα εμφανίσει στα βιβλία της σε λογαριασμούς τάξεως:

31.5.94		
04 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ		
04.10 Υπεραξία περιουσιακών στοιχείων εξαγορασθείσας «ΡΟΔΑ Α.Ε.»	32.216,43	
08. ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ		
08.10 Υπεραξία περιουσιακών στοιχείων εξαγορασθείσας «ΡΟΔΑ Α.Ε.»		32.216,43

Εάν τα περιουσιακά στοιχεία, στα οποία η Επιτροπή απέδωσε υπεραξία είναι περισσότερα από ένα, τότε θα υπάρχει ανάλυση σε τριτοβάθμιους λογαριασμούς, για να είναι δυνατή η παρακολούθηση καθενός χωριστά.

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις
στην Ελλάδα**



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα

6.1 Εισαγωγή

Στην Ελλάδα οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις συναντούσαν κατά το παρελθόν σημαντικά εμπόδια: μικρό αριθμό εταιρειών, ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας και οικογενειακής οργάνωσης των επιχειρήσεων, κατακερματισμός, περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς, έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου.

Με τη δημιουργία της Ενιαίας αγοράς το 1986, που οδήγησε σε ένα κύμα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Έτσι, μεταξύ 1987 και 1994, το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων, με το ποσοστό αυτό να φτάνει το 13-24% στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Ανάλογα ποσοστά εκτιμάται ότι σημειώθηκαν και σε κλάδους των υπηρεσιών. Μάλιστα, κατά την περίοδο 1985-1993, οι περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.

Στην αμέσως επόμενη περίοδο (1994-σήμερα) οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες φαίνεται να συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επενδύσεις, π.χ. στην κινητή τηλεφωνία, στα καζίνο, στα σουπερμάρκετ.

Με την απελευθέρωση του Τραπεζικού συστήματος, την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, τη γενική βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας, τις ευκαιρίες των μεγάλων έργων, τη διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων, πολλαπλασιάστηκαν οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στη χώρα μας, με αιχμή, τα τελευταία χρόνια, το ίδιο το τραπεζικό σύστημα.

Το 1999 σημειώθηκε σημαντικό κύμα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων, με επιπτώσεις σε όλους τους κλάδους. Ειδικά στον τραπεζικό τομέα, εμφανίζονται αξιοσημείωτες αλλαγές στα μερίδια αγοράς των Τραπεζών, με σημαντική άνοδο των μεριδίων των ιδιωτικών ομίλων.

Οι περισσότεροι αναλυτές συμφωνούν ότι η τάση αυτή θα συνεχιστεί στη χώρα μας, τόσο σε κλάδους αιχμής για τις Ε&Σ (όπως ο τραπεζικός), όσο και στο σύνολο της οικονομίας. Και αυτό σε συνδυασμό με :

- τη συμμετοχή της χώρας στην ΟΝΕ,
- τις ανάγκες εκσυγχρονισμού και ολοκλήρωσης του παραγωγικού ιστού,

- τις πιέσεις του διεθνούς ανταγωνισμού
- την επέκταση, όπως διαφαίνεται, της πολιτικής αποκρατικοποιήσεων στα επόμενα χρόνια.

6.2 Εξέλιξη εξαγορών - συγχωνεύσεων 2003 – 2005

Σύμφωνα με έρευνα της PricewaterhouseCoopers το 2004 καταγράφηκαν στην Ελλάδα συνολικά 198 εξαγορές- συγχωνεύσεις παρουσιάζοντας μια αύξηση σε σχέση με το 2003 οι οποίες έφθασαν τις 154 και το 2002 τις 308. Η πλειοψηφία των συναλλαγών πραγματοποιήθηκε από μεγάλες εταιρίες με κύκλο εργασιών άνω των 50 εκ. ευρώ και σε ποσοστό περίπου 36% είχε σκοπό την απόκτηση μειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής.

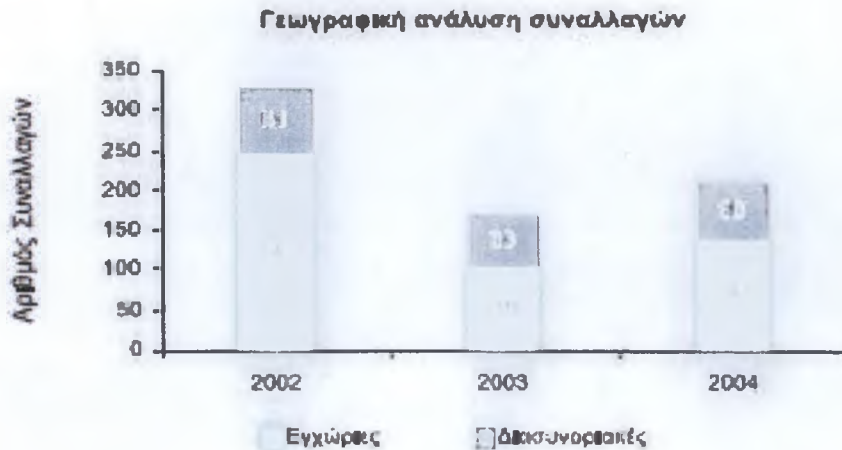
Σχήμα 1 : Κατηγορίες συναλλαγών



Πηγή: PricewaterhouseCoopers

Ο αριθμός των διασυνοριακών συναλλαγών το 2004 κυμάνθηκε σε 68 και αφορούσαν κυρίως συναλλαγές εγχώριων εταιριών. Το 50 % περίπου των επενδύσεων ελληνικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό αφορούσε χώρες των Βαλκανίων ενώ μόλις το 30 % περίπου του συνόλου των διασυνοριακών συναλλαγών αφορούσε επενδύσεις ξένων εταιρειών στην Ελλάδα γεγονός που δεικνύει την αδυναμία της Ελληνικής οικονομίας όσον αφορά την προσέλκυση ξένων επενδύσεων στην Ελλάδα.

Σχήμα 2: Γεωγραφική ανάλυση εξαγορών



Πηγή: PricewaterhouseCoopers

Οι επενδύσεις ξένων εταιρειών το 2004 έφθασαν τις 20 έναντι τις 18 το 2003 και οι περισσότερες από αυτές προέρχονταν από χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο νέος αναπτυξιακός νόμος Ν.3299/2004 σε συνδυασμό με τη σταδιακή μείωση της φορολογίας και με τη παροχή φορολογικών κινήτρων του Ν2992/2002 σίγουρα αποτέλεσαν και θα αποτελέσουν και στο μέλλον σημαντικά κίνητρα για την αύξηση των εξαγορών - συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.

Ο κλάδος που παρουσιάζει συνεχή κινητικότητα τα τελευταία χρόνια είναι ο κλάδος των τραπεζών και λοιπών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με σημαντικότερη συναλλαγή το 2004 την εξαγορά του 51% της Γενικής τράπεζας από την Societe Generale. Επίσης το 2004 συνεχίστηκε η προσπάθεια μεγάλων Ελληνικών Τραπεζών για την επέκταση τους στο χώρο των Βαλκανίων λόγω της εξελισσόμενης ανάπτυξης των χωρών αυτών και της μεσοπρόθεσμης ωρίμανσης της Ελληνικής αγοράς. Οι αποκρατικοποιήσεις που από το 2004 συνεχίζονται μέχρι και σήμερα σε χώρες των Βαλκανίων (Σερβία, Ρουμανία κ.α.) σίγουρα συνέβαλλαν ακόμη περισσότερο στην προσέλκυση ξένων επενδυτών κυρίως Ελλήνων λόγω της γεωγραφικής εγγύτητας.

Στον κλάδο της τεχνολογίας και των τηλεπικοινωνιών η μεγαλύτερη συναλλαγή το 2004 ήταν η ολοκλήρωση της εξαγοράς της Vodafone Panafon από την Vodafone Group plc. Στον κλάδο της βιομηχανίας το 2004 τη μεγαλύτερη κινητικότητα παρουσιάζουν εταιρείες

αλουμινίου και οι εταιρείες εξόρυξης μετάλλων/ ορυκτών.

Το 2005 αποτέλεσε τη χρονιά των ' 'μεγάλων συμφωνιών' ' καθώς πάνω από 20 μεγάλες αλλά και μικρότερου μεγέθους εταιρείες πραγματοποίησαν συμφωνίες άνω των 4 δις ευρώ. Η συμφωνία που τράβηξε τα βλέμματα όλων ήταν η συμφωνία επιχειρηματικής συνεργασίας μεταξύ της Δέλτα και της Chipita η οποία θα ολοκληρωθεί στα μέσα του 2006 και από την οποία η εταιρεία που θα προκύψει θα είναι η πρώτη στον κλάδο τροφίμων στην Ελλάδα με δραστηριοποίηση σε 28 χώρες του εξωτερικού. Η συνένωση αυτή θα βοηθήσει την επέκταση της Δέλτα σε χώρες της Μέσης Ανατολής και της Λατ. Αμερικής και στην Chipita θα αυξήσει σημαντικά τη χρηματοοικονομική της ρευστότητα. Ο ενιαίος όμιλος τροφίμων που θα προκύψει από αυτήν τη συμφωνία αναμένεται να παρουσιάσει πωλήσεις άνω του 1 δις ευρώ και καθαρά κέρδη της τάξεως των 75 εκ ευρώ.

Γενικότερα έντονη κινητικότητα παρουσίασε το 2005 ο κλάδος των τροφίμων και των ποτών σαφώς επηρεασμένος από αντίστοιχη δραστηριοποίηση στο εξωτερικό. Πολλές από αυτές τις συμφωνίες πρόκειται να ολοκληρωθούν το 2006 όπως πχ. της Danone με κάποια από τις παρακάτω: Pepsico, Nestle, Unilever. Μια άλλη πολύ σημαντική εξαγορά η οποία πρόκειται να ολοκληρωθεί το 2006 είναι η εξαγορά (49.75%) της εταιρείας Interfish από τον Όμιλο Σελόντα. Σημειώνεται ότι ο τελευταίος είχε εξαγοράσει πρόσφατα το 75% της εταιρείας Κορωνίς αυξάνοντας έτσι την παραγωγή του κατά 2.500 τόνους ψάρια.

Στις τηλεπικοινωνίες οι Arax Partners και Texas Pacific απέκτησαν το 80 % της TIM και της Q-Telecom. Στον ίδιο κλάδο η Intracom εξαγόρασε την Hellas on line από την Eurobank και 10% της Τουρκικής εταιρείας κινητής τηλεφωνίας Telesim. Στη βιομηχανία ο Όμιλος Βαρδινογιάννη απέκτησε τον έλεγχο της Motor oil σε ποσοστό 41.9% από την Aramco.

Άλλες σημαντικές συμφωνίες το 2005 ήταν η εξαγορά της Μπαλλής Χημικά από την επιχείρηση Νεοχημικά σε ποσοστό 69% , η εξαγορά της Eurodrip από την Global Finance σε ποσοστό 49.3% και η Eurobank εξαγόρασε την τουρκική χρηματιστηριακή Instaboul holdings κλπ.

Πίνακας 1 :Οι σημαντικότερες συναλλαγές του 2004

Εταιρεία αγοράσής	Εταιρεία στόχος	Ποσοστό εξαγοράς	Κλάδος
Vodafone Group	Vodafone Panafone	98.2%	Τεχνολογία -Τηλεπικοινωνίες
European Goldfields	Hellas Gold	65%	Εξόρυξη ορυκτών
First data Corporation	Delta Singular Outsourcing Services	100%	Τεχνολογία-Τηλεπικοινωνίες
Societe Generale	Γενική Τράπεζα	51%	Τράπεζες-Χρηματ.υπηρεσίες
EFG Eurobank Ergasias	Intertrust	100%	Τράπεζες-Χρηματ.υπηρεσίες
Dixons Group	Κωτσόβολος ΑΕ	65%	Χονδρεμπόριο-Λιανεμπόριο
Alpha Bank	Alpha Leasing	22%	Τράπεζες-Χρηματ.υπηρεσίες
Εμπορική Τράπεζα	Εμπορική Επενδυτική	47.8%	Τράπεζες-Χρηματ.υπηρεσίες
Τράπεζα Πειραιώς	Ελληνική εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου	10%	Τράπεζες-Χρηματ.υπηρεσίες
Αργυρομεταλλευμάτων και Βαρυτίνας ΑΕ	Stoilberg	100%	Βιομηχανία
Ibedrola	Χ.Ρόκας	21%	Ενέργεια-μεταφορές
Τράπεζα Πειραιώς	Πειραιώς Χρηματοδ. Μισθώσεις	83%	Τράπεζες-Χρηματ.υπηρεσίες
Ελληνικά Χρηματιστήρια	Κεντρικό Αποθετήριο	100%	Τράπεζες-Χρηματ.υπηρεσίες
Arnoldo Mondatori Editore	Αττικές Εκδόσεις	20%	MME
Herman Gutman Werke	Josef Gartner GmbH	22%	Βιομηχανία

Πηγή: PricewaterhouseCoopers

Πίνακας 2 :Οι σημαντικότερες συναλλαγές του 2005

Εταιρεία αγοράσής	Εταιρεία στόχος	Ποσοστό εξαγοράς	Κλάδος
ΔΕΛΤΑ	Chipita	Δεν έχει ολοκληρωθεί	Τρόφιμα-Ποτά
Όμιλος Σελοντα	Κορωνίς	75%	Τρόφιμα-Ποτά
Όμιλος Σελοντα	Interfish	49.75%	Τρόφιμα-Ποτά
Apax Partners και Texas Pacific	TIM	80%	Τεχνολογία-Τηλεπικοινωνίες
Apax Partners και Texas Pacific	Q-Telecom	-	Τεχνολογία-Τηλεπικοινωνίες
ALCAN	Αλουμινίου της Ελλάδος	53%	Βιομηχανία
Όμιλος Βαρδινογιάννη	Motor Oil	41.9%	Βιομηχανία
Intracom	Hellas on line	-	Τεχνολογία-Τηλεπικοινωνίες
Intracom	Inteltek	25%	Τεχνολογία-Τηλεπικοινωνίες
Lamda detergent	Μπαλλής	69%	Τεχνολογία-Τηλεπικοινωνίες
Eurobank	Instabul Holdings	-	Τράπεζες-Χρηματ.υπηρεσίες

Η αξία των Ε&Σ στην Ελλάδα ανήλθαν στα 4,3 δις euro αυξημένα κατά 114%, σε σχέση με το 2004 με το συνολικό αριθμό συναλλαγών να κυμαίνεται σε παρόμοια επίπεδα.

Τη μεγαλύτερη κινητικότητα σε αριθμό και αξία συναλλαγών παρουσίασαν όπως και

το 2004, οι κλάδοι της τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών, με 34 συναλλαγές και 2,1 δις euro σε αξία Ε&Σ και των τραπεζών και λοιπών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών με 34 συναλλαγές και 863 δις euro. Στον κλάδο τροφίμων και ποτών πραγματοποιήθηκαν 17 συναλλαγές μεγαλύτερου μεγέθους σε σχέση με το 2004, με 664 δις euro.

6.3 Εξαγορές –συγχωνεύσεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα

Οι εξαγορές- συγχωνεύσεις στο χρηματοπιστωτικό κλάδο εκτός από την ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων άρα και του δείκτη της κεφαλαιακής επάρκειας μπορούν να συμβάλλουν και στα παρακάτω:

1. Στην ενίσχυση της ανταγωνιστικής θέσης του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος που θα προκύψει μετά από μια εξαγορά ή συγχώνευση μέσω της επέκτασης του σε νέες περιοχές και στη δυνατότητα παροχής χρηματοπιστωτικών προϊόντων σε χαμηλότερες τιμές (Δημιουργία Οικονομιών κλίμακας –φάσματος-συνεργίες).

2. Στη μείωση του κόστους λειτουργίας σε ποσοστό πάνω από 15%.

3. Στην απόκτηση της απαραίτητης τεχνογνωσίας και παροχή νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων ή στη δημιουργία θυγατρικών εταιρειών με σκοπό την αντιμετώπιση του φαινομένου της αποδιαμεσολάβησης δηλαδή, της απευθείας σύνδεσης καταθετών–δανειοληπτών.

4. Στη χρησιμοποίηση εξελιγμένων μεθόδων διαχείρισης χρηματοοικονομικών κινδύνων πχ. παράγωγα προϊόντα.

5. Στη μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών η οποία θα συνεχιστεί μόνο εάν ο όμιλος καταφέρει να διευρύνει τα κέρδη του τα επόμενα χρόνια.

Κάποια από τα μειονεκτήματα των εξαγορών-συγχωνεύσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι τα παρακάτω:

1. Σε μερικές περιπτώσεις (μελέτη Mitchell Madison –1998) η απόδοση των μετοχών ήταν μικρότερη από 17% σε σχέση με τις άλλες τράπεζες.

2. Οι μέτοχοι της τράπεζας που προβαίνουν σε εξαγορά κερδίζουν ενώ οι μέτοχοι της εξαγορασθείσας συνήθως χάνουν.

3. Εάν η αγορά είναι ήδη κορεσμένη τότε τα περιθώρια ανάπτυξης είναι πολύ περιορισμένα.

4. Πολλές φορές το διοικητικό και το διαχειριστικό κόστος των συγχωνεύσεων

εμφανίζεται υψηλό παρόλα αυτά αποτελεί εφάπαξ περικοπή.

5. Δυσκολίες στην ενοποίηση λόγω διαφορετικής επιχειρηματικής κουλτούρας.
6. Το κοινωνικό κόστος εμφανίζεται υψηλό λόγω μείωσης του προσωπικού.

Στην Ελλάδα τα τελευταία δύο χρόνια ο χρηματοπιστωτικός τομέας έχει παρουσιάσει έντονη κινητικότητα. Την περίοδο αυτή η κυβέρνηση ετοιμάζεται να τοποθετήσει το 13.5% της Εμπορικής σε διεθνή χαρτοφυλάκια αναμένοντας ταυτόχρονα και την απόφαση της Credit Agricole. Η εισαγωγή του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου στο Χρηματιστήριο αναμένεται το Μάιο. Η Εθνική Τράπεζα έχει αρχίσει την αναδιάρθρωση του ομίλου της με την εξυγίανση των θυγατρικών της. Πολλές Ελληνικές τράπεζες πωλούν θυγατρικές με σκοπό να εξοικονομήσουν κεφάλαια για να μπορέσουν να κινηθούν περισσότερο επιθετικά, πχ. η EFG Eurobank έχει συγκεντρώσει πάνω από 12 εκ. ευρώ για την πιθανή εξαγορά άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων.

Μια άλλη συγχώνευση που πραγματοποιείται αυτόν τον καιρό στο χρηματοπιστωτικό τομέα είναι η συγχώνευση Omega Bank με την Proton, με την οποία η Omega εισάγεται στο Χρηματιστήριο και η Proton αποκτά πρόσβαση στα 17 καταστήματα της Omega και συνεχίζει για μια ενδεχόμενη συνεργασία με την Probank. Άλλες ενδεχόμενες συνεργασίες είναι μια πιθανή εξαγορά ενός σημαντικού ποσοστού της Εγνατίας ή της Κυπριακής Λαϊκής Τράπεζας από τον όμιλο Marfin.

6.4 Προοπτικές εξαγορών συγχωνεύσεων

Το 2006 πρόκειται να συνεχιστεί η κινητικότητα που παρουσιάστηκε σε πολλούς κλάδους το 2005. Πρώτα από όλα στον κλάδο των τροφίμων και των ποτών πρόκειται να υπάρξουν μεγάλες ανακατατάξεις-συνεργασίες, αποτέλεσμα κυρίως του συνεχώς αυξανόμενου ανταγωνισμού τόσο των εγχώριων εταιρειών όσο και αυτών που επεκτείνονται στην Ελλάδα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η συνεχώς αυξανόμενη παρουσία των hard discount αλυσίδων Σούπερ-Μάρκετ στην Ελλάδα και συγκεκριμένα των Lidl και Dia και η επικείμενη είσοδος των Aldi και Tengelmann. Άλλοι κλάδοι στους οποίους αναμένεται να παρουσιαστεί έντονη κινητικότητα είναι ο κλάδος της Τεχνολογίας-Τηλεπικοινωνιών, ο κλάδος των πετρελαιοειδών λόγω αυξημένων τιμών του πετρελαίου γεγονός που αυξάνει την ρευστότητα των επιχειρήσεων του κλάδου και λιγότερο κινητικότητα θα παρουσιάσει ο κλάδος της Βιομηχανίας.

Ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί στο χρηματοπιστωτικό τομέα στον οποίο αναμένονται οι περισσότερες ανακατατάξεις-συνεργασίες. Η αύξηση του ανταγωνισμού και η ύπαρξη περιθωρίων επέκτασης στο χρηματοπιστωτικό τομέα πρόκειται να εντείνουν την προσπάθεια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με σκοπό τη διεύρυνση του μεριδίου της αγοράς και της ανάπτυξης συνεργασιών. Οι μικρές και οι μεσαίες τράπεζες είναι αυτές που θα αναζητήσουν στρατηγικές συμμαχίες με άλλες ελληνικές ή ξένες, ομοίου ή μεγαλύτερου μεγέθους. Βέβαια πρέπει να σημειωθεί μια στρατηγική συμμαχία μεταξύ μεγάλων τραπεζών θα προκαλέσει αλυσιδωτές αντιδράσεις και στις άλλες.

Στο εξωτερικό και συγκεκριμένα στην Ιαπωνία θα δημιουργηθεί το 2006 η μεγαλύτερη τράπεζα στον κόσμο όταν ο όμιλος Mitsubishi Tokyo Financial Group και ο όμιλος UFJ Holdings ολοκληρώσουν τη συγχώνευση των βασικών τους τραπεζικών εργασιών. Το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που θα προκύψει από αυτή τη συνεργασία θα έχει Ενεργητικό 1.7 τρις δολ. Στην Ευρώπη και στην Αμερική όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι υποχρεωμένα να ακολουθήσουν το νέο πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας(Basel II). Οι νέοι κανόνες δίνουν στις τράπεζες κίνητρα να διαγράψουν περιουσιακά στοιχεία που τελούν σε κίνδυνο και να επιμείνουν σε πιο ασφαλή.

Γενικότερα οι εξαγορές-συγχωνεύσεις σε όλους τους κλάδους και ειδικότερα στο χρηματοπιστωτικό πρόκειται να οξύνουν ακόμη περισσότερο τον ανταγωνισμό και θα αναγκάσουν τους συμμετέχοντες σε αυτόν να βελτιώσουν ακόμη περισσότερο τα προϊόντα, τις υπηρεσίες και την ποιότητα αυτών προς όφελος του καταναλωτή. Βέβαια σε μια επικείμενη συγχώνευση-εξαγορά οι συμμετέχοντες σε αυτήν δεν πρέπει να αγνοούν το κοινωνικό κόστος (πιθανή απόλυση εργαζομένων) τέτοιων συνεργασιών γιατί οι επιχειρήσεις αποτελούν σημαντικές οντότητες του κοινωνικού συνόλου και ως τέτοιες πρέπει να δρουν.

6.5 Εξαγορές και συγχωνεύσεις στην Ελλάδα στα πλαίσια της ΕΟΚ

Η επιχειρούμενη ολοκλήρωση της ευρωπαϊκής εσωτερικής αγοράς προδιέγραψε ήδη μια τάση στην πραγματοποίηση περισσότερων συγχωνεύσεων των επιχειρήσεων, αναφορικά με την επιλογή εναλλακτικών μορφών επιχειρηματικής συνεργασίας. Συνήθως παρατηρήθηκε το φαινόμενο της απορρόφησης μιας μικρής επιχείρησης από μια άλλη μεγαλύτερη με την εξαγορά των μετοχών ή των στοιχείων του ενεργητικού της μικρότερης επιχείρησης συνδυάζοντας τις δύο επιχειρήσεις σε μια.

Η συγκέντρωση μεγάλων (ή και μικρών) μονάδων σε κοινό φορέα στη χώρα μας είναι επακόλουθο των εκτιμήσεων του επιχειρηματικού κόσμου για τις προοπτικές της ελληνικής βιομηχανίας εν όψει του 1993. Οι προοπτικές αυτές, με τις διαρθρωτικές αδυναμίες που έχουν οι ελληνικές επιχειρήσεις (έλλειψη σύγχρονου κτιριακού και μηχανολογικού εξοπλισμού, περιορισμένη ανταγωνιστικότητα, ανυπαρξία οργανωμένων δικτύων διανομής κλπ.) δεν είναι καθόλου ευοίωνες, τουλάχιστον με τα σημερινά δεδομένα.

Η πραγματοποίηση συγχωνεύσεων, κυρίως μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων, φαίνεται πλέον ότι αποτελεί αναγκαιότητα για τις 'κοινοτικές' επιχειρήσεις, προκειμένου αυτές:

- Να ανεβάσουν την ανταγωνιστικότητά τους, και να κάνουν δυναμικότερη την παρουσία τους.
- Να επεκτείνουν τις εμπορικές τους δραστηριότητες στην Ενιαία Ευρωπαϊκή Αγορά των 320 εκατ. καταναλωτών καταλαμβάνοντας όσο γίνεται μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς αυτής.
- Να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας (π.χ. τεχνικές οικονομίες λόγω μεγέθους παραγωγής) ώστε να ανταγωνισθούν τους αμερικανικούς και ιαπωνικούς 'υπερκολλοσσούς' με τα άφθονα κεφάλαια και την υπερσύγχρονη τεχνολογία, και
- Να διευκολυνθούν φορολογικά και λογιστικά για δημιουργία μεγαλύτερης αποδοτικότητας.

Οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται στις διάφορες χώρες – μέλη της ΕΟΚ βασίζονται στην παγκοσμιότητα της στρατηγικής των πολυεθνικών επιχειρήσεων, που όπως αποδεικνύεται πλέον είναι αναγκαία προϋπόθεση επιχειρηματικής επιβίωσης μεσομακροπρόθεσμα.

**Λίστα Επενδυτών & Εταιριών που συνεργάστηκαν σε βάση Ολικής Εξαγοράς,
Μερικής Συμμετοχής, ή Joint Venture**

(Περίοδος 1/1/1990-31/12/1991)

A/A	ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ	ΧΩΡΑ	ΣΤΟΧΟΣ	ΚΛΑΔΟΣ
1.	Βοσινάκης	GR	Β. Ρεμούνδος	Τρόφιμα
2.	Eurohellenic	INT	Chipita	Τρόφιμα
3.	Managment Buy Out	GR	Βοκτάς	Τρόφιμα
4.	Pernod / Ricard	FR	Λίζας & Λίζας (70%)	Ποτά
5.	3E	GR	Β.Ε.Λ.Κ.	Ποτά
6.	Γ.Σαράντης	GR	Βαμβάκι της Ελλάδος	Επεξεργασία Βάμβακος
7.	J/Mont	IT	Χαρτελλάς	Χαρτοβιομηχανία
8.	J/Mont	IT	Αχαΐα	Χαρτοβιομηχανία
9.	Van Leer	NL	ΕΛΠΑΚ	Χαρτοβιομηχανία
10.	Fuhs	GE	Syntchem	Συνθετικά Λιπαντικά
11.	Sanofi	FR	Φιλοδέρμ	Φαρμακευτικά
12.	Φαμάρ	GR	Ciba (60% παραγωγής)	Φαρμακευτικά
13.	Casno Nobel/ Chemagra	INT	Βιβεχρώμ	Χρώματα/Βερνίκια
14.	Χρωτέξ	GR	Perfecta (Ελλάς)	Χρώματα/Βερνίκια
15.	S.E.F.I.	EUR	Amiantit (77%)	Μη Μεταλλικά Ορυκτά
16.	Ciments Francais	FR	Χάλυψ	Μη Μεταλλικά Ορυκτά
17.	Ciments Francais	FR	Λατομεία Χατζηγιάννη	Μη Μεταλλικά Ορυκτά
18.	Γιούλα	GR	Κρόνος (Πλειοψηφία)	Υαλουργία
19.	Ericson	SW	Intracom (15%)	Τηλεπικοινωνιακό υλικό
20.	Αφοί Σκιτζή	GR	Λύρα (Συγχώνευση)	Παιχνίδια
21.	Όμιλος Αρβανίτη	GR	Υγεία (78% από AMI)	Νοσοκομείο
22.	Γ.Σαράντης	GR	Hellafranca (Nataly's)	Αλυσίδες Λιαν. Εμπορίου
23.	ASCO	GE	Σέλμαν (Jointventure)	Αλυσίδες Λιαν. Εμπορίου
24.	Όμιλος Μαρινόπουλου	GR	TRESCO	Super Market
25.	Πέντε (S/M) Γαλαξίας	GR	Αργώ Μάρκετ	Super Market
26.	Κεράνης	GR	Ορίζων	Διανομές Τροφίμων
27.	Βρετανικός Όμιλος	UK	Αστήρ Γλυφάδας	Ξενοδοχ. Επιχειρήσεις
28.	Closters	NO	Royal Cruise lines	Κρουαζιέρες Αναψυχής
29.	Singular	GR	Broadbank	Software
30.	HDM	INT	Target (51%)	Διαφημιστικές Υπηρεσίες
31.	Victoria	GE	Ολυμπιακή	Ασφαλιστικές Υπηρεσίες
32.	Κεράνης	GR	A.E.M.E.T. (50%)	Εταιρεία Επενδύσεων
33.	EMI-Columbia	GR	Minos (Συγχώνευση)	Δισκογραφική Εταιρεία

6.6 Συμπέρασμα

Διαπιστώσαμε ότι η συντριπτική πλειοψηφία των συγχωνεύσεων (70%) στο εξωτερικό απέτυχε, είτε γιατί υποτίμησε ή “ξέχασε” τη σημασία του ανθρώπινου παράγοντα, είτε γιατί ο νέος ιδιοκτήτης δημιούργησε συνθήκες σύγκρουσης με το προσωπικό του. Τέτοια λάθη δεν πρέπει – αν και επιχειρήθηκε – να επαναληφθούν στη χώρα μας.

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Συνέπειες των Εξαγορών και
Συγχωνεύσεων στη Διοίκηση
Ανθρώπινου Δυναμικού (Δ.Α.Δ)**



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Συνέπειες των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στη Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού (Δ.Α.Δ)

7.1 Επιχειρησιακή ολοκλήρωση και Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού

Οι περισσότερες επιπτώσεις των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, είτε αυτές εξετάζονται σε μικρο-οικονομικό (επιχείρηση) είτε σε μακρο-οικονομικό επίπεδο (οικονομία, ομάδα οικονομιών), περνούν μέσα από αλλαγές σε βασικά στοιχεία ή και στη γενικότερη φιλοσοφία των πολιτικών Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού στις αντίστοιχες επιχειρησιακές ενότητες. Γι' αυτό και είναι σκόπιμο, πριν να εξετάσουμε τη γενικότερη επίπτωση των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις του προσωπικού που υφίσταται αυτές τις μεταβολές, να σκιαγραφήσουμε τον τρόπο που οι εξελίξεις αυτές επηρεάζουν ή αναμένεται να επηρεάσουν τις επιμέρους πολιτικές Ανθρώπινου Δυναμικού.

Ειδικές μελέτες για το θέμα εντοπίζουν δύο βασικές περιπτώσεις, με σαφώς διαφορετική επίπτωση στις ασκούμενες πολιτικές, επομένως και στη φιλοσοφία οργάνωσης και εξέλιξης των εργασιακών σχέσεων στο εσωτερικό των επιχειρήσεων.

7.1.1 Περίπτωση Α: Συντονισμένη ανάπτυξη στο πλαίσιο ενός Ομίλου Εταιρειών.

Σε αυτή την περίπτωση, η εξαγορά γίνεται κυρίως με σκοπό πρόσθετα οικονομικά οφέλη (ανάπτυξη στο πλαίσιο ενός ομίλου ή ανάπτυξη με σκοπό τη μεταπώληση της επιχείρησης).

Σε αυτή την περίπτωση, η επιχείρηση εντάσσεται σε έναν όμιλο, η κεφαλή του οποίου επιβάλλει στα κατώτερα επίπεδα στόχους σχετικά βραχυπρόθεσμους, στο μέτρο που δεν ενδιαφέρεται να αξιοποιήσει τις όποιες συνέργιες ανάμεσα στις επιμέρους λειτουργικές ενότητες που αποτελούν τον όμιλο.

Αυτή η επιλογή οδηγεί σε σημαντική αυτονομία των επιμέρους επιχειρήσεων ή λειτουργικών ενότητων και σε σχετική αποκέντρωση στην άσκηση πολιτικών Ανθρώπινου Δυναμικού.

Βέβαια, οι οικονομικοί περιορισμοί της μητρικής εταιρείας μπορεί να μειώνουν σημαντικά τη διακριτική ευχέρεια των επιμέρους διευθυντικών στελεχών, δεδομένου ότι

κάθε απόφασή τους σε θέματα Ανθρώπινου Δυναμικού μπορεί να επιδρά στο συνολικό κόστος, επομένως και στη συνολική οικονομική απόδοση του ομίλου.

Αυτό ισχύει πολύ περισσότερο σε θέματα μακροπρόθεσμων επενδύσεων στο Ανθρώπινο Δυναμικό (Εκπαίδευση, σχεδιασμός καριέρας κλπ), για τα οποία περιορίζονται οι αρμοδιότητες και τα περιθώρια παρέμβασης των αντίστοιχων στελεχών.

Σε τέτοιες περιπτώσεις παρατηρείται μια τάση αποκέντρωσης των συλλογικών εργασιακών σχέσεων ή και πολιτικές εξατομίκευσής τους, με εντοπισμό κέντρων κέρδους και κόστους, διαφοροποιημένες πολιτικές υποκίνησης και ανάπτυξης προσωπικού, με έμφαση στην αύξηση της παραγωγικότητας, κυρίως σε βραχυπρόθεσμη βάση.

Συνολικά, διαμορφώνεται μια Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού «πολλών ταχυτήτων», που διατηρεί και αναπτύσσει έντονα διαφοροποιημένα (από άποψη αμοιβής, δικαιωμάτων και συνθηκών εργασίας) εργασιακά καθεστώτα, με επιλεκτικές και αποκεντρωμένες πολιτικές, με διαφορετικές ρυθμίσεις και αρμοδιότητες μεταξύ επιχειρήσεων ή και λειτουργικών ενοτήτων του ίδιου ομίλου, ακόμα και της ίδιας επιχείρησης.

Εννοείται ότι η κατάσταση αυτή δημιουργεί σοβαρά προβλήματα στη συλλογική εκπροσώπηση και έκφραση των εργαζομένων, περιορίζοντας ανάλογα τη δύναμη των συνδικαλιστικών οργανώσεων.

7.1.2 Περίπτωση Β: Αξιοποίηση ουσιαστικών συνεργιών – πλήρης επιχειρησιακή ολοκλήρωση.

Σε αυτή την περίπτωση η εξαγορά γίνεται κυρίως με στόχο την αναζήτηση και αξιοποίηση ουσιαστικών συνεργιών ανάμεσα στην εξαγοράζουσα και στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η αναζήτηση τέτοιων συνεργιών μπορεί να αναφέρεται:

- σε **κάθετη ολοκλήρωση** (έτσι ώστε η εξαγοράζουσα επιχείρηση να ελέγχει διαφορετικές φάσεις παραγωγής /εμπορίας ενός προϊόντος ή υπηρεσίας)
- σε **οριζόντια ολοκλήρωση** (έτσι ώστε η εξαγοράζουσα επιχείρηση να επωφελείται από ένα ενιαίο δίκτυο διανομής, από παρόμοια τεχνολογία παραγωγής κλπ)
- σε **χωροταξική ολοκλήρωση** (η εξαγοράζουσα επιχείρηση ενισχύει την παρουσία και τη θέση της σε διαφορετικές περιοχές, χώρες κλπ).

Οι εξαγορές αυτές συνδυάζονται, αργά ή γρήγορα, με συγχώνευση των ενεχόμενων επιχειρήσεων. Η παρέμβαση της Διοίκησης του ομίλου στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση δεν περιορίζεται στον γενικό οικονομικό έλεγχο, αλλά επηρεάζει άμεσα και σημαντικά όλα τα θέματα παραγωγής και οργάνωσης, προχωρώντας, στις περισσότερες περιπτώσεις, σε συνολικό ανασχεδιασμό των δραστηριοτήτων της.

Οι επιπτώσεις στο είδος της Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού που θα αναπτυχθεί τελικά είναι, σ' αυτή την περίπτωση, άμεσες και σημαντικές. Οι πολιτικές συγκεντροποιούνται, ασκούνται δηλαδή με βάση ενιαία πλαίσια, όργανα και φιλοσοφία, αφήνοντας ελάχιστα περιθώρια διαφοροποίησης ανάλογα με τα προϋπάρχοντα (και συνήθως διαφορετικά) εργασιακά καθεστώτα ή και τις υφιστάμενες στις επιμέρους επιχειρήσεις πρακτικές.

Στην περίπτωση αυτή ανακύπτουν τα περισσότερα προβλήματα προσδιορισμού ενός αποτελεσματικού και κατά το δυνατόν ενιαίου πλαισίου όρων αμοιβής και εργασίας για τους εργαζόμενους και τα στελέχη.

7.1.3 Περίπτωση Γ: Επικεντρωμένη – επιλεκτική επιχειρησιακή ολοκλήρωση.

Από ορισμένους μελετητές έχει ωστόσο επισημανθεί και μια τρίτη περίπτωση: όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση, απορροφώντας επιλεκτικά ή ολικά την εξαγοραζόμενη, αποφασίζει να επικεντρωθεί σε ένα κύριο προϊόν/ υπηρεσία, σε ένα συγκεκριμένο είδος πελατείας, αγοράς ή και περιοχής.

Σε αυτή την περίπτωση, η ελέγχουσα επιχείρηση επικεντρώνει το ενδιαφέρον της σε ένα σχετικά περιορισμένο πυρήνα εργαζομένων και στελεχών, που θεωρεί απαραίτητα για την αποδοτική και ανταγωνιστική της λειτουργία.

Σε αυτούς εφαρμόζει συγκροτημένες πολιτικές Ανθρώπινου Δυναμικού, που αντιστοιχούν στη δημιουργία/ διατήρηση μιας «εσωτερικής αγοράς εργασίας», σχετικά προστατευμένης από τις πιέσεις και τις διακυμάνσεις της εξωτερικής αγοράς εργασίας, με σαφείς και επωφελείς για τους εργαζόμενους κανόνες, ρυθμίσεις και παροχές με σημαντικές εγγυήσεις επαγγελματικής ανάπτυξης και καριέρας.

Παράλληλα εγκαταλείπει ή εξωτερικεύει τις λιγότερο σημαντικές δραστηριότητες σε υπεργολάβους – προμηθευτές ή/ και σε δορυφορικές επιχειρήσεις, που λειτουργούν κάτω από σαφώς δυσμενέστερους και ασταθείς όρους αμοιβής και εργασίας.

Τέτοιες πρακτικές έχουν κατά καιρούς απασχολήσει τη θεωρία των οικονομικών και των κοινωνικών επιστημών, ως βασικός μηχανισμός κατάτμησης της αγοράς εργασίας τόσο στις αναπτυγμένες, όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες.

7.2 Βασικές διαπιστώσεις

Η παραπάνω σχηματοποίηση της σχέσης των στρατηγικών επιλογών επιχειρησιακής ολοκλήρωσης με τις επιλογές Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού, που επηρεάζουν καθοριστικά το είδος, την ποιότητα και την ποικιλία των εργασιακών σχέσεων μετά από Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, γίνεται κυρίως για τους σκοπούς της παρουσίασης. Δεν πρέπει να θεωρήσουμε ότι η σχέση αυτή είναι μονοσήμαντη και γραμμική.

Στην πράξη, έχουμε πολλούς συνδυασμούς των παραπάνω βασικών περιπτώσεων και ποικιλία ενδιάμεσων καταστάσεων.

Μελέτες που έγιναν πρόσφατα και αφορούν τον τραπεζικό τομέα απέδειξαν ότι οι σύγχρονες τεχνολογίες διαχείρισης της πληροφορίας και επικοινωνιακής δικτύωσης επιτρέπουν οργανωτικές επιλογές που συνδυάζουν την επιχειρησιακή ολοκλήρωση με έντονη συγκεντροποίηση διαμόρφωσης των διοικητικών προδιαγραφών και των πρακτικών Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού, με συνεχώς αυξανόμενη επιλεκτικότητα, ευελιξία ή εξατομίκευση στη διαμόρφωση και την εξέλιξη τόσο των εργασιακών καθηκόντων, όσο και των όρων αμοιβής και εργασίας.

Μάλιστα οι περισσότερες εμπειρίες από Εξαγορές και Συγχωνεύσεις καταδείχνουν τη σημασία και άλλων παραγόντων, όπως η στρατηγική, ο συσχετισμός δύναμης και οι σχέσεις της Διοίκησης με τη συλλογική εκπροσώπηση, το θεσμικό πλαίσιο και τα πολιτιστικά δεδομένα κάθε χώρας/ περιοχής, η κουλτούρα της επιχείρησης κ.α, οδηγώντας σε πολύ διαφορετικές συσχετίσεις και αποτελέσματα.

Ειδικότερα, μελέτες που έγιναν με βάση στοιχεία για τις διασυνοριακές Εξαγορές και Συγχωνεύσεις κατέδειξαν ότι η ποσοτική κυριαρχία των αγγλοσαξονικών επιχειρήσεων (ΗΠΑ, Η.Β) στις διασυνοριακές Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιβάλλει συγκεκριμένα πρότυπα διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού στις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις, τα οποία εστιάζονται σε στοιχεία όπως:

- άμεση ελαχιστοποίηση κόστους προσωπικού

- εισαγωγή ευελιξίας στις εργασιακές σχέσεις, ιδιαίτερα στην ποσοτική της διάσταση (αποσταθεροποίησης διάρκειας σύμβασης, χρόνου και αμοιβής εργασίας),
- προβλήματα αναγνώρισης συνδικαλιστικής εκπροσώπησης – αντιθετικές σχέσεις με τη συλλογική εκπροσώπηση, - έντονα μονομερείς πρακτικές.

Αντίθετα, τα επικρατούντα στην ηπειρωτική Ευρώπη πρότυπα Διοίκησης, εστιάζονται σε διαφορετικά στοιχεία όπως:

- μακροχρόνιοι στόχοι διαχείρισης και επένδυσης στο Ανθρώπινο Δυναμικό
- μεγαλύτερη βαρύτητα στην υποκίνηση και συμμετοχή του στους στόχους της επιχείρησης
- σημασία στην εκπαίδευση και την ποιοτική ευελιξία της εργασίας (πολυδυναμία του εργαζόμενου)
- θεσμική αναγνώριση της συλλογικής εκπροσώπησης
- σαφείς κανόνες και ανεπτυγμένο θεσμικό πλαίσιο εργασιακών σχέσεων
- παράδοση σχέσεων συνεννόησης ή και συνεργασίας με τα συνδικάτα

Η σύγκρουση των παραπάνω διαφορετικών αντιλήψεων στη Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού, που συνδέεται άρρηκτα με τη σημασία του παράγοντα «φιλοσοφία Διοίκησης», «υποκίνηση» και «επιχειρησιακή κουλτούρα» στις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, έχει μέχρι σήμερα οδηγήσει στη σχετική επικράτηση του «αγγλοσαξονικού προτύπου». Το πρότυπο αυτό κατηγορείται συχνά για δημιουργία σοβαρών προβλημάτων στην απασχόληση και στην ομαλότητα των εργασιακών σχέσεων, καθώς και στην αποτελεσματικότητα των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.

Ανεξάρτητα από τη σημασία που αποδίδεται από τα διοικητικά πρότυπα, τη θεωρία και την πρακτική στους κοινωνικούς παράγοντες επιτυχίας των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων, γίνεται όλο και περισσότερο αποδεκτό ότι ο ανθρώπινος παράγοντας και η αποτελεσματική υποκίνησή του στο πλαίσιο υλοποίησης των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων είναι κρίσιμος για την επιτυχία ή την αποτυχία κάθε σχετικού εγχειρήματος.

Επιτυχία που προϋποθέτει:

- προσεκτικό σχεδιασμό και υλοποίηση κατάλληλων πολιτικών Ανθρώπινου Δυναμικού,

- επαρκή πληροφόρηση, διαφάνεια, κατάκτηση της απαιτούμενης εμπιστοσύνης και αποδοχής στις σχέσεις των εμπλεκόμενων μερών (Διοίκηση, συλλογική εκπροσώπηση, εργαζόμενοι και στελέχη).

7.3 Επιπτώσεις των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις.

7.3.1 Γενική προσέγγιση

Η διεθνής εμπειρία δείχνει ότι οι επιπτώσεις των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην απασχόληση και στα εργασιακά δικαιώματα του προσωπικού είναι συνήθως σημαντικές και κατά κανόνα αρνητικές για την απασχόληση και τους όρους εργασίας πολλών ομάδων εργαζομένων, κυρίως εκείνων με ξεπερασμένη ή χαμηλή επαγγελματική ειδίκευση.

Παρ' ότι οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο για την ευρωπαϊκή και την ελληνική επιχειρησιακή πρακτική, φαίνεται ότι, ειδικά στις σημερινές συνθήκες κοινωνικής και οικονομικής οργάνωσης, όξυνσης του ανταγωνισμού και με το σημερινό συσχετισμό δύναμης των κοινωνικών συνομιλητών, δημιουργούν υψηλές ανάγκες παρέμβασης και προστασίας για μεγάλο αριθμό εργαζομένων και ανάλογης εμβέλειας κοινωνικές, διοικητικές, οργανωτικές και νομικές προκλήσεις.

Αυτές τις προκλήσεις καλούνται σήμερα να αντιμετωπίσουν, με όλο και μεγαλύτερη δυσκολία - συχνά μάλιστα «κατόπιν εορτής», τα δικαστήρια, οι ειδικοί επιστήμονες, η Πολιτεία και οι κατά τόπους εποπτικές της αρχές.

Είναι γνωστό ότι οι γενικές διασφαλίσεις της απασχόλησης και των υφιστάμενων εργασιακών δικαιωμάτων, που ρητά παρέχονται από την εθνική και την κοινοτική νομοθεσία σε περίπτωση μεταβίβασης - συγχώνευσης επιχειρήσεων, τίθενται σε δοκιμασία. Μπορούν μάλιστα να καταστούν αναποτελεσματικές σε περίπτωση τεχνικο-οργανωτικών αλλαγών, ανασχεδιασμού δραστηριοτήτων ή συρρίκνωσης εργασιών μετά τη μεταβίβαση, ιδίως εάν αυτή συνοδεύεται από απορρόφηση ή συγχώνευση επιχειρήσεων με επικαλυπτόμενες δραστηριότητες ή/ και με τελείως διαφορετικά εργασιακά καθεστώτα.

7.3.2 Βασικά ευρήματα από τη διεθνή εμπειρία

Παλαιότερες έρευνες Εταιρειών Συμβούλων για λογαριασμό της Ε.Ε., αναφερόμενες ειδικά στις εμπειρίες του τραπεζικού τομέα, ανέδειξαν ως κρίσιμους παράγοντες που μειώνουν την κοινωνική αποτελεσματικότητα - επιτυχία των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων:

- το φόβο των εργαζομένων για την απώλεια της θέσης εργασίας και των εργασιακών τους δικαιωμάτων
- τις (συχνά βίαιες ή αποσπασματικές) αλλαγές στη Διοίκηση του Ανθρώπινου Δυναμικού και στην υπάρχουσα εργασιακή πρακτική
- την ασάφεια και ανασφάλεια του προσωπικού και των στελεχών σχετικά με τις προοπτικές του νέου επιχειρησιακού σχήματος, τη θέση τους στην ιεραρχία και την εξέλιξη των αρμοδιοτήτων τους.

Σημειώνοντας ότι η απασχόληση δεν είναι κατά κανόνα ο κύριος λόγος που προκαλεί τις συγχωνεύσεις, αλλά συνιστά μεταβλητή που επηρεάζεται σημαντικά από αυτές, οι ίδιες έρευνες εντοπίζουν σημαντικές ποσοτικές και κυρίως ποιοτικές επιπτώσεις των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην απασχόληση, μεταξύ των οποίων:

- μείωση της απασχόλησης στις κατηγορίες με χαμηλότερη εξειδίκευση
- σημαντικές μεταβολές στο ρόλο και στα καθήκοντα των στελεχών, προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης πολυπλοκότητας και ευελιξίας
- σχετική αύξηση της απασχόλησης εξειδικευμένων και νεότερων στελεχών
- «απαλλαγή» της επιχείρησης από πλεονάζον δυναμικό χαμηλότερης εξειδίκευσης ή/και από ηλικιωμένα στελέχη, με διάφορα προγράμματα πρόωρης συνταξιοδότησης ή εθελουσίας εξόδου.
- σοβαρά προβλήματα ενσωμάτωσης και εναρμόνισης διαφορετικών συστημάτων Διοίκησης, εργασιακών σχέσεων και οργάνωσης εργασίας, που απαιτούν σοβαρή προπαρασκευή και μπορεί να αποβούν κρίσιμα για την επιτυχία της συγχώνευσης, εάν ξεκινούν από διαφορετικά συστήματα διαπραγμάτευσης, συλλογικής ρύθμισης και διαμόρφωσης των όρων αμοιβής και εργασίας.

Ως προέκταση των παραπάνω, οι έρευνες του Ευρωπαϊκού Παρατηρητηρίου Απασχόλησης, ειδικά για το θέμα των ιδιωτικοποιήσεων στην Ευρώπη, επισημαίνουν ανάλογα προβλήματα και ειδικότερα:

- Εμφανή μείωση της προστασίας της απασχόλησης

- Διάσπαση ουσιαστικών στοιχείων των εργασιακών σχέσεων, κυρίως με τη διάκριση ανάμεσα σε προϋπάρχον προσωπικό (που διατηρεί τα βασικά του δικαιώματα ή και τη μονιμότητα, εάν είχε καθεστώς δημοσίου υπαλλήλου και σε νέο (νεοπροσλαμβανόμενο), με πολύ πιο ευέλικτο και υποβαθμισμένο εργασιακό καθεστώς
- Σύστημα εργασιακών σχέσεων πολλών ταχυτήτων στην ίδια επιχείρηση, με συνέπειες στη δομή και στην ενότητα της συλλογικής εκπροσώπησης, στα πεδία της συλλογικής διαπραγμάτευσης κλπ.
- Πιο «επιθετική» Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού, με μεγαλύτερη έμφαση στην απόδοση της επιχείρησης και στην πιο αποτελεσματική διαχείριση κόστους εργασίας και παραγωγικότητας. Μάλιστα, υπάρχει σαφής τάση σύγκλισης και διάδοσης κριτηρίων και συστημάτων Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού από τον ιδιωτικό στο Δημόσιο Τομέα
- Τάση για περισσότερο μονομερείς ρυθμίσεις στο εσωτερικό της επιχείρησης, βάσει του διευθυντικού δικαιώματος. Σε ορισμένες περιπτώσεις, προϋπάρχουσα συμμετοχή των εργαζομένων στο Δ.Σ. της ιδιωτικοποιημένης επιχείρησης, διατηρήθηκε είτε με νομοθετική ρύθμιση, είτε με συλλογική σύμβαση μετά την ιδιωτικοποίηση. Παράλληλα φαίνεται να αναπτύσσονται νέες μορφές, οικονομικής κυρίως συμμετοχής των εργαζομένων στην ιδιοκτησία (διανομή μετοχών) και στα αποτελέσματα της επιχείρησης.

7.4 Συνολική αξιολόγηση των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις αντιμετωπίζονται σήμερα ως κάτι το αναπόφευκτο, ως απαραίτητη επιλογή ή ως «αναγκαίο κακό» μπροστά στις πιέσεις της συγκυρίας, τις ευκαιρίες και τις προκλήσεις της Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης και του διεθνούς ανταγωνισμού.

Όλα αυτά στο πλαίσιο μιας «νέας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας», που κυριαρχείται από την επανάσταση στους τομείς της πληροφορίας και των επικοινωνιών και από την κυριαρχία της γνώσης ως απαραίτητου στοιχείου ανταγωνιστικότητας και επιβίωσης στις διεθνείς αγορές.

Ορισμένοι θεωρούν τις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις φυσικό και υγιές επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς, που βοηθά τη μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις,

δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αξία, επιταχύνει τον εκσυγχρονισμό και αυξάνει την απόδοση των επιχειρήσεων, βελτιώνοντας τη συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο.

Η αντίθετη άποψη εστιάζεται σε θέματα διαφάνειας και πληροφόρησης των κεφαλαιαγορών για τις συντελούμενες επιχειρησιακές μεταβολές, αρνητικών επιπτώσεων των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στους μετόχους των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, μείωσης του ανταγωνισμού, ολιγοπωλιακής οργάνωσης της οικονομίας, στρέβλωσης των τιμών και επιβάρυνσης του καταναλωτή. Εμμένει δε στην ανάγκη για κατάλληλες ρυθμίσεις ελέγχου και περιορισμού των καταχρήσεων από την απόκτηση μονοπωλιακής ή ολιγοπωλιακής δύναμης.

Μέχρι σήμερα δεν έχει επιβεβαιωθεί από την εμπειρική έρευνα μόνο η μια ή η άλλη άποψη. Είναι όμως χαρακτηριστικό ότι οι περισσότεροι αναλυτές εστιάζουν την προσοχή τους στα τεράστια μεγέθη των μεταβιβαζόμενων κεφαλαίων και στα αντίστοιχα κέρδη για τους επενδυτές, ή και σε θέματα επιχειρησιακής οργάνωσης και ανταγωνισμού, ενώ μόνο δευτερευόντως ασχολούνται με τις συνέπειες για την απασχόληση, τους όρους αμοιβής και εργασίας των εργαζομένων στις μεταβιβαζόμενες – συγχωνευόμενες επιχειρήσεις. Κάτι που είναι ωστόσο απαραίτητο για να έχουμε πληρέστερη αξιολόγηση όχι μόνο της οικονομικής, αλλά και της «κοινωνικής αποτελεσματικότητας» των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ελληνική

1. Αγοραστός Κ., 1995 , Αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων που εξαγοράζονται ή συγχωνεύονται, Οικονομικά Χρονικά, Οικονομικό επιμελητήριο Ελλάδος.
2. Ευθύμογλου Πρ., 1996 , Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως, Τεύχος Β - Ανάλυση Επενδύσεων, Γ' Έκδοση.
3. Ευθύμογλου Πρ., 1999 , Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως, Τεύχος Α - Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, Β' Έκδοση.
4. Λεοντάρης Μιλτιάδης Κ., 1994, Μετατροπή, συγχώνευση, διάσπαση εταιρειών: από άποψη φορολογική και λογιστική, Εκδόσεις Πάμισος
5. Μούσης Ν., 2001, Ευρωπαϊκή Ένωση, Δίκαιο – Οικονομία – Πολιτική, 9^η έκδοση, Εκδόσεις Παπαζήση
6. Παπαδάκης Β., 2002, Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία, 4^η Έκδοση, Εκδόσεις Ε.Μπένου.
7. Σακέλλης Εμμανουήλ Ι., 2001, Συγχωνεύσεις – διασπάσεις – εξαγορές μετατροπές εταιρειών και εκτίμηση αξίας επιχειρήσεων: από άποψη νομική, φορολογική λογιστική / Εμμανουήλ Ι. Σακέλλη, 3^η Έκδοση, Εκδόσεις Βρύκους
8. Σακέλλης Εμμανουήλ Ι., 1994, Εκτίμηση αξίας επιχειρήσεων, μετασχηματισμοί επιχειρήσεων, συγχωνεύσεις και μετατροπές εταιρειών: από άποψη νομική, φορολογική λογιστική / Εμμανουήλ Ι. Σακέλλη, 2^η Έκδοση, Εκδόσεις Βρύκους
9. Τσουκαλάς Λ., 1998, Η Νέα Ευρωπαϊκή Οικονομία στο κατώφλι του 21^{ου} αιώνα, Εκδόσεις Παπαζήση
10. Φίλιος Βασίλειος Φ., 1991, Όμιλοι εταιρειών και η ενοποίηση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, Εκδόσεις Παπαζήση

Ξένη

1. Brigham E. and Houston J., 1998, Fundamentals of Financial Management, 8th Edition, The Dryden Press, Orlando, Florida, U.S.A.
2. Business Week, December 19, 1985.
3. Evans David H., 1989, Comparative advantage and growth: trade and development in theory and practice, Harvester Wheatsheaf

4. Lee Ch. And Finnerty J., 1990, Corporate Finance, Theory, method and applications, Harcourt Brace Jovanovich Inc., Orlando, Florida, U.S.A.
5. Livesey Frank, 1990, Economics: an introduction for students of business and marketing, 3rd Edition, Butterworth – Heinemann
6. Misra S.K., 1998, Modern economics, Delhi: Pragati
7. Pike R. And Neale B., 1996, Corporate Finance and Investments, Decisions and Strategy, 2nd Edition, Prentice Hall, New Jersey, U.S.A.
8. Ross St. et al, 1999, Corporate Finance, 5th Edition, Irwin – McGraw – Hill, U.S.A.
9. Samuels J. et al., 1999, Financial Management & Decision Making, International Thomson Business Press, London, U.K.
10. Seitz N. and Ellison M., 1995, Capital Budgeting and Long – Term Financing Decisions, 2nd Edition, The Dryden Press, Orlando, Florida, U.S.A.
11. Weston Fr. Et al, 1990, Mergers Restructuring and Corporate Control, 1st Edition, Prentice Hall.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

1. www.agil.gr
2. www.enthesis.net
3. www.ine.otoe.gr
4. www.kathimerini.gr
5. www.portalkathimerini.gr