

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοίκησης
Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη “ Χρηματοοικονομική Ανάλυση ”



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΤΟΥ

ΠΑΠΑΒΑΣΙΛΕΙΟΥ ΙΩΑΝΝΗ

ΘΕΜΑ

“Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Κυριότερες μορφές αμύνης σε μία εχθρική πρόταση εξαγοράς και η επίπτωση τους στο πλούτο των μετόχων”

Επιβλέπων Καθηγητής: Τσαγκαράκης Νικόλαος
Οκτώβριος 2007

Πίνακας περιεχομένων

Εισαγωγή

σελ. 4

Κεφάλαιο 1^ο : Συγχωνεύσεις και Εξαγορές : Εισαγωγικές έννοιες και επισκόπηση πρόσφατων εξελίξεων

- Ορισμοί – Είδη Συγχωνεύσεων και Εξαγορών σελ.7
- Ιστορική Εξέλιξη Συγχωνεύσεων και Εξαγορών σελ.9
- Συγχωνεύσεις και Εξαγορές το 1^ο εξάμηνο του 2007 σελ.12
- Συγχωνεύσεις και Εξαγορές το 2^ο εξάμηνο του 2007 σελ.14
- Βασικοί παράγοντες ενίσχυσης των Σ&Ε διεθνώς σελ.16
- Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα σελ.17
- Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 1^ο εξάμηνο του 2007 σελ.18
- Βασικοί παράγοντες ενίσχυσης των Σ&Ε στην Ελλάδα σελ.20

Κεφάλαιο 2^ο : Σ&Ε και Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης

- Το Δ.Π.Χ.Π. 3 και οι βασικές διαφορές του με το Δ.Λ.Π. 22 σελ.21
- Επιπτώσεις στη στρατηγική των Σ&Ε σελ.23
- Συνέπειες ασαφών διατάξεων του Ελληνικού Νομικού Πλαισίου και Ε.Λ.Π. σελ.24
- Ε.Ε. : Νέοι νόμοι και οδηγίες αναφορικά με το καθεστώς των Σ&Ε σελ.25

Κεφάλαιο 3^ο : Μορφές Αμύνης ενάντια σε Επιθετικές Εξαγορές και η επίπτωση τους στο πλούτο των μετόχων

- Κίνητρα πραγματοποίησης Επιθετικής εξαγοράς σελ.28
- Κίνητρα αντίστασης της Διοίκησης του target σελ.30
- Υποψίες αναφορικά με τα κίνητρα των ενεργειών της διοίκησης της εταιρείας στόχου που πρέπει τα στελέχη να αντιπαρέλθουν σελ.31
- Μορφές Αμύνης σελ.32
- Κυριότερες Μορφές Αμύνης κατά τη περίοδο προ της επιθετικής εξαγοράς σελ.32
- Poison Pills σελ.33
- Poison pills with flip – over rights σελ.34
- Flip – in poison pills σελ.35
- Αποτελεσματικότητα Poison Pills σελ.35
- Poison Pills και Επιπτώσεις σελ.36

-	Αλλαγές στη δομή της διοίκησης	σελ.38
-	Αλλαγές στη δομή της διοίκησης και Επιπτώσεις	σελ.38
-	Καθορισμός Αποζημιώσεων Μελών Δ.Σ. και Ανώτατων Στελεχών	σελ.39
-	Καθορισμός Αποζημιώσεων Μελών Δ.Σ. και Ανώτατων Στελεχών και Επιπτώσεις	σελ.40
-	Κυριότερες μορφές αμύνης κατά τη περίοδο μετά τη προσφορά της επιθετικής εξαγοράς	σελ.43
-	Προσφυγή στη δικαστήρια (Litigation)	σελ.44
-	Προσφυγή στη δικαστήρια (Litigation) και Επιπτώσεις	σελ.45
-	Επαναγορά μετοχών από τον bidder (Greenmail)	σελ.45
-	Επαναγορά μετοχών από τον bidder (Greenmail) και Επιπτώσεις	σελ.46
-	Standstill Agreements	σελ.47
-	Standstill Agreements και Επιπτώσεις	σελ.48
-	Αλλαγές στη Κεφαλαιακή Διάθρωση (Capital Structure Changes)	σελ.49
-	Αποκεφαλαιοποίηση (Recapitalizing)	σελ.49
-	Επιβάρυνση δανειακής θέσης (assume additional debt)	σελ.50
-	Έκδοση νέων μετοχών (issue additional shares)	σελ.51
-	Επαναγορά ιδίων μετοχών (buy back existing shares)	σελ.52
-	Αλλαγές στη Κεφαλαιακή Διάθρωση και Επιπτώσεις	σελ.54
	Κεφάλαιο 4^ο : Συμπεράσματα	σελ.55
	Βιβλιογραφία	σελ.58

Εισαγωγή

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση των κυριότερων μορφών αμύνης μίας εταιρείας απέναντι σε μία εχθρική πρόταση εξαγοράς, προκειμένου για τη διαφύλαξη της ανεξαρτησίας της, και των επιπτώσεων από την υιοθέτηση τους στο πλούτο των μετόχων.

Στο πρώτο κεφάλαιο αφού ορίσουμε την έννοια των εξαγορών και συγχωνεύσεων και τις κατηγοριοποιήσουμε με βάση διάφορα κριτήρια, γίνεται μία σύντομη επισκόπηση των εξελίξεων τόσο σε διεθνές όσο και σε εθνικό επίπεδο των Σ&Ε για το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους (αναφερόμαστε στις σημαντικότερες, από πλευράς αξίας, συμφωνίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών των τελευταίων ετών) καθώς και η καταγραφή των παραγόντων που συμβάλλουν στη σημαντική ανάπτυξη της δραστηριότητας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών τα τελευταία χρόνια.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναφερόμαστε στα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης και στις επιπτώσεις από την εφαρμογή τους στη στρατηγική των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Αρχικά, γίνεται μία αναφορά στις βασικές αλλαγές, όσον αφορά το τρόπο λογιστικού χειρισμού των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, που η υιοθέτηση του Δ.Π.Χ.Π. 3 επέφερε, σε σχέση με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 22 που ίσχυε από το 1998. Ακολουθώς αναφερόμαστε στις επιπτώσεις που έχει για τις εταιρείες η εφαρμογή των Δ.Π.Χ.Π. όσον αφορά τη πρόβλεψη των αποτελεσμάτων, τα έξοδα και τον όγκο εργασίας που αναλαμβάνουν. Στο τέλος του ίδιου κεφαλαίου γίνεται και μία σύντομη αναφορά στο πνεύμα των νέων νόμων και οδηγιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναφορικά με το καθεστώς των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Στο τρίτο κεφάλαιο αφού πρώτα προηγηθεί μία επισκόπηση των κινήτρων που ωθούν μία εταιρεία να εξαγοράσει μία άλλη εταιρεία, δίχως τη συναίνεση των μετόχων της τελευταίας και τα κίνητρα αντίστασης στην εξαγορά, θα εξετάσουμε τις συνέπειες από την ενεργοποίηση των πιο διαδεδομένων μορφών άμυνας που χρησιμοποιούνται από τις Αμερικάνικες εταιρείες. Ο τελευταίος διαχωρισμός γίνεται λόγω του ότι στις Η.Π.Α. οι διοικήσεις των εταιρειών είναι εξοπλισμένες με πολύ περισσότερες μορφές αμύνης από ότι στην Ευρώπη, λόγω του διαφορετικού Νομικού Πλαισίου. Συγκεκριμένα, μετά τη περιγραφή των βασικών σημείων κάθε μορφής αμύνης που εξετάζουμε, ακολουθεί αναφορά στα αποτελέσματα δημοσιευμένων σε έγκυρα οικονομικά περιοδικά και εφημερίδες εμπειρικών μελετών σχετικά με την αποτελεσματικότητα και κυρίως την επίπτωση του κάθε αμυντικού μηχανισμού ξεχωριστά στο πλούτο των μετόχων της εταιρείας στόχου.

Στο τέταρτο κεφάλαιο της εργασίας αναφερόμαστε στα συμπεράσματα τα οποία εξάγαμε σχετικά με την επίπτωση και τη χρησιμότητα από την υιοθέτηση αμυντικών μηχανισμών ενάντια σε μία προσπάθειας επιθετικής εξαγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο :

«Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Εισαγωγικές έννοιες και επισκόπηση πρόσφατων εξελίξεων»

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) είναι ο τρόπος με τον οποίο δύο εταιρίες ενώνονται ούτως ώστε να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους. Πρόκειται για συναλλαγές τεράστιας σημασίας, όχι μόνο για τις ίδιες αλλά και για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (μετόχους, managers, εργαζομένους, ανταγωνιστές, καταναλωτές και κυβέρνηση) καθώς και για το σύνολο της κοινωνίας. Η σημασία πηγάζει όχι μόνο από τις επιπτώσεις των Σ&Ε αλλά και από τα κολοσσιαία ποσά που επενδύονται σε αυτές.

Η συνεισφορά των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη σύγχρονη επιχειρηματική εποχή και κοινωνία είναι καταλυτική για την ευημερία και την οικονομική ανάπτυξη. Η επιτυχής έκβασή τους συνεισφέρει σημαντικά στην ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας και στη δημιουργία θέσεων εργασίας. Αρκετές είναι οι περιπτώσεις εταιρειών οι οποίες οφείλουν τη ταχεία και κερδοφόρο ανάπτυξη τους σε μία επιτυχημένη στρατηγική εξαγορών, ωστόσο δεν πρέπει να παραβλέπεται το γεγονός ότι οι Σ&Ε αποτελούν δραστηριότητα υψηλού κινδύνου καθώς βάσει μελετών και εμπειρικών ερευνών αποδεικνύεται ότι συχνά καταστρέφουν παρά δημιουργούν αξία, δεδομένου ότι η πλειοψηφία των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων αποτυγχάνει να φέρει εις πέρας του στόχους (επίτευξη οικονομικών κλίμακας και φάσματος) που είχαν τεθεί προ της συγχωνεύσεως. Η επιτυχία τους δε μπορεί να θεωρηθεί δεδομένη καθώς το τελικό αποτέλεσμα επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες (ενδογενείς και εξωγενείς). Αποδεικνύεται ότι τόσο η λειτουργική ενοποίηση των δύο εταιρειών όσο και η αύξηση των μεγέθους του νέου ενιαίου σχήματος αποτελούν μία ακριβή όσο και χρονοβόρα διαδικασία.

1.1 Ορισμοί - Είδη

Τα είδη των Σ&Ε κατηγοριοποιούνται με βάση διάφορα κριτήρια όπως:

A) Τη νομική υπόσταση και το λογιστικό χειρισμό

Με βάση το Ελληνικό Νομικό Πλαίσιο (Ν.2190/20) και τη νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση υπάρχουν 2 είδη:

- **Εξαγορά (Acquisition/Takeover):** Εξαγορά είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες εταιρείες (εξαγοραζόμενες) μεταβιβάζουν, μετά από λύση τους χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, σε άλλη (εξαγοράζουσα) το σύνολο της περιουσίας τους (Ενεργητικό και Παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιρειών του αντιτίμου των δικαιωμάτων τους (εξαγορά). Για την πράξη της εξαγοράς εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις των άρθρων 69 έως και 77 (παρ.1 του Ν.2190/1920). Για την εφαρμογή των διατάξεων αυτών, σαν απορροφούμενες εταιρείες νοούνται οι εταιρείες που εξαφανίζονται (εξαγοραζόμενες) και σαν απορροφούσα εταιρεία νοείται η εξαγοράζουσα (παρ.1).
- **Συγχώνευση (Merger):** Συγχώνευση με απορρόφηση είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες εταιρείες (απορροφούμενες), οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη εταιρεία (απορροφούσα) το σύνολο της περιουσίας τους (Ενεργητικό και Παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους τους μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία και, ενδεχομένως, καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που αποδίδονται στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιρειών (άρθρο 68, παρ.2, Κωδ. Ν.2190/1920).

Με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (και συγκεκριμένα το Δ.Π.Χ.Π. 3 που αντικατέστησε το προηγούμενο Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 22), σχεδόν όλες οι μορφές των επιχειρηματικών μετασχηματισμών ενοποίησης ανεξάρτητα από τη μορφή του ανταλλάγματος (μετρητά, μετοχές και λοιπά αξιόγραφα) θεωρούνται εξαγορές, εκτός από τη περίπτωση εκείνη κατά την οποία δεν μπορεί να αναγνωρισθεί ποια είναι η αγοράστρια εταιρεία και ποια η εξαγοραζόμενη, και αναγνωρίζεται μόνον η μέθοδος της απόκτησης / εξαγοράς (purchase/acquisition method), ενώ

σύμφωνα με το ΔΛΠ 22 αναγνωριζόταν σε περισσότερες περιπτώσεις και η μέθοδος της συνένωσης δικαιωμάτων (pooling of interests method).

B) Το τρόπο της προσφοράς :

Με βάση τον τρόπο προσφοράς εξαγοράς διακρίνονται σε α). Δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public Tender Offer), β) Συγχώνευση (Merger) και γ) Proxy Fights.

Γ) Τη στάση / διάθεση (mood) της διοικήσεως

Με βάση τη στάση / διάθεση (mood) της διοικήσεως της εξαγοραζόμενης εταιρείας διακρίνονται σε Εχθρική και Φιλική. Όσο πιο νέα μια επιχείρηση, στην αγορά κεφαλαίου, τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα φιλικής παρά επιθετικής εξαγοράς. Το μέγεθος έχει αρνητική επίδραση στην πιθανότητα φιλικής εξαγοράς και μη σημαντική επίδραση σε πιθανότητα επιθετικής εξαγοράς. Το τελευταίο ενδεχομένως να σχετίζεται με την δυνατότητα άμυνας των μεγάλων εταιριών σε επιθετικές εξαγορές, ενώ το πρώτο συμπέρασμα για τις φιλικές ενδεχόμενα σχετίζεται με το γεγονός ότι οι μικρές εταιρίες έχουν μικρότερη πρόσβαση σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, επομένως έχουν ένα επιπλέον κίνητρο να εξαγοραστούν από μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Αντίστοιχα και για τη μόχλευση, όπου έχει ισχυρή θετική επίδραση σε πιθανότητα φιλικής εξαγοράς καθώς μικρές εταιρίες με χρηματοοικονομικές δυσκολίες εμφανίζονται πρόθυμες για εξαγορά, ενώ η σχέση με τη πιθανότητα επιθετικής εξαγοράς είναι μη σημαντική. Τέλος για την υπόθεση των φημών εικοτολογίας η σχέση είναι ισχυρή και θετική τόσο για επιθετική όσο και για φιλική πιθανότητα εξαγοράς με ίση στατιστική σημασία.

Δ) Τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας

Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης, διακρίνονται σε:

- **Συσχετισμένες (Related mergers ή concentric mergers)** που αφορούν στρατηγική συσχετισμένης διαφοροποίησης και χωρίζονται σε:
 1. **Οριζόντιες συγχωνεύσεις** που αφορούν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας.
 2. **Κάθετες συγχωνεύσεις** που αφορούν σε διαφορετικά τμήματα των λειτουργιών της αλυσίδας αξίας, είτε προς τα εμπρός είτε προς τα πίσω.
- **Ασυσχετίστες (Unrelated mergers ή conglomerates)** που αφορούν σε κλάδους δραστηριότητας που δεν σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους.

Σημειώνεται ότι μία εξαγορά δεν οδηγεί πάντα σε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η επιχειρηματική πρακτική δείχνει ότι αν η εξαγορά μιας επιχείρησης, η ένταξη και ο συντονισμός της στο πλαίσιο ενός ευρύτερου ομίλου είναι ήδη ένα σύνθετο εγχείρημα, η συγχώνευση με την εξαγοράζουσα επιχείρηση ή και με άλλες θυγατρικές της είναι ακόμα δυσκολότερο και σπάνια αποφέρει τα αναμενόμενα οφέλη, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.

Τέλος, υπάρχουν και οι **αποσχίσεις** των εταιρειών που αποτελούν περίπου τις αντίθετες κινήσεις των Σ&Ε γι' αυτό και λέγονται και reverse takeovers ή demergers.

1.2 Ιστορική Εξέλιξη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Έχει παρατηρηθεί ότι οι Σ&Ε έρχονται κατά κύματα (merger waves). Στις Η.Π.Α. οι Σ&Ε έχουν ιστορία 100 ετών περίπου, στο Ηνωμένο Βασίλειο η αφετηρία τοποθετείται στη δεκαετία του 1960, ενώ στις λοιπές χώρες της Ε.Ε. είναι φαινόμενο κυρίως της δεκαετίας του 1990. Δεν έχει αναπτυχθεί μέχρι σήμερα κάποια ολοκληρωμένη θεωρία εξήγησης του φαινομένου αυτού, παρά του ότι υπάρχουν διάφοροι επιμέρους παράγοντες που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της δραστηριότητας των Σ&Ε. Τέτοιοι παράγοντες είναι οι αναδιαρθρώσεις κλάδων, οι εξελίξεις σε νέες τεχνολογίες, οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, οι ευκαιρίες επενδύσεων που παρουσιάζονται μετά από τη λήξη πολέμων, οι κυβερνητικές ρυθμίσεις ή αντιθέτως οι κυβερνητικές απορρυθμίσεις, η φιλελευθεροποίηση των αγορών και γενικότερα η μακροοικονομική κατάσταση. Ειδικά για την Ευρώπη, ιδιαίτερο ρόλο έπαιξε και παίζει η δημιουργία της ενιαίας αγοράς, η όξυνση του διεθνούς ανταγωνισμού, οι ανάγκες εκσυγχρονισμού και ανασύνταξης του Πιστωτικού συστήματος και οι ευκαιρίες που αναδείχθηκαν με τη προοπτική ενσωμάτωσης στην αγορά αυτή των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Συνοψίζοντας υπάρχουν μικροοικονομικοί και μακροοικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη δραστηριότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Συγκεκριμένα, στις ΗΠΑ διακρίνονται 5 κυρίως κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων από το 1890 μέχρι και το 2001, τα οποία αφορούν τις περιόδους 1890-1905, τη δεκαετία του 1920, τη δεκαετία του 1960, τη δεκαετία του 1980 και τη δεκαετία του 1990, ενώ όπως προκύπτει από τα στοιχεία της τελευταία εξαετίας και την αναζωπύρωση της διεθνούς δραστηριότητας των Σ&Ε τη περίοδο 2001 - 2006 πιθανόν να πρόκειται για ένα έκτο κύμα.

Στη σχετική βιβλιογραφία που έχει αναπτυχθεί για τα κύματα των ΣΕ προεξέχουσα θέση έχει η θεωρία του **Gort (1969)** σύμφωνα με την οποία γενεσιουργός αιτία αυτών είναι μια αύξηση στη γενική οικονομική δραστηριότητα που προκαλείται από κάποια ανισορροπία (disequilibrium). Η

συσχέτιση που παρατηρείται μεταξύ των κυμάτων των Σ&Ε και ανόδου της οικονομικής ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών σε ΕΕ και ΗΠΑ επιβεβαιώνουν σε μεγάλο βαθμό τη θεωρία του Gort.

Πίνακας 1.1: Η αξία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων παγκοσμίως σε τρισ. \$

2000	3,3
2001	1,67
2002	1,21
2003	1,4
2004	1,92
2005	2,78
2006	3,8
1 ^ο εξάμηνο του 2007	3

Πηγή : Ημερησία 3/7/2007

Στους Πίνακες 1.2 και 1.3 που ακολουθούν, αναφέρονται οι μεγαλύτερες εξαγορές και συγχωνεύσεις για τη περίοδο 1990-1999 και 2000- 2006.

Πίνακας 1.2 : Οι 10 μεγαλύτερες σε αξία συμφωνίες Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 1990 και 1999 (σε εκατ. \$):

Rank	Year	Purchaser	Purchased	Transaction value (in mil. \$)
1	1999	Vodafone Airtouch PLC	Mannesmann	183,000
2	1999	Pfizer	Warner-Lambert	90,000
3	1998	Exxon	Mobil	77,200
4	1999	Citicorp	Travelers Group	73,000
5	1999	SBC Communications	Ameritech Corporation	63,000
6	1999	Vodafone Group	AirTouch Communications	60,000
7	1998	Bell Atlantic[5]	GTE	53,360
8	1998	BP	Amoco	53,000
9	1999	US WEST	Qwest Communications	48,000
10	1997	Worldcom	MCI Communications	42,000

Πηγή : Lien, Kathy (2005-10-12). [Mergers And Acquisitions - Another Tool For Traders](#). Investopedia.

Πίνακας 1.3 : Οι μεγαλύτερες σε αξία συμφωνίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν από το 2000 έως και το 2006 (σε εκατ. \$)

Rank	Year	Purchaser	Purchased	Transaction value (in mil. \$)
1	2000	<i>Fusion:</i> America Online Inc. (AOL)	Time Warner	164,747
2	2000	Glaxo Wellcome Plc.	SmithKline Beecham Plc.	75,961
3	2004	Royal Dutch Petroleum Co.	Shell Transport & Trading Co	74,559
4	2006	AT&T Inc.	BellSouth Corporation	72,671
5	2001	Comcast Corporation	AT&T Broadband & Internet Svcs	72,041
6	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	60,243
7	2000	<i>Spin-off:</i> Nortel Networks Corporation		59,974
8	2002	Pfizer Inc.	Pharmacia Corporation	59,515
9	2004	JP Morgan Chase & Co	Bank One Corp	58,761

Πηγή: [Top Mergers & Acquisitions \(M&A\) Deals](#). Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances

1.3 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές το 1^ο εξάμηνο του 2007

Έντονα αυξημένη εμφανίζεται η κινητικότητα στο τομέα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων παγκοσμίως. Σύμφωνα με προκαταρκτικά στοιχεία που έδωσε στη δημοσιότητα η εταιρεία ερευνών Dealogic, η αξία των επιχειρηματικών deals κατά τους πρώτους 6 μήνες του τρέχοντος έτους διαμορφώθηκε στο αστρονομικό ποσό των 3 τρισ. δολαρίων και είναι αυξημένη κατά 51% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

Σε κλαδικό επίπεδο, η μεγαλύτερη κινητικότητα στα εταιρικά deals εμφανίζεται στις αγορές των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, του real estate και των εταιρειών κοινής ωφέλειας, όπου έχουν υπογραφεί συμφωνίες συνολικής αξίας 540, 301 και 255 δισ. δολαρίων αντίστοιχα.

Βάσει της γεωγραφικής κατανομής των εξαγορών και των συγχωνεύσεων που έχουν ανακοινωθεί από τις αρχές του έτους, η Ευρώπη φαίνεται να κρατάει τα ηνία των επιχειρηματικών γάμων. Από την αρχή του έτους στη Γηραιά Ήπειρο έχουν συναφθεί συμφωνίες συνολικής αξίας 1,2 τρισ. δολαρίων, έναντι συμφωνιών 1,1 τρισ. δολαρίων στη Βόρειο Αμερική. Μεγάλη ώθηση στη κινητικότητα που παρατηρείται στην ευρωπαϊκή αγορά έχει δώσει η μάχη που μαινεται για την απόκτηση της Ολλανδικής τράπεζας ABN AMRO, για την οποία ερίζουν η Barclays από τη μία μεριά και η τριπλή συμμαχία των Fortis, Royal Bank of Scotland και Santander από την άλλη.

Από τα στοιχεία της Dealogic επιβεβαιώνεται και η μεγάλη συνδρομή των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων στο χορό των deals καθώς οι συμφωνίες που έχουν συναφθεί με μόχλευση αντιστοιχούν στο 13% και 35% των εξαγορών που έχουν γίνει στην Ευρώπη και την Αμερική αντίστοιχα.

Οι αναλυτές εκτιμούν ότι το πάρτι ρευστότητας που έχει κάνει τις αγορές να χορεύουν στους ρυθμούς των deals θα συνεχιστεί και κατά το δεύτερο ήμισυ του 2007 (παρά τις αναταράξεις στις διεθνείς αγορές λόγω της κρίσης των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου στην Αμερική) και επομένως θεωρούν βέβαιο ότι θα καταρριφθεί το παγκόσμιο ρεκόρ που καταγράφηκε πέρυσι, όταν η συνολική αξία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων ανήλθε σε 3,8 τρισ. δολάρια. Σημειώνουν βέβαια ότι η όρεξη των μεγαλοεπενδυτών και των επιχειρήσεων για σύναψη deals κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007 θα είναι χαμηλότερη σε σύγκριση με το πρώτο.

Πίνακας 1.4 : Οι μεγαλύτερες συμφωνίες του πρώτου εξαμήνου του 2007 (προσφορές που έχουν υποβληθεί από 01/01/07 έως 30/6/07)

Στόχος	Αγοραστής	Αξία (σε δις. \$)
ABN AMRO HOLDING NV	RBS, Fortis, Santander	97,049
ABN AMRO HOLDING NV	Barclays PLC	90,839
TXU Corp	Όμιλος Επενδυτών	32,105
Capitalia SpA	Unicredito Italiano	29,528
Alcan Inc	Alcoa Inc.	26,916
First Data Corp	Kohlberg Kravis Roberts&Co	25,669
SLM Corp	Όμιλος Επενδυτών	25,537
Alltel Corp	Όμιλος Επενδυτών	25,101
Equity Office Properties Trust	Όμιλος Επενδυτών	25,049
ABN AMRO North America	Bank Of America corp	21,000
Alliance Boots PLC	AB Acquisitions Ltd.	19,604
Reuters Group PLC	Thomson Corp	17,628
Hanson PLC	Lehigh UK Ltd.	15,594
Archstone Smith Trust	Όμιλος Επενδυτών	15,249
Rodamco Europe NV	Unibail Holding SA	14,815
MedImmune Inc	AstraZeneca PLC	14,554
Organon Bioscienced	Schering-Plough Corp.	14,433
Maxis Communications	Binariang GSM Sdn Bhd	11,570
CBOT Holdings Inc.	IntercontinentalExchange Inc.	11,260
Compass Bankshares Inc.	Banco Bilbao Argentaria SA	9,870

Πηγή :Ημερησία 3/7/2007

1.4 Συγχωνεύσεις και εξαγορές το 2^ο εξάμηνο του 2007

Νέο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων προβλέπει η Morgan Stanley. Πιο συγκεκριμένα, θετικές προοπτικές βλέπει η επενδυτική τράπεζα στο μέτωπο των συγχωνεύσεων στην Ευρώπη το δεύτερο εξάμηνο παρά την αναστάτωση στις πιστωτικές αγορές και τον όγκο αδιεκπεραίωτων εργασιών χρηματοδότησης που έχει φρενάρει τα νέα deals. Σε έκθεση της με τίτλο "Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Λακκούβα στο δρόμο;" ο οίκος εκτιμά ότι το περιβάλλον παραμένει ευνοϊκό.

Όπως επισημαίνει, η συγκεκριμένη δραστηριότητα χαρακτηρίζεται από υψηλή συσχέτιση με τις αποδόσεις στα ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων, οι οποίες βρίσκονται σε υψηλό 20ετία. Και με τις προοπτικές για την κερδοφορία των επιχειρήσεων το 2008 να προβλέπονται θετικές, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις θα έχουν συνέχεια. Εξάλλου, ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, του παγκόσμιου ΑΕΠ, εξακολουθεί να είναι δυνατός ενώ ο δανεισμός των επιχειρήσεων βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα. Ο δείκτης ξένα προς ίδια κεφάλαια το 2006 ήταν 1,2, χαμηλότερος από το επίπεδο 1,4-1,6 που ήταν ο μέσος όρος την περίοδο 1999-2005.

Πρόσφατη σφυγμομέτρηση οικονομικών διευθυντών που διεξήγαγε η επενδυτική τράπεζα, έδειξε ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις θεωρούνται σήμερα προτεραιότητες όσον αφορά τις χρήσεις κεφαλαίου ενώ μόλις πριν δύο χρόνια ή δραστηριότητα αυτή ήταν τελευταία στην κατάταξη των προτεραιοτήτων. Οι εξαγορές με μόχλευση στις οποίες επιδίδονται τα private equity funds έχουν πληγεί περισσότερο τους τελευταίους μήνες. Υπάρχει μποτιλιάρισμα χρέους άνω των 300 δις ευρώ που χρηματοδότησε τα deals του πρώτου εξαμήνου, χρέος που παραμένει στα βιβλία των τραπεζών οι οποίες δυσκολεύονται να το μεταπουλήσουν.

Από τα 20 μεγαλύτερα deals του πρώτου εξαμήνου φέτος τα 17 είχαν να κάνουν με ευρωπαϊκές εταιρίες, είτε ως αγοραστή ή ως στόχο εξαγοράς. Η μεγαλύτερη συμφωνία ήταν το εγχείρημα συγχώνευσης με την τράπεζα ABN AMRO που δεν έχει ακόμη ολοκληρωθεί. Με εξαίρεση τη Βρετανία, στην Ευρώπη μόνο το 13% των συγχωνεύσεων ήταν συμφωνίες που επιδίωξαν και ολοκλήρωσαν τα private equity funds, σε σύγκριση με το 40% στις ΗΠΑ.

Σημειώνεται ότι το τρίτο τρίμηνο του 2007, παρά το γεγονός ότι έχει παρατηρηθεί σημαντική κάμψη των συμφωνιών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών διεθνώς λόγω της στεγαστικής κρίσης στην Αμερική, πραγματοποιήθηκαν σημαντικού ύψους συμφωνίες στο τομέα των εξαγορών και συγχωνεύσεων, οι σημαντικότερες εκ των οποίων αναφέρονται στη συνέχεια:

Kraft : Προσφορά 5,3δισ. Ευρώ για την LU (πηγή : www.euro2day.gr-03/07/07)

Στα 5,3 δισ. Ευρώ αποτιμά τα μπισκότα LU της group Danone, η Kraft Foods, ο μεγαλύτερος κατασκευαστής μπισκότων παγκοσμίως, η οποία κατέθεσε προσφορά αναλόγου ύψους, προκειμένου να επεκταθεί στις Ευρωπαϊκές αγορές.

Όπως ανακοίνωσε η γαλλική Danone, βρίσκεται σε εκτεταμένες διαπραγματεύσεις με την Kraft και η συμφωνία αναμένεται να ότι θα κλείσει έως το δ' τρίμηνο του 2007. Σημειώνεται ότι η LU είχε πωλήσεις ύψους 2,2δισ ευρώ πέρυσι, ενώ με την εξαγορά της η Kraft θα αποκτήσει το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς μπισκότων σε Γαλλία, Ιταλία και Πολωνία.

Danone: Απέκτησε τη μονάδα παιδικών τροφών της Numico (πηγή: www.reporter.gr-10/7/07)

Μετά τη πώληση της μονάδας μπισκότων στη Kraft Foods, η Groupe Danone προχώρησε στη μεγαλύτερη εξαγορά που έχει πραγματοποιήσει στην ιστορία της. Όπως αναφέρεται σε σχετική ανακοίνωσή της, η εταιρεία απέκτησε τη μονάδα παιδικών τροφών της Royal Numico έναντι 12,3δισ. Ευρώ. Ο Διευθύνων σύμβουλος της εταιρείας θα καταβάλλει 55 ευρώ για κάθε μετοχή της Numico. Η προσφορά είναι κατά 38% υψηλότερη από τη τιμή κλεισίματος της μετοχής τη προηγούμενη εβδομάδα.

Στην Blackstone τα Hilton Hotels (πηγή : www.euro2day.gr-04/07/07).

Στην εξαγορά των Hilton Hotels έναντι του ποσού των 20 δισ. δολαρίων, προχώρησε η Blackstone, με τη δεύτερη μεγαλύτερη αλυσίδα ξενοδοχειακών μονάδων της Αμερικής να αποσύρεται από το χρηματιστήριο μετά από 60 χρόνια διαπραγμάτευσης της μετοχής της.

Η Blackstone θα καταβάλει 47,5 δολάρια ανά μετοχή, ήτοι με premium 32% σε σύγκριση με το κλείσιμο της μετοχής στις 03/07/07. Ο Barron Hilton, γιος του ιδρυτή Conrad Hilton, θα λάβει το ποσό των 990 εκ. δολαρίων για το μερίδιο 20,8% που κατέχει στην εταιρεία.

Σημειώνεται ότι πρόκειται για τη μεγαλύτερη εξαγορά που έχει πραγματοποιηθεί στο κλάδο, ενώ συμπεριλαμβανομένων των χρεών η συνολική της αξία θα ανέλθει σε 26 δισ. δολάρια.

ProSieben: Εξαγορά της SBS Broadcasting (πηγή : www.euro2day.gr-27/06/07).

Στην εξαγορά της SBS Broadcasting έναντι του ποσού των 3,3δισ. ευρώ προχωρά η ProSiebenSat, ο μεγαλύτερος τηλεοπτικός Όμιλος της Γερμανίας, με στόχο να ενισχύσει τη θέση του έναντι του RTL Group. Η εξαγορά αναμένεται να ολοκληρωθεί εντός του 07^{ου}/2007, σύμφωνα με δηλώσεις στελεχών της ProSieben στα διεθνή πρακτορεία.

Με την απόκτηση της SBS η ProSieben θα έχει πρόσβαση σε περισσότερους από 77εκ. Ευρωπαίους τηλεθεατές σε 13 χώρες, δημιουργώντας τον δεύτερο ισχυρότερο τηλεοπτικό Όμιλο της Γηραιάς Ηπείρου.

Η νέα εταιρεία θα έχει έδρα το Μόναχο και ο νυν Διευθύνων Σύμβουλος της SBS θα ενταχθεί στο διοικητικό συμβούλιο της ProSieben.

1.5 Βασικοί παράγοντες ενίσχυσης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών διεθνώς

Σύμφωνα με τους επικεφαλής της **PriceWaterHouse** και της **Deloitte & Touche** στην Ελλάδα, βασικοί παράγοντες σε διεθνές επίπεδο οι οποίοι συντέλεσαν στην αύξηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε διεθνές επίπεδο είναι οι κάτωθι:

- Το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων και η υψηλή ρευστότητα έχουν συμβάλει στη πραγματοποίηση και στην ελκυστικότητα των εξαγορών. Παρόλο που τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια κινούνται ανοδικά, τα μακροχρόνια επιτόκια παραμένουν σχετικά χαμηλά.
- Τα σημαντικά πλεονάζοντα κεφάλαια που είναι στη διάθεση των επενδυτών, όπως είναι τα δημόσια και ιδιωτικά ασφαλιστικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα αμοιβαία κεφάλαια. Ειδικά η κατηγορία των επιχειρηματικών συμμετοχών έχει δημιουργήσει αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον σε διεθνές επίπεδο. Το 2005 αντλήθηκαν περίπου 250 δις \$ νέα κεφάλαια τέτοιου είδους, που σε συνδυασμό με δανεισμό δημιουργούν περίπου 1000 δις \$ διαθέσιμα κεφάλαια προς επένδυση.
- Το σαρωτικό κύμα συγχωνεύσεων στην Ευρώπη. Μέχρι τώρα η συγκεντροποίηση στην Ευρώπη έγινε σε εθνικό επίπεδο, ενώ οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις ήταν σποραδικές και αρκετές φορές δεν απέδωσαν. Η κοινή γνώμη είναι έτοιμη πολιτικά και πολιτισμικά να δεχτεί διασυνοριακές συγχωνεύσεις ως φυσιολογικό γεγονός. Οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις πρέπει να μεγαλώσουν κι άλλο για να ικανοποιήσουν τους επενδυτές – που απαιτούν υψηλές αποδόσεις – και αυτό δε μπορούν πλέον να το επιτύχουν αν περιορίζονται μόνο στην εγχώρια αγορά τους.
- Η ανάπτυξη νέας μεσαίας τάξης σε χώρες όπως η Ινδία και η Κίνα, που αποτελούν νέα τεράστια και πολλά υποσχόμενη αγορά για τις επιχειρήσεις. Πρόκειται για τεράστια αγορά που θα χρειαστεί σημαντικό όγκο παροχής υπηρεσιών και προϊόντων.
- Οι συνέπειες από τη γήρανση του πληθυσμού, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη ή την Ιαπωνία. Καθώς όσοι γεννήθηκαν στη περίοδο αμέσως μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο συμπληρώνουν σταδιακά το 60^ο έτος της ηλικίας τους, το ενδιαφέρον στρέφεται από τη συσσώρευση αποταμιεύσεων για τη συνταξιοδότηση στη διαχείριση αυτού του πλούτου μετά τη συνταξιοδότηση.

1.6 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα

Στη χώρα μας οι Σ&Ε συναντούσαν σημαντικά εμπόδια κατά το παρελθόν: μικρό αριθμό εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑΑ, 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 Ευρωπαϊκής αγοράς το 1986, της συμμετοχής της χώρας μας στην ΟΝΕ, τις ανάγκες εκσυγχρονισμού και ολοκλήρωσης του παραγωγικού ιστού, το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων και υπό τη πίεση του διεθνούς ανταγωνισμού η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά.

Το πρώτο μεγάλο ξέσπασμα των Σ&Ε στη χώρα μας ξεκίνησε το 1998. Ήταν το ξεκίνημα μίας προσπάθειας πολλών Ελληνικών επιχειρήσεων να προσαρμοστούν και να καταστούν ανταγωνιστικότερες σε μία παγκοσμιοποιημένη πλέον αγορά αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων. Στη προσπάθεια αυτοί πρωτοστάτησαν εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αυτές οι εταιρείες επιχείρησαν να ενισχύσουν τη κεφαλαιακή τους βάση προκειμένου να αντεπεξέλθουν στις αυξανόμενες απαιτήσεις τόσο της εγχώριας αγοράς όσο και αυτής των Βαλκανίων καθώς επίσης και παράλληλα να οχυρωθούν απέναντι στο ενδεχόμενο μίας επιθετικής εξαγοράς.

Η τριετία 1998-2000 ήταν η πιο δραστήρια των τελευταίων δεκαετιών, καθώς οι εταιρείες εκμεταλλεύτηκαν τη θετική χρηματιστηριακή συγκυρία και άντλησαν σημαντικού ύψους κεφάλαια τα οποία εν συνεχεία κατεύθυναν στην εξαγορά ομοειδών και μη επιχειρήσεων, τη στρατηγική χρησιμότητα των οποίων δεν είχαν μελετήσει σε βάθος χρόνου. Οι περισσότερες από τις συμφωνίες της ανωτέρω περιόδου πραγματοποιήθηκαν με καταβολή μετρητών, τα οποία δεν προέρχονταν από την οργανική κερδοφορία των επιχειρήσεων αλλά από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Σημαντικό ποσοστό από τις Σ&Ε της εν λόγω περιόδου απέτυχαν. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι υπήρξε σημαντικός αριθμός περιπτώσεων κατά τις οποίες η εταιρεία η οποία εξαγοράστηκε επαναπωλήθηκε σε σύντομο χρονικό διάστημα είτε στους αρχικούς της ιδιοκτήτες είτε σε νέους.

Η επενδυτική κοινότητα αποδείχθηκε πολύ επιφυλακτική όσον αφορά το σχηματισμό πολύπλοκων - πολυσχιδών επιχειρηματικών ομίλων, καθώς σε πολλές περιπτώσεις υπήρξε ελλιπής πληροφόρησης όσον αφορά το ακριβές τίμημα εξαγοράς και κυρίως των ωφελειών που θα προέκυπταν από τη συγχώνευση, βάσει των οποίων αυτή αποφασίστηκε καθώς και τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τη μετοχική σύνθεση της εξαγοραζόμενης εταιρείας, ειδικά όταν η τελευταία δεν ήταν εισηγμένη στο χρηματιστήριο.

1.7 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 1^ο εξάμηνο του 2007

Εξαγορές και συγχωνεύσεις αξίας 5,394 δισ. Ευρώ έχουν ολοκληρωθεί εντός των πρώτων 6 μηνών του τρέχοντος έτους κάτι που αν συνεχιστεί με ίδιο ρυθμό καθ' όλη τη διάρκεια του έτους αναμένεται να οδηγήσει σε επίπεδα ρεκόρ, σύμφωνα με στοιχεία της Eurobank Χρηματιστηριακής.

Μεταξύ των μεγαλύτερων deals του 2007 συγκαταλέγεται η εξαγορά της Wind από τον Sawiris έναντι 3,4δισ. ευρώ (συμπεριλαμβάνεται το καθαρό χρέος), της Vivartia από τη MIG έναντι 1,8δισ. ευρώ, του υπολοίπου 44% της Finansbank από την Εθνική (1,743 δισ. Ευρώ), η συμφωνία της Μυτιληναίος με την Ισπανική ENDESA για τη δημιουργία κοινοπραξίας στην οποία η δεύτερη θα καταβάλει 600εκ. Ευρώ, η απορρόφηση της Marfin Bank από την Marfin Popular Bank (617 εκ. Ευρώ), η απόκτηση του 8,07% της Τράπεζας Κύπρου από τη Marfin Popular Bank (502εκ. Ευρώ).

Στα μεγαλύτερα deals του 2007 βρίσκονται επίσης η απόκτηση του 19% της Hellas Stat από την Κούμπας Συμμετοχών (365 εκ. Ευρώ), η εξαγορά του 26% της ΑΓΕΤ Ηρακλής από τη Lafarge (322 εκ. Ευρώ), η εξαγορά της ρωσικής Aquacision από την Coca Cola HBC αντί 260 εκατ. Δολαρίων, η απόκτηση της αμερικάνικης S&W Ready Mix Concrete από τον ΤΙΤΑΝΑ (177εκ. Ευρώ), η εξαγορά της τουρκικής Tekfenbank από τη Eurobank έναντι 142εκ. Ευρώ, η εξαγορά της Tellas από τον Sawiris, αλλά και η είσοδος της Sal Openheim στα μετοχικά κεφάλαια των Νεοχημική (το 24% έναντι 105εκ. Ευρώ) και Lamda Detergent (το 34,03% έναντι 104 εκ. Ευρώ) και η εξαγορά της ΦΟΙΝΟΞ METROLIFE ΕΜΠΟΡΙΚΗ από τη γαλλική GROUPAMA..

Η συνολική αξία των 10 μεγαλύτερων εξαγορών ανέρχεται σε 4,57 δισ. Ευρώ έναντι συνόλου 5,394 δισ. Ευρώ για το 2007. Επισημαίνεται ότι το 2006 η συνολική αξία των εξαγορών στην Ελλάδα ανήλθε σε 9,6 δισ. Ευρώ ενώ το 2005 μόλις σε 3,067 δισ. Ευρώ.

Εν τω μεταξύ, οι προβλέψεις των αναλυτών για περαιτέρω αύξηση της κερδοφορίας των Ελληνικών επιχειρήσεων αναμένεται να βελτιώσουν περαιτέρω τις αποτιμήσεις τους αλλά και την ελκυστικότητα τους έναντι των μετοχών των διεθνών αγορών.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με στοιχεία της Eurobank Χρηματιστηριακής, τα κέρδη ανά μετοχή των εταιρειών του Γενικού δείκτη αναμένεται να ενισχυθούν κατά 21,5% το 2007 και κατά 12,5% το 2008, τη στιγμή που οι προβλέψεις για τις διεθνείς αγορές είναι σαφώς πιο συγκρατημένες. Ειδικότερα, τα κέρδη ανά μετοχή των εταιρειών του δείκτη MSCI USA προβλέπεται να ενισχυθούν

κατά 8,5% το 2007, ενώ αύξηση 9,5% προβλέπεται για τον δείκτη MSCI Europe και 9,7% για τον δείκτη MSCI World.

Διαφωτιστική είναι και η σύγκριση της αύξησης των κερδών ανά μετοχή των Ελληνικών εταιρειών με την απόδοση της Σοφοκλέους. Ενώ τη περίοδο 2004-2005 η απόδοση του Γενικού Δείκτη του ΧΑ ξεπερνούσε την αύξηση της κερδοφορίας των εταιρειών (32% έναντι 30%), το 2005 -2006 τα εταιρικά κέρδη ξεπέρασαν την αγορά καθώς ενισχύθηκαν κατά 24% έναντι ανόδου του Γενικού Δείκτη κατά 20%. Όσο για το 2006-2007, η αύξηση της κερδοφορίας είναι διπλάσια της ενίσχυσης της αγοράς, καθώς τα κέρδη ανά μετοχή των εταιρειών έχουν ήδη βελτιωθεί κατά 21% ενώ η αγορά έχει αποδώσει μόλις 10%.

Παράλληλα, το P/E της ελληνικής αγοράς στο 14,6 με βάση τις εκτιμήσεις για τα κέρδη 2007, είναι ήδη ελκυστικότερο σε σχέση με τον MSCI USA (στο 16,5) και τον MSCI World (στο 15,7).

Επισημαίνεται ότι η κεφαλαιοποίηση της αγοράς έχει πλησιάσει τα επίπεδα του 2000, στα 181 δις. Ευρώ, με το P/E όμως της αγοράς να διαμορφώνεται στο ήμισυ (P/E 15 στις 4/6/07 έναντι P/E 33 στις 7/3/2000).

Πίνακας 1.5 :Οι μεγαλύτερες εξαγορές στην Ελλάδα για το 2006.

Αγοραστής	Εξαγοραζόμενος	Αξία σε €
Εθνική	Finansbank	3 δις
Cosmote	Γερμανός	1,3 δις
Credit Agricole	Εμπορική	3,1 δις
BC Partners	Hyatt	480 εκ.
AXA	Άλφα Ασφαλιστική	225 εκ.
Novator	Forthnet	211 εκ.
Marfin	Εγνατία	180 εκ.
Sistema	Intracom Telecom	120 εκ.
Marfin	Λαϊκή Τράπεζα	90 εκ.
Υγεία	Μητέρα	59 εκ.

1.8 Βασικοί παράγοντες ενίσχυσης του φαινομένου των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα

Σύμφωνα με έρευνα της **PriceWaterHouse** και της **Deloitte&Touche**, βασικό ρόλο στην ενίσχυση του φαινομένου των Σ&Ε στον Ελλαδικό χώρο διαδραμάτισαν οι κάτωθι παράγοντες:

- Η απελευθέρωση διαφόρων αγορών στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον έχει δημιουργήσει νέες θετικές συνθήκες τη τελευταία δεκαετία και αναμένεται να συνεχιστεί και τα επόμενα χρόνια. Το νέο κύμα αποκρατικοποιήσεων προβλέπεται να συμβάλει στην αύξηση της κινητικότητας στις εξαγορές και συγχωνεύσεις.
- Το ελληνικό σύστημα εκσυγχρονίζεται και γίνεται ολοένα και πιο διαφανές. Η εφαρμογή των ΔΠΧΠ στις εισηγμένες εταιρείες, το νέο νομοσχέδιο για τιτλοποίηση απαιτήσεων, οι απλοποιήσεις του ΚΒΣ και η υλοποίηση έργων με τη μέθοδο των ΣΔΙΤ αποτελούν τα πιο αντιπροσωπευτικά παραδείγματα.
- Η κοινή στρατηγική για τις ελληνικές επιχειρήσεις είναι ένα σημαντικό κομμάτι των κερδών – πλεοναζόντων κεφαλαίων τους να επενδύονται σε χώρες του εξωτερικού με αυξανόμενες προοπτικές ανάπτυξης αλλά και αντίστοιχα αυξημένους κινδύνους, όπως είναι η Σερβία, η Ρουμανία, η Τουρκία, η Αίγυπτος και η Ουκρανία.
- Το πρόγραμμα για τη μείωση του δημόσιου χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος θα συμβάλει στη βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της Ελλάδας, γεγονός που θα μειώσει το κόστος κεφαλαίων.
- Η σταδιακή μείωση των συντελεστών φορολογίας των εταιρειών υποστηρίζει την επιχειρηματικότητα και τη προσέλκυση νέων κεφαλαίων στην Ελλάδα.
- Το νέο νομοσχέδιο της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς που υλοποιεί ευρωπαϊκή οδηγία καθιστά υποχρεωτική την υποβολή δημόσιας πρότασης εξαγοράς του 100% μιας εισηγμένης επιχείρησης εφόσον οι αγοραστές έχουν στη κατοχή τους το 1/3 των δικαιωμάτων ψήφων. Επίσης, θα έχουν το δικαίωμα υποχρεωτικής εξαγοράς των υπολοίπων μετοχών εφόσον έχουν στη κατοχή τους το 90% των μετοχών.
- Οι θετικές εξελίξεις του ναυτιλιακού κλάδου έχουν αποφέρει σημαντικά κέρδη που κατά ένα σημαντικό μέρος επενδύονται σε μη ναυτιλιακές δραστηριότητες.
- Η συνεχής άνοδος του χρηματιστηρίου δεν ενισχύει μόνο τη κεφαλαιοποίηση των καλών εισηγμένων εταιρειών αλλά, σε συνδυασμό με τις διαδοχικές αυξήσεις των επιτοκίων οι οποίες ξεκίνησαν το 2006, τους δίνει και τη δυνατότητα να ενεργοποιήσουν εκ νέου μία ακόμη πηγή χρηματοδότησης που ήταν σχεδόν σε αδράνεια τα προηγούμενα χρόνια, την άντληση κεφαλαίων μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου.

Κεφάλαιο 2^ο :

«Συγχωνεύσεις και Εξαγορές και Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης*^a»

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις που διενεργούνται από την 1^η Ιανουαρίου 2004 από εισηγμένες εταιρείες, αποτυπώνονται στις οικονομικές τους καταστάσεις με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ). Η εφαρμογή των ΔΠΧΠ, και ιδιαίτερα του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου 3, του ΔΛΠ 36 και του ΔΛΠ 38, έχει ως συνέπεια την αυξημένη διαφάνεια σχετικά με τις εξαγορές, γεγονός το οποίο προσδίδει στην αγορά την ευκαιρία καλύτερης κατανόησης του αντικειμένου και της λογικής της συναλλαγής καθώς και των προσδοκιών της Διοίκησης σχετικά με τη συναλλαγή.

2.1 Το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Δ.Π.Χ.Π. 3) και οι βασικές διαφορές του με το Δ.Λ.Π. 22

Το ΔΠΧΠ 3 αντικατέστησε από 1/1/2005 το ΔΛΠ 22 που ίσχυε από το 1998 για τη παρουσίαση ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων. Κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις το ΔΠΧΠ 3 μπορεί να εφαρμοσθεί αναδρομικά και για προγενέστερες χρήσεις.

Βασικές διαφορές ΔΠΧΠ 3 και ΔΛΠ 22

Η εφαρμογή των ΔΠΧΠ έχει ως συνέπεια τις ακόλουθες σημαντικές αλλαγές:

- Κατάργηση της μεθόδου συνένωσης συμφερόντων (συγχωνεύσεων). Σε όλες τις επιχειρηματικές συνενώσεις θα πρέπει πλέον να είναι αναγνωρίσιμος ο αγοραστής και η επιχειρηματική συνένωση να καταγράφεται ως εξαγορά.

^a *Για πιο εκτενή αναφορά ανατρέξτε στην έρευνα του 2006 της PriceWaterHouse σχετικά με τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις (Mergers and Acquisitions Survey 2006), στο βιβλίο του Δ. Κυριαζή «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις» (Κεφ. 7,) και του Γ. Αληφαντή «Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως».

- Ξεχωριστή αναγνώριση και αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων της εξαγορασθείσας εταιρείας (π.χ. εμπορικά σήματα, πελατολόγιο, ανεκτέλεστες παραγγελίες, άδειες, συμβάσεις, λογισμικό κ.λπ.).
- Αποτίμηση των ενδεχόμενων υποχρεώσεων της εξαγορασθείσας εταιρείας στη δίκαιη αξία τους.
- Η υπεραξία (goodwill) υπογραμμίζεται πλέον ως η διαφορά μεταξύ της δίκαιης αξίας του τιμήματος της εξαγοράς και της δίκαιης αξίας των περιουσιακών στοιχείων που αποκτώνται, συμπεριλαμβανομένων των άυλων περιουσιακών στοιχείων και των ενδεχόμενων υποχρεώσεων.
- Κατάργηση της πρακτικής απόσβεσης και της άμεσης διαγραφής της υπεραξίας. Η υπεραξία πλέον υπόκειται μόνο σε ετήσιο έλεγχο απομείωσης (impairment). Σύμφωνα με το ΔΛΠ 22 η υπεραξία μπορούσε να αποσβεσθεί εντός 20 ετών.
- Δημοσίευση λεπτομερών στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις σχετικά με τις εξαγορές, τους λόγους για την προκύπτουσα υπεραξία και τους ελέγχους απομείωσης.
- Για σκοπούς ενοποίησης, σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ, η κάθε μητρική εταιρεία πρέπει να ενοποιεί στις οικονομικές της καταστάσεις όλες τις εταιρείες στις οποίες ασκεί έλεγχο ή δεσπόζουσα επιρροή. Συνεπώς, παύει να ισχύει η μη ενοποίηση εταιρειών λόγω μη συναφούς αντικειμένου.
- Σύμφωνα με το ΔΠΧΠ 3, οι ενδεχόμενες υποχρεώσεις αναγνωρίζονται ξεχωριστά ως υποχρεώσεις στον ενοποιημένο Ισολογισμό εάν μπορούν να αποτιμηθούν αξιόπιστα, ενώ σύμφωνα με το ΔΛΠ 22 περιλαμβάνονταν στην υπεραξία αγοράς, αυξάνοντάς την.
- Η αρνητική υπεραξία αναγνωρίζεται άμεσα στα αποτελέσματα χρήσεως ως έσοδο, ανεξάρτητα από το τί αφορά, σύμφωνα με το ΔΠΧΠ 3, ενώ σύμφωνα με το ΔΛΠ 22 στο βαθμό που η αρνητική υπεραξία αντιπροσωπεύει εκτιμήσεις της μητρικής για μελλοντικές ζημιές, η αρνητική υπεραξία αναγνωριζόταν στις οικονομικές καταστάσεις και μεταφερόταν ως έσοδο κατά τη χρονική περίοδο που θα προέκυπταν οι ζημιές. Εάν δεν αφορούσε σε μελλοντικές ζημιές τότε το ποσό της αρνητικής υπεραξίας που δεν υπερέβαινε την εύλογη αξία των μη νομισματικών στοιχείων (π.χ. πάγια, αποθέματα) του ενεργητικού, αντιμετωπιζόταν ως έσοδο επόμενων χρήσεων και αναγνωριζόταν ως έσοδο συστηματικά και το ποσό της αρνητικής υπεραξίας που υπερέβαινε την εύλογη αξία των μη νομισματικών στοιχείων καταχωρείτο ως έσοδο άμεσα στα αποτελέσματα χρήσης.
- Σύμφωνα με το ΔΠΧΠ 3, το κόστος αναδιοργάνωσης αναγνωρίζεται στη κατανομή του κόστους της απόκτησης, εάν η αποκτώσα έχει αναλάβει την υποχρέωση κατά την ημερομηνία της απόκτησης και ικανοποιούνται τα κριτήρια του ΔΛΠ 37, ενώ σύμφωνα με το ΔΛΠ 22 αναγνωριζόταν στη κατανομή του κόστους της απόκτησης, ακόμη και εάν δεν

υπήρχε υποχρέωση της αποκτώμενης επιχείρησης κατά την ημερομηνία της απόκτησης, εφόσον (α) είχε αναπτύξει κατά της ημερομηνία απόκτησης ή πριν τα κύρια χαρακτηριστικά ενός επιχειρηματικού προγράμματος, (β) είχε δημιουργήσει, με δήλωση των κύριων χαρακτηριστικών του προγράμματος κατά ή πριν την ημερομηνία της απόκτησης, μία βάσιμη προσδοκία σε αυτούς που επηρεάζονται από το πρόγραμμα και (γ) είχε αναπτύξει τα κύρια χαρακτηριστικά ενός προγράμματος, νωρίτερα των 3 μηνών της ημερομηνίας αγοράς και την ημερομηνία εγκρίσεως των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

2.2 Επιπτώσεις στη στρατηγική των Σ&Ε

Σύμφωνα με τα ανωτέρω, προκύπτει το συμπέρασμα ότι η αποτύπωση των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ ενδέχεται να επηρεάσει τη στρατηγική των εξαγορών. Για το λόγο αυτό πρέπει το Διοικητικό Συμβούλιο να αναμιχθεί ενεργά στην εφαρμογή του ΔΛΠ 3 (και ΔΛΠ 36 και 38 όπου χρειάζεται) και να κατανοήσει τις συνέπειες στην στρατηγική εξαγορών και στο πώς αυτές επηρεάζουν τα αποτελέσματα της επιχείρησης.

Η πρόβλεψη των αποτελεσμάτων θα είναι δυσκολότερη:

- Η κατάργηση της απόσβεσης της υπεραξίας ενδέχεται βραχυπρόθεσμα να επηρεάσει θετικά τα αποτελέσματα.
- Η διενέργεια ελέγχου απομείωσης της υπεραξίας θα προσδώσει αβεβαιότητα στα αποτελέσματα, εφόσον θα αναγνωρίζονται πιο έγκυρα οι απομειώσεις από ότι πριν.
- Η αναγνώριση καινούργιων άυλων στοιχείων, θα αυξήσει τις αποσβέσεις στα αποτελέσματα
- Η κατάργηση της αρνητικής υπεραξίας αυξάνει το κίνδυνο μελλοντικής ξαφνικής απομείωσης.
- Τα έξοδα αναδιοργάνωσης θα χρεώνονται στις περισσότερες περιπτώσεις στα αποτελέσματα και όχι στην υπεραξία, καθιστώντας δυσκολότερο στην εταιρεία να δείξει ότι η εξαγορά επηρεάζει θετικά τα κέρδη άμεσα.

Οι εταιρείες με την εφαρμογή των ΔΠΧΠ θα υπόκεινται σε αυξημένα έξοδα και όγκο εργασίας λόγω των παρακάτω:

- Εκτίμηση δίκαιης αξίας τιμήματος.
- Εκτίμηση δίκαιης αξίας στοιχείων ενεργητικού (π.χ. ακίνητα, συμμετοχές) που αποκτώνται.
- Εκτίμηση δίκαιης αξίας άυλων στοιχείων ενεργητικού που αποκτώνται.
- Εκτίμηση δίκαιης αξίας υποχρεώσεων (συμπεριλαμβανομένων ενδεχόμενων υποχρεώσεων) που αναλαμβάνονται.

- Αναγνώριση Μονάδων Δημιουργίας Ταμειακών Ροών («ΜΔΤΡ») και επιμερισμός της υπεραξίας στα ΜΔΤΡ κατά την ημερομηνία συναλλαγής.
- Έλεγχος απομείωσης της υπεραξίας βάσει της επιμέτρησης στα ΜΔΤΡ.
- Προετοιμασία των πληροφοριών που πρέπει να δημοσιευθούν.

2.3 Συνέπειες των ασαφών διατάξεων του Ελληνικού νομικού πλαισίου και των Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων

Στην Ελλάδα επειδή δεν υπήρχε σαφής διάκριση μεταξύ λογιστικής εξαγοράς και συγχωνεύσεως και σχετικά με το πότε εφαρμόζονται οι δύο μέθοδοι, οι επιχειρήσεις μέχρι την υποχρεωτική εφαρμογή των Δ.Λ.Π., είχαν τη δυνατότητα αποτίμησης στις λογιστικές αξίες (συνεπώς και τη μη αναγνώριση υπεραξίας), καθώς και τη τμηματική εξαγορά μίας επιχείρησης με συνέπεια την αναγνώριση μειωμένης υπεραξίας.

Έτσι, βάσει του ισχύοντος νομικού πλαισίου δίδοταν η δυνατότητα σε μία επιχείρηση να αγοράσει το 50,1% και πλέον μίας άλλης επιχείρησης μέσω εξαγοράς και στη συνέχεια, εάν το επιθυμεί, να κάνει συγχώνευση με ανταλλαγή μετοχών για το υπόλοιπο 49,95 (π.χ. Αλφα – Ιονικής, Eurobank – Εργασίας) αποφεύγοντας την εμφάνιση υπεραξίας. Η μεταβίβαση στις λογιστικές αξίες γινόταν με την εφαρμογή του Ν.2166/93 βάσει της δυνατότητας που έδινε το άρθρο 16 του Ν.2515/97 που ίσχυε για τα πιστωτικά ιδρύματα. Η υπεραξία σύμφωνα με το ΔΛΠ 22 αναγνωριζόταν και στη περίπτωση των διαδοχικών αποκτήσεων (όταν δε συντρέχουν οι περιπτώσεις εφαρμογής του pooling accounting) σε αντίθεση με την Ελλάδα, όπου αναγνωριζόταν μόνο στο πρώτο στάδιο της εξαγοράς με μετρητά (Κ.Ν.2190/20), ενώ απαλλασσόταν στο δεύτερο στάδιο της συγχώνευσης με ανταλλαγή μετοχών (Κ.Ν.2166/93). Η υπεραξία βάσει του Κ.Ν.2190/20 έπρεπε να αποσβένεται σε 5 έτη ενώ σύμφωνα με το ΔΛΠ 22 μέχρι 20 έτη. Αυτό βεβαίως το πρόβλημα έπαψε να υφίσταται πλέον για τις εισηγμένες στο ΧΑ εταιρείες, καθώς το ΔΠΧΠ 3 αναγνωρίζει μόνο τη μέθοδο της απόκτησης ανεξάρτητα από τη μορφή του ανταλλάγματος και συνεπώς δεν είναι πλέον εφικτή η ανωτέρω περιγραφείσα μέθοδος από τις εταιρείες.

Αυτό το πρόβλημα δεν αφορούσε βεβαίως μόνο την Ελλάδα αλλά αφορούσε βεβαίως και τις περισσότερες χώρες, εκτός ίσως από τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Μία ιδιομορφία της Αγγλίας είναι ότι η υπεραξία μπορεί να μην καταχωρηθεί στα αποτελέσματα αλλά να αφαιρεθεί κατευθείαν από τη καθαρή θέση ή να καταχωρηθεί κατευθείαν σε ειδικό αποθεματικό.

2.4 Ευρωπαϊκή Ένωση – Νέοι νόμοι και οδηγίες αναφορικά με το καθεστώς των Σ&Ε

Η Ευρωπαϊκή Ένωση τείνει πλέον μέσω των οδηγιών και των νομοθεσιών της να ενθαρρύνει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μέσω των κεφαλαιαγορών, σαν ένα μέτρο πίεσης προς τις διευθύνσεις των Εταιρειών για να ανεβάσουν την απόδοση τους. Στην ουσία σήμερα μιλούμε για εξαγορές και όχι συγχωνεύσεις. Σε μια συγχώνευση υπάρχει η ισότητα των μερών κάτι που δεν παρατηρείται σήμερα. Για το λόγο αυτό και η Ευρωπαϊκή Οδηγία μιλά για εξαγορές και όχι συγχωνεύσεις.

Η υποβοήθηση των εξαγορών είναι πρώτιστο στοιχείο στην Ευρωπαϊκή οδηγία, η οποία περιορίζει τα Δ.Σ. των εταιρειών από του να παίρνουν αμυντικά μέτρα για να εμποδίσουν μια εξαγορά ενεργώντας στην ουσία κατά των συμφερόντων των μετόχων.

Μέσα από την οδηγία αυτή γίνονται ρυθμίσεις με στόχο την προστασία του συνόλου των μετόχων και όχι μιας μερίδας που πιθανόν να αντιστρατεύεται για δικούς της σκοπούς τα συμφέροντα της πλειοψηφίας. Ο περιορισμός των εξουσιών των Δ.Σ. έχει ακριβώς αυτή τη έννοια.

Κατοχυρώνει επίσης η οδηγία και τα συμφέροντα της μειοψηφίας σε ότι αφορά τις τιμές των μετοχών της στη περίπτωση μιας εξαγοράς έτσι ώστε να υπάρχει ισότιμη αντιμετώπιση τους. Στη περίπτωση μιας εξαγοράς κανένας δεν μένει απροστάτευτος και η εξαγοράζουσα εταιρεία δεν μπορεί να θεωρήσει πως μπαίνει σε ξέφραγο αμπέλι και μπορεί να συμπεριφέρεται όπως θέλει.

Η όποια τιμή αγοράς μετοχών από πλευράς της εξαγοράζουσας, δημιουργεί την υποχρέωση, στην περίπτωση που θέλει να προχωρήσει σε συνολική εξαγορά, να προσφέρει την ίδια τιμή, όσο ψηλά και αν ήταν, σε όλους τους μετόχους.

Υπάρχουν επίσης τα ποσοστά μετοχών που αν κάποιος τα ξεπεράσει είναι υποχρεωμένος να προχωρήσει σε ανοικτή πρόταση για εξαγορά και των υπολοίπων σε δίκαιη τιμή. Υπάρχει επίσης η περίπτωση που κάποιος φτάνει σε ένα ποσοστό και μπορεί να υποχρεώσει τους υπόλοιπους να του πουλήσουν.

Τα Δ.Σ. των εταιρειών έχουν σοβαρές ευθύνες με βάση την νέα αυτή οδηγία. Δεν επιτρέπεται σε καμία περίπτωση να ενεργεί σε βάρος της εταιρείας. Έχει υποχρέωση, στις περιπτώσεις εξαγορών, να εκφέρει τη γνώμη του για την εξαγορά τόσο προς τους μετόχους όσο και προς το προσωπικό με τρόπο δίκαιο έξω από τα όποια προσωπικά συμφέροντα των μελών του. Αν υπάρχει εμπλοκή λόγω συμφερόντων έχει υποχρέωση να καλέσει ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα για να εκφέρει άποψη.

Ένα από τα σημαντικά στοιχεία τα οποία μας ενδιαφέρουν αυτή τη στιγμή είναι το γεγονός πως υπάρχει μιας συνεχής συζήτηση στην Ευρωπαϊκή Ένωση για το πώς γίνονται οι εξαγορές.

Υπάρχουν αυτή τη στιγμή τρεις οικονομικοί τομείς για τους οποίους υπάρχει αυτή η συζήτηση. Οι Τράπεζες, οι Ασφάλειες και η Κεφαλαιαγορά.

Όταν γίνεται μια εξαγορά μιας Τράπεζας από μια άλλη Τράπεζα τότε τα πράγματα δεν είναι και πολύ περίπλοκα αφού τα άτομα που διοικούν τη μια έχουν τα προσόντα και τις ικανότητες να διοικήσουν και την άλλη. Όταν όμως γίνεται μια εξαγορά μεταξύ εταιρειών διαφορετικού τομέα, όπως για παράδειγμα μιας Τράπεζας από μια Ασφαλιστική εταιρεία ή τα αντίστροφο, δημιουργείται θέμα γιατί μπορεί η Κεντρική Τράπεζα να πει πως ο διοικητικός Σύμβουλος μιας ασφαλιστικής δεν έχει τις ικανότητες και τις γνώσεις για να ελέγχει μια Τράπεζα.

Για το λόγο αυτό βρίσκεται τώρα σε εξέλιξη μια προσπάθεια υιοθέτησης κοινών κριτηρίων για τα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων των Τραπεζών, των Ασφαλιστικών Εταιρειών και των ΕΠΕΥ, έτσι ώστε να ξεπερασθεί το συγκεκριμένο εμπόδιο και να υποβοηθηθούν οι εξαγορές.

Κεφάλαιο 3^ο :

«Μορφές Αμύνης ενάντια σε Επιθετικές Εξαγορές & η επίπτωση τους στο πλούτο των μετόχων»

Πρωταρχικός στόχος της διοίκησης μίας εταιρείας είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της. Ωστόσο ο ανωτέρω στόχος είναι πάντα πιο εύκολος να οριστεί παρά να επιτευχθεί. Για παράδειγμα, πώς πρέπει να ενεργήσει η διοίκηση μίας εταιρείας προκειμένου να προστατεύσει τα συμφέροντα των μετόχων της όταν εξελίσσεται μία προσπάθεια επιθετικής εξαγοράς της;

Σε αντίθεση με τη περίπτωση των φιλικών εξαγορών, όπου η πρόταση του bidder τυγχάνει θετικής αποδοχής από τους μετόχους και τη διοίκηση του target, οι επιθετικές εξαγορές αποτελούν ανεπιθύμητες προσφορές οι οποίες «προκαλούν» τον στρατηγικό σχεδιασμό και τη διοίκηση της εταιρείας στόχου. Η μη αποτροπή μίας προσπάθειας επιθετικής εξαγοράς ενδεχομένως να έχει βραχυπρόθεσμα οφέλη για τη τιμή της μετοχής της εταιρείας στόχου, ωστόσο μακροπρόθεσμα ενδεχομένως να έχει ως συνέπεια ακριβώς το αντίθετο αποτέλεσμα λόγω των αλλαγών που θα επέλθουν σε επίπεδο διοικητικής ομάδας και επιχειρηματικού σχεδιασμού.

Από την άλλη μεριά, εμποδίζοντας με επιτυχία μία πρόταση επιθετικής εξαγοράς ενισχύεται η εμπιστοσύνη της αγοράς στη διοίκηση της εταιρείας στόχου και τις ικανότητες αυτής με πιθανή συνέπεια την ενίσχυση της τιμής της μετοχής της. Δεν μπορεί ωστόσο να παραγνωριστεί το γεγονός ότι μία μορφή αμύνης η οποία θα επιτύχει την αποτροπή της επιθετικής εξαγοράς ίσως να στερεί από τους μετόχους της εταιρείας στόχου τη μοναδική ευκαιρία να πραγματοποιήσουν σημαντικού ύψους κέρδη σε μικρό χρονικό ορίζοντα.

Σημειώνεται ότι η μη αρχική αποδοχή της πρότασης του bidder, ακόμη και όταν διαφαίνεται ότι ο τελευταίος θα επιτύχει σίγουρα το σκοπό του, έχει θετικά οφέλη για την εταιρεία καθώς το πιο πιθανό είναι να αναπροσαρμοσθεί προς τα πάνω το αρχικώς προσφερόμενο τίμημα. Φυσικά ελλοχεύει ο κίνδυνος ο ενδιαφερόμενος αγοραστής να αποθαρρυνθεί σε περίπτωση που θεωρήσει ότι ο target αξιώνει παράλογες απαιτήσεις και υπερτιμά την αξία του, στερώντας ενδεχομένως από τους μετόχους του την ευκαιρία να αποκομίσουν σημαντικές υπεραξίες.

Σημειώνεται ότι ένας άλλος σημαντικός παράγοντας ο οποίος πρέπει να διερευνηθεί στη περίπτωση μίας επιθετικής εξαγοράς, είναι τα κίνητρα της διοίκησης του target. Τόσο οι επενδυτές όσο και οι αναλυτές διατηρούν πάντα τις επιφυλάξεις τους αναφορικά με τα κίνητρα των διοικούντων μίας εταιρείας που αντιστέκονται σε μία απόπειρα επιθετικής εξαγοράς, αμφισβητώντας κατά πόσο ενεργούν για το συμφέρον των μετόχων της εταιρείας ή για ίδιον συμφέρον. Το ερώτημα που γεννάται είναι κατά πόσο οι διοικούντες την εταιρεία στη προσπάθεια τους να διασφαλίσουν τις θέσεις τους, θίγουν τα συμφέροντα των μετόχων.

Οι στρατηγικές ανάπτυξης μίας εταιρείας μέσω επιθετικών εξαγορών τα τελευταία χρόνια έχουν αυξήσει τον αριθμό των υποστηρικτών τους. Πιο συγκεκριμένα, από τον Μάρτιο του 2001 οπότε και χρονολογείται η αρχή της ύφεσης στην οικονομία των Η.Π.Α. ο αριθμός των εταιρειών που πραγματοποίησαν επιθετικές εξαγορές έχει αυξηθεί σημαντικά. Σύμφωνα με σχετικό άρθρο (Emily Thornton, 2002, "The bids are surely getting hostile", BusinessWeek On Line) η αξία των επιθετικών εξαγορών στις Η.Π.Α. ανήλθε σε \$91 δις. το 2001, ήτοι υπερδιπλασιάστηκε σε σχέση με την αντίστοιχη του 2000, ενώ υπερέβη ακόμη και την αντίστοιχη του 1988, χρονιά κατά την οποία είχε παρατηρηθεί το ιστορικό υψηλό. Συγκεκριμένα, η αδύναμη οικονομία αναθέρμανε το ενδιαφέρον για ανάπτυξη των εταιρειών μέσω επιθετικών εξαγορών, καθώς πλέον οι μικρομεσαίες εταιρείες του κάθε κλάδου ήταν ευάλωτες σε μία πρόταση εξαγοράς λόγω της μη ικανοποιητικής απόδοσής τους η οποία είχε επίπτωση στη τιμή της μετοχής τους. Η ανωτέρω οικονομική συγκυρία προσέδιδε ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στις μεγάλες εταιρείες οι οποίες είτε διέθεταν σημαντική ρευστότητα είτε είχαν πρόσβαση σε δανειακά κεφάλαια τα οποία μπορούσαν να κατευθύνουν για την επιθετική εξαγορά μίας επιχείρησης με ευνοϊκούς όρους αποτίμησης.

Επίσης, η αλλαγή τον Ιούλιο του 2001 του λογιστικού χειρισμού που διέπει τις επιθετικές εξαγορές, αποτέλεσε παράγοντα που ενίσχυσε το εν λόγω φαινόμενο καθώς με το νέο τρόπο λογιστικής παρακολούθησης εξαλείφεται η ανάγκη απόσβεσης της υπεραξίας, η οποία αποτελούσε ανασταλτικό παράγοντα μίας συμφωνίας Σ&Ε. Επισημαίνεται ότι η ανωτέρω αλλαγή είχε ιδιαίτερο αντίκτυπο σε εταιρείες εντάσεως εργασίας.

3.1 Κίνητρα πραγματοποίησης Επιθετικής Εξαγοράς

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι για τους οποίους μία επιχείρηση επιδιώκει να εξαγοράσει μία άλλη εταιρεία, όπως να αυξήσει την αποτελεσματικότητά της (που οδηγεί σε μείωση του κόστους των προϊόντων της), να αυξήσει τη δύναμή της στην αγορά (που οδηγεί σε αύξηση της τιμής των προϊόντων της), να αποκτήσει τα υποτιμημένα περιουσιακά στοιχεία της άλλης εταιρείας με σημαντικό discount σε σχέση με τη πραγματική τους αξία καθώς και να μειώσει το συστημικό κίνδυνο μέσω της γεωγραφικής και προϊόντικής διαφοροποίησης των εργασιών της. Όποιος και αν

είναι ο λόγος για τον οποίο μία εταιρεία αποφασίζει να εξαγοράσει μία άλλη, από τη στιγμή που κρίνεται ότι δεν προκύπτουν αμοιβαία οφέλη, τότε ο target αναμένεται να προβάλλει αντίσταση στη προσπάθεια εξαγοράς του.

Υπό αυτή την έννοια, η προσπάθεια επιθετικής εξαγοράς μίας επιχείρησης δεν είναι τίποτα παραπάνω από μία προσπάθεια απόκτησης του εταιρικού της ελέγχου. Συνήθως, μία επιθετική εξαγορά περιλαμβάνει μία «ξένη» επιχειρηματική οντότητα, η οποία κάνει μία δημόσια προσφορά στους μετόχους του target για αγορά των μετοχών τους. Ο bidder απευθυνόμενος απευθείας στους μετόχους του target, εσκεμμένα παρακάμπτει το διοικητικό συμβούλιο της προς εξαγοράς επιχείρησης, προσφέροντας ένα τίμημα εξαγοράς, το οποίο περιλαμβάνει ένα μικρό ή μεγάλο premium σε σχέση με τη τρέχουσα αποτίμηση της επιχείρησης. Η πρόταση εξαγοράς του bidder μπορεί να αφορά είτε το σύνολο των μετοχών του target είτε μέρος αυτών, το οποίο ωστόσο θα του εξασφαλίζει τον έλεγχο της διοίκησης.

Το ποσοστό εκείνο που εξασφαλίζει τον έλεγχο της διοίκησης ποικίλλει. Ένα ποσοστό το οποίο θα υπερβαίνει το 50% των μετοχών μιας εταιρείας διασφαλίζει την ολοκλήρωση της εξαγοράς ωστόσο υπό προϋποθέσεις αρκεί και ένα ποσοστό το οποίο θα κυμαίνεται μεταξύ 10% και 20% για την απόκτηση της διοίκησης. Σε κάθε περίπτωση, όταν ο bidder αποκτήσει ένα ποσοστό μετοχών του target ικανό να του εξασφαλίσει τον έλεγχο της διοίκησης και να ασκήσει δεσπτόζουσα επιρροή, τότε η εξαγορά έχει ουσιαστικά ολοκληρωθεί.

Επειδή στις επιθετικές εξαγορές κατά κανόνα προσφέρεται στους μετόχους των εταιρειών στόχος ένα τίμημα το οποίο εμπεριέχει ένα premium σε σχέση με τη τρέχουσα αξία της επιχείρησης, η προσπάθεια αποτροπής της συχνά εκλαμβάνεται ως αρνητικό γεγονός για τους μετόχους της. Έχει μάλιστα παρατηρηθεί ότι όταν η διοίκηση του target επιτυγχάνει την απόσυρση της πρότασης εξαγοράς, τότε η τιμή της μετοχής της συχνά υποχωρεί σημαντικά.

Από τους πιο σημαντικούς λόγους για τους οποίους η διοίκηση μίας επιχείρησης αποφασίζει να αποκρούσει μία επιθετική πρόταση εξαγοράς της, ενεργοποιώντας διάφορους αμυντικούς μηχανισμούς, είναι η διατήρηση της αυτονομίας της και του εταιρικού ελέγχου, η επιθυμία για τη συγχώνευση με μία τρίτη εταιρεία, η πίστη ότι διακυβεύεται το υφιστάμενο επιχειρηματικό πλάνο το οποίο κρίνεται ότι εξυπηρετεί καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων, ο φόβος ότι ελλοχεύει ο κίνδυνος αλλαγής της φυσιογνωμίας της επιχείρησης και η απομάκρυνση από τους παραδοσιακούς της σκοπούς καθώς και η βελτίωση της διαπραγματευτικής της θέσης απέναντι στο bidder. Σχεδόν σίγουρα, σε περίπτωση που ολοκληρωθεί με επιτυχία η επιθετική εξαγορά πολλά πράγματα θα αλλάξουν για τον target σε επίπεδο δομής και διοίκησης, αλλαγές οι οποίες συμβαίνουν και στη περίπτωση των φιλικών συγχωνεύσεων αλλά σε πολύ μικρότερο εύρος.

3.2 Κίνητρα Αντίστασης της Διοίκησης του target στην επιθετική εξαγορά

Υπάρχουν δύο συγκρουόμενες θεωρίες σχετικά με τα κίνητρα που διέπουν την απόφαση της διοίκησης μίας επιχείρησης να αμυνθεί απέναντι στο ενδεχόμενο επιθετικής της εξαγοράς.

Σύμφωνα με τη θεωρία των **De Angelo και Rice (1983)**, αντιδρώντας στη προσπάθεια εξαγοράς προωθούνται και προασπίζονται τα συμφέροντα των μετόχων του target καθώς βελτιώνεται η διαπραγματευτική θέση της αμυνόμενης εταιρείας και είτε πιέζεται ο bidder να αναπροσαρμόσει προς τα πάνω το αρχικώς προσφερόμενο τίμημα είτε επιτυγχάνεται η διατήρηση του μακροπρόθεσμου στρατηγικού σχεδιασμού του target και η ανεξαρτησία της εταιρείας. Σημειώνεται ότι σε πολλές περιπτώσεις τα συμφέροντα του bidder δεν ευθυγραμμίζονται με τα αντίστοιχα του target και σε αυτή τη περίπτωση η ενεργοποίηση μορφών αμύνης από τον τελευταίο κρίνεται αναγκαία. Για παράδειγμα, μπορεί στόχος της εξαγοράστριας εταιρείας να είναι η διάσπαση της εταιρείας στόχου σε επί μέρους τμήματα και η μετέπειτα πώλησή τους σε τρίτους, σχεδιασμός αντίθετος με τη βούληση των εργαζομένων, της διοίκησης και των μετόχων του target. Αν τα κίνητρα λοιπόν της διοίκησης του target και η στάση του κατά τη διάρκεια της προσφοράς εμπίπτουν σε αυτή τη κατηγορία, ενδεχομένως να αλλάξει η διάθεση του bid και από εχθρικό να γίνει φιλικό μετά από διαπραγματεύσεις, π.χ. επειδή οι διοικούντες του target απέσπασαν μεγαλύτερο bid premium.

Σύμφωνα με τη δεύτερη θεωρία των **Byrd και Stammerjohan (1997)**, οι διοικούντες της εταιρείας στόχου αντιδρούν στην εξαγορά προκειμένου να εξυπηρετήσουν προσωπικά τους συμφέροντα, όπως η διατήρηση των θέσεων τους και των προνομίων που τους παρέχονται από το υφιστάμενο ιδιοκτησιακό καθεστώς. Προκύπτει λοιπόν το συμπέρασμα ότι ενδεχομένως οι ενέργειες τους να μην εξυπηρετούν τη προάσπιση των συμφερόντων των μετόχων τους, με πιθανή συνέπεια την επίτευξη αρνητικών αποδόσεων, αλλά τη προσωπική τους ατζέντα. Στη περίπτωση αυτή το bid θα παραμείνει εχθρικό και κατά πιθανότητα τα συμφέροντα των μετόχων θα πληγούν.

Οι επενδυτές λοιπόν δικαιούνται να ανησυχούν για τα κίνητρα των διοικούντων της εταιρείας αναφορικά με τη μη αποδοχή μίας πρότασης εξαγοράς, φοβούμενοι ότι το μόνο τους μέλημα είναι η διατήρηση των προσωπικών τους προνομίων. Η ανησυχία αυτή πηγάζει και από το γεγονός ότι η διοίκηση μίας εταιρείας απολαμβάνει πολύ μεγάλη ευχέρεια και αυτονομία στις ενέργειες και τις αποφάσεις της, εκμεταλλευόμενη την εμπιστοσύνη των μετόχων αλλά και την έλλειψη γνώσεων αυτών σχετικά με μία ευρεία γκάμα θεμάτων που αφορούν την επιχείρηση και τη καθημερινή της λειτουργία και έως εκ τούτου ο αποτελεσματικός έλεγχος των ενεργειών της καθίσταται δύσκολος.

Συνοψίζοντας η στάση της διοίκησης της εταιρείας στόχου εξαρτάται άμεσα από τα κίνητρα των διοικούντων της και τη στάση που αυτοί θα κρατήσουν κατά τη περίοδο της προσφοράς. Γίνεται αντιληπτό ότι τα κίνητρα της διοίκησης του target διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις συνέπειες που θα έχει η απόρριψη μίας πρότασης εξαγοράς για τα συμφέροντα των μετόχων.

3.2.1 Υποψίες αναφορικά με τα κίνητρα των ενεργειών τους, που πρέπει τα στελέχη της εταιρείας στόχου να αντιπαρέλθουν.

Το διοικητικό συμβούλιο μίας εταιρείας, το οποίο έχει οριστεί από τους μετόχους της επιχείρησης για να λαμβάνει αποφάσεις εκ μέρους τους, επηρεάζεται από τη γνώμη των στελεχών της. Αν τα κίνητρα των τελευταίων δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων, θα μπουν στο πειρασμό να παρουσιάσουν τις απόψεις τους στο διοικητικό συμβούλιο αναφορικά με την αποδοχή ή όχι μίας πρότασης εξαγοράς, καθοδηγούμενοι από τα προσωπικά τους συμφέροντα. Στις περισσότερες των περιπτώσεων τα στελέχη του target προκειμένου να διαφυλάξουν τα προσωπικά τους προνόμια και να πείσουν το Δ.Σ. να απορρίψει μία πρόταση εξαγοράς, επικαλούνται την ανάγκη η εταιρεία να διατηρήσει την ανεξαρτησία και αυτονομία της.

Για τα στελέχη τόσο του bidder όσο και του target διακυβεύονται πάρα πολλά. Τα στελέχη του bidder αναζητούν την ευκαιρία να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα και το μερίδιο αγοράς της εταιρείας τους και τη χρηματοοικονομική θέση αυτής, απολαμβάνοντας παράλληλα αυξημένη εργασιακή εμπιστοσύνη από τους μετόχους της εταιρείας τους, όπως αυτή έμπρακτα αποδεικνύεται από τη πίστη των τελευταίων ότι είναι ικανοί να διοικήσουν ένα μεγαλύτερο εταιρικό σχήμα. Με δεδομένο επίσης ότι οι αμοιβές των στελεχών μίας επιχείρησης είναι ανάλογες του μεγέθους της, τότε ενδεχομένως τα στελέχη μίας εταιρείας να επιζητήσουν τη γιγάντωση της επιχείρησης μέσω εξαγορών, ακόμη και όταν τα αποτελέσματα της για τους μετόχους ενδέχεται να είναι αρνητικά, προκειμένου για τη βελτίωση των αμοιβών τους.

Από την άλλη μεριά τα στελέχη του target είναι πολύ πιθανό να απολέσουν αρκετές από τις αρμοδιότητές και τα προνόμια τους, ακόμη και τη δουλειά τους. Αν η πρόταση εξαγοράς είναι συνέπεια της φτωχής απόδοσης της εταιρείας στόχου – η οποία έχει σαν αποτέλεσμα τη πτώση της τιμής της μετοχής και την αμφισβήτηση από την αγορά των ικανοτήτων της διοικητικής ομάδας – τότε η πρόταση εξαγοράς λειτουργεί σαν πειθαρχικός μηχανισμός για τη βελτίωση ή και την αντικατάσταση της αναποτελεσματικής διοίκησης.

Σημαντικός αριθμός μελετών δείχνει πράγματι ότι σε αρκετές περιπτώσεις οι επιθετικές εξαγορές λειτουργούν σαν πειθαρχικός μηχανισμός για αναποτελεσματικές διοικήσεις καθώς σημαντικό ποσοστό των εταιρειών που γίνονται στόχος επιθετικής εξαγοράς εμφανίζουν απόδοση κάτω του

μέσου όρου, ενώ μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς παρατηρούνται σημαντικές αλλαγές στη διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Σύμφωνα με έρευνα των **Franks και Mayer (1996)** οι αλλαγές στο προσωπικό της εξαγοραζόμενης εταιρείας στη περίπτωση φιλικής εξαγοράς υπολείπονται σημαντικά σε σχέση με τις αλλαγές που λαμβάνουν χώρα μετά την ολοκλήρωση της επιθετικής εξαγοράς. Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, σχεδόν το 90% των στελεχών και του διοικητικού συμβουλίου της εξαγοραζόμενης εταιρείας οδηγούνται σε παραίτηση σε σύντομο χρονικό διάστημα μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στη περίπτωση των φιλικών εξαγορών ανέρχεται μόλις σε 50%. Τα ανωτέρω επιβεβαιώνονται και από τη μελέτη των **Dahya και Powel (1996)**, η οποία καταλήγει σε παρόμοια αποτελέσματα.

Οι ανωτέρω παράγοντες κρίνεται ότι εξηγούν ικανοποιητικά τους λόγους για τους οποίους τα στελέχη μίας εταιρείας αποφασίζουν να αντιδράσουν στο ενδεχόμενο μίας επιθετικής εξαγοράς, υποκινούμενα καθαρά από προσωπικό συμφέρον δίχως να υπολογίζουν τις επιπτώσεις των ενεργειών τους στα συμφέροντα των μετόχων. Σε αυτές τις περιπτώσεις ακόμη και όταν τα συμφέροντα των στελεχών και της διοίκησης συμπίπτουν, τα στελέχη είναι υποχρεωτικό να τεκμηριώνουν με στέρεα επιχειρήματα την άποψη τους για τους λόγους αντίδρασής τους στη πρόταση εξαγοράς. Οι μέτοχοι των εταιρειών, όντας καχύποπτοι για τα κίνητρα της διοίκησης, θα το σκεφτούν διπλά προτού εγκρίνουν την απόρριψη μίας πρότασης εξαγοράς, ενεργοποιώντας μορφές αμύνης οι οποίες θα εξυπηρετούν τα συμφέροντα των στελεχών της.

3.3 Μορφές Αμύνης

Οι μορφές αμύνης μπορούν να διαχωριστούν σε δύο κατηγορίες. Σε αυτές που εφαρμόζονται προληπτικά από τις διοικήσεις των εταιρειών σε περίοδο προ της πρότασης εξαγοράς (preventive anti-takeover strategies), και οι οποίες υιοθετούνται με στόχο να θωρακίσουν την εταιρεία απέναντι σε μία μελλοντική επιθετική πρόταση εξαγοράς, και σε αυτές που χρησιμοποιούνται κατά τη περίοδο εξαγοράς (reactive takeover strategies).

3.3.1 Κυριότερες Μορφές αμύνης κατά τη περίοδο προ της επιθετικής εξαγοράς.

Οι στρατηγικές αμύνης αυτής της κατηγορίας υιοθετούνται από τα στελέχη μίας επιχείρησης όταν τα τελευταία αισθάνονται ότι η εταιρεία τους είναι ευάλωτη σε μία ενδεχόμενη επιθετική εξαγορά είτε λόγω της χαμηλής τιμής της μετοχής της, είτε λόγω των συγκριτικών πλεονεκτημάτων των κύριων ανταγωνιστών της (και κατ' επέκταση των δικών της αδυναμιών) καθώς και της γενικότερης οικονομικής συγκυρίας. Τέτοιου είδους μορφές αμύνης είναι κρίσιμο να υιοθετούνται προ της πρότασης εξαγοράς. Η δέσμευση για αντίδραση σε ενδεχόμενη μελλοντική πρόταση εξαγοράς είναι σημαντική αφενός γιατί οι μορφές αμύνης αυτής της κατηγορίας δεν ενεργοποιούνται άμεσα και

αφετέρου γιατί περνάει το μήνυμα στην αγορά ότι τόσο η διοικητική ομάδα όσο και οι μέτοχοι της εταιρείας είναι υπέρ της αυτονομίας της τελευταίας.

Οι βασικότερες μορφές αμύνης αυτής της κατηγορίας θα αναφερθούν παρακάτω όπως: poison pills, poison pills with flip – over rights (αγορές μετοχών του bidder με έκπτωση), flip in poison pills (αγορές ιδίων μετοχών με έκπτωση), corporate charter amendments (αλλαγές στη δομή της διοίκησης), golden parachutes (καθορισμός αποζημιώσεων μελών Δ.Σ.).

Σημειώνεται ότι σκοπίμως δεν θα αναφερθούμε στη δυνατότητα έκδοσης δεύτερη τη τάξει (second class) μετοχών, με σκοπό τη μείωση της επιρροής στη διαδικασία λήψης αποφάσεων των υφιστάμενων μετόχων, καθώς από το 1988 πλέον δεν επιτρέπεται η εφαρμογή της εν λόγω μορφής αμύνης η οποία υπήρξε αρκετά διαδεδομένη τα προηγούμενα χρόνια. Ωστόσο οι επιχειρήσεις οι οποίες εξέδωσαν προ της απαγόρευσης τέτοιου είδους μετοχές διατηρούν το δικαίωμα να τις χρησιμοποιήσουν. Επισημαίνεται ότι σύμφωνα με μελέτη του **Patch (1987)** η επίπτωση αυτής της μορφής άμυνας στο πλούτο των μετόχων των εταιρειών που την υιοθέτησαν υπήρξε ασήμαντη.

3.3.2 Poison Pills

Πρόκειται για μορφή αμύνης κατά την οποία η εταιρεία στόχος προσφέρει στους μετόχους της προνομιούχες μετοχές της ενοποιημένης εταιρείας που θα προκύψει από την εξαγορά με σημαντική έκπτωση. Η λογική πίσω από την χρήση ενός poison pill έγκειται στο ότι επιτυγχάνεται αραίωση των μετοχών, σε τέτοιο βαθμό ώστε ο bidder να σημειώνει αρνητικές αποδόσεις, καθιστώντας παράλληλα δυσκολότερη υπόθεση την απόκτηση του εταιρικού ελέγχου από τον τελευταίο καθώς και τις πιθανότητες πραγματοποίησης της εξαγοράς με δανειακά κεφάλαια (LBO).

Έρευνα της J.P. Morgan αποδεικνύει ότι η υιοθέτηση αυτής της μορφής αμύνης προσδίδει σημαντικά οφέλη στους μετόχους της εταιρείας στόχου. Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, οι εταιρείες που χρησιμοποίησαν αυτή τη μορφή αμύνης επιτυγχάνουν bid premium κατά μέσο όρο 4% υψηλότερο σε σχέση με το αντίστοιχο εταιρειών που δεν χρησιμοποίησαν poison pill. Υπογραμμίζεται ότι η συγκεκριμένη μορφή αμύνης χρησιμοποιείται πάρα πολύ από εταιρείες με υποτιμημένη μετοχή σε σχέση με την εσωτερική αξία της επιχείρησης.

Σύμφωνα με έρευνα του **Harbert (2002)**, το έτος 2001 υπήρξαν 283 Αμερικάνικες εταιρείες που υιοθέτησαν τη συγκεκριμένη μορφή αμύνης, από 167 το προηγούμενο έτος. Χαρακτηριστικό παράδειγμα η εταιρεία Yahoo!, για την οποία οι χρηματιστηριακοί αναλυτές είκαζαν ότι θα αποτελούσε στόχο επιθετικής εξαγοράς, στηριζόμενοι στη σημαντικό αριθμό συμφωνιών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στον οποίο ενεπλάκησαν εταιρείες του κλάδου των media και του

διαδικτύου, π.χ. AOL-Time Warner. Η διοίκηση της Yahoo! πιστή στη δέσμευση της για αυτόνομη ανάπτυξη χρησιμοποίησε ένα poison pill, η υιοθέτηση του οποίου επέτρεψε στη τελευταία να διατηρήσει την ανεξαρτησία της και να αμυνθεί σε διάφορες προτάσεις εξαγοράς.

3.3.3 Poison Pill with flip-over rights

Σε αυτή τη περίπτωση, η εταιρεία στόχος διανέμει με σημαντική έκπτωση δικαιώματα (ο αριθμός των δικαιωμάτων εξαρτάται από τον αριθμό των μετοχών που κατέχει) για αγορά προνομιούχων μετοχών στους μετόχους της (αντί για προνομιούχες μετοχές όπως συμβαίνει στο απλό poison pill). Τα δικαιώματα διανέμονται αφού συμβεί ένα προκαθορισμένο γεγονός, όπως είναι η απόκτηση ενός συγκεκριμένου ποσοστού μετοχών από έναν υποψήφιο αγοραστή, π.χ. συνήθως η συγκεκριμένη μορφή άμυνας ενεργοποιείται αυτόματα, βάσει απόφασης του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας, κάθε φορά που το ποσοστό ιδιοκτησίας ενός υποψήφιου αγοραστή υπερβαίνει ένα καθορισμένο ποσοστό. Η συγκεκριμένη μορφή άμυνας όταν ενεργοποιείται για προληπτικούς λόγους, αποδεικνύεται πολύ αποτελεσματική στην απόρριψη μίας επιθετικής πρότασης εξαγοράς, λόγω των αρνητικών επιπτώσεων που έχει στα οικονομικά στοιχεία του bidder η αύξηση των προνομιούχων μετοχών, καθώς οι τελευταίες αποτελούν για τους κατόχους τους τίτλους σταθερού εισοδήματος και συνεπώς η έκδοση τους επιβαρύνει τη δανειακή θέση της εταιρείας. Αφού τα δικαιώματα εξασκηθούν από τους κατόχους τους και αυξηθεί λοιπόν το πλήθος των προνομιούχων μετοχών, όπως συμβαίνει και με ένα poison pill, αυξάνεται ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης της εταιρείας καθιστώντας τη λιγότερο ελκυστική ως στόχο εξαγοράς. Το πλεονέκτημα αυτής της μορφής αμύνης σε σχέση με ένα απλό poison pill έγκειται στο γεγονός ότι οι προνομιούχες μετοχές δεν εκδίδονται παρά μόνο όταν ασκηθούν τα αντίστοιχα δικαιώματα και ως εκ τούτου δεν επηρεάζουν την χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας.

Το κύριο μειονέκτημα αυτής της μορφής αμύνης, είναι ότι τα δικαιώματα για την αγορά των προνομιούχων μετοχών από τους μετόχους του target δεν μπορούν να εξασκηθούν παρά μόνο όταν ο bidder αποκτήσει το 100% της επιχείρησης. Σε πολλές περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών που η εταιρεία στόχος είχε υιοθετήσει τη συγκεκριμένη μορφή αμύνης, ο bidder αποφασίζει να αποκτήσει πλειοψηφικό ποσοστό μετοχών του target και όχι το σύνολο αυτών, προκειμένου και τον εταιρικό έλεγχο να αποκτήσει και τα δικαιώματα να μη χρειαστεί να εξαγοράσει. Συνεπώς, η συγκεκριμένη μορφή αμύνης απευθύνεται κυρίως σε επιχειρήσεις οι οποίες θέλουν να προστατευτούν από το ενδεχόμενο πλήρους εξαγοράς τους.

3.3.4 Flip – in poison pills

Η εν λόγω μορφή αμύνης ενδείκνυται στη περίπτωση που στόχος του bidder είναι η απόκτηση όχι του συνόλου των μετοχών του target, αλλά ικανού ποσοστού που θα του εξασφάλιζε τον εταιρικό έλεγχο. Με την υιοθέτηση ενός Flip – in poison pill, οι μέτοχοι του target αποκτούν το δικαίωμα να αποκτήσουν επιπλέον μετοχές του τελευταίου (και κατ' επέκταση και του bidder σε περίπτωση ενοποίησης των 2 εταιρειών) με σημαντική έκπτωση σε σχέση με τη τρέχουσα τιμή της μετοχής.

Τα Flip – in poison pills έχουν σχεδιαστεί για να αραιώνουν τη μετοχή του target, ανεξάρτητα με τη πρόθεση του bidder να προχωρήσει στην ενοποίηση ή μη των 2 εταιρειών, σε περίπτωση που ολοκληρωθεί με επιτυχία η προσπάθεια εξαγοράς.

Όταν μία εταιρεία αποφασίζει να υιοθετήσει αυτή τη μορφή άμυνας, διανέμεται σε κάθε μέτοχο το δικαίωμα (ο αριθμός των δικαιωμάτων εξαρτάται από τον αριθμό των μετοχών που κατέχει) να αγοράσει ένα επιπλέον αριθμό μετοχών του target, εντός προκαθορισμένου χρονικού διαστήματος – περίοδος εξάσκησης του δικαιώματος - που συνήθως ανέρχεται σε 10 έτη. Το poison pill ενεργοποιείται και σε αυτή τη περίπτωση αυτόματα, όταν λαμβάνει χώρα μία δημόσια προσφορά προς τους μετόχους του target ή όταν η μετοχική θέση ενός υποψήφιου αγοραστή υπερβεί συγκεκριμένα επίπεδα.

Επισημαίνεται ότι η εν λόγω μορφή αμύνης αν και πολύ αποτελεσματική όσον αφορά την αποτροπή εκδήλωσης προσπαθειών επιθετικής εξαγοράς ή εν τέλει τη προσφορά μεγαλύτερου bid premium από τον bidder προκειμένου για την αδρανοποίηση του poison pill, ενδέχεται βραχυπρόθεσμα να έχει αρνητική επίπτωση στη τιμή της μετοχής της εταιρείας. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα εμπειρικών μελετών, όταν ανακοινώνεται η υιοθέτηση ενός flip – in poison pill η τιμή της μετοχής πιέζεται προς τα κάτω.

3.3.5 Αποτελεσματικότητα των Poison Pills

Σύμφωνα με μελέτη του **Ryngaert (1988)**, ένα εχθρικό bid αντιμετωπίζει αυξημένες πιθανότητες αποτυχίας όταν η εταιρεία στόχος έχει υιοθετήσει ένα poison pill. Πιο συγκεκριμένα, το 31% των εταιρειών που είχαν ενεργοποιήσει ένα poison pill κατάφεραν να αποκρούσουν με επιτυχία μία επιθετική πρόταση εξαγοράς, όταν το αντίστοιχο ποσοστό για εταιρείες χωρίς poison pill ανέρχεται μόλις σε 15,78%.

3.3.6 Poison Pills & Επιπτώσεις

Malatesta και Walkling (1988)

Έρευνα των **Malatesta και Walkling (1988)** μελέτησε τί επίπτωση είχε στη τιμή της μετοχής μίας εταιρείας η ανακοίνωση της υιοθέτησης ενός poison pill. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 132 Αμερικάνικων εταιρειών που ανακοίνωσαν την υιοθέτηση ενός poison pill τη χρονική περίοδο από τον 12^ο/1982 έως και τον 3^ο/1986, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η ανακοίνωση της υιοθέτησης ενός poison pill έχει αρνητική επίπτωση στη τιμή της μετοχής, αναφερόμενοι σε χρονικό διάστημα 2 ημερών από την ημερομηνία της ανακοίνωσης (ήτοι από την ημερομηνία που δημοσιεύτηκε είτε στη Wall Street Journal είτε στους New York times η υιοθέτηση ή η πρόθεση υιοθέτησης ενός poison pill από την επιχείρηση). Από τις 132 εταιρείες του δείγματος, οι 113 εμφάνισαν μη κανονικές αρνητικές αποδόσεις της τάξης του -0,915% (με βάση τις τιμές κλεισίματος της μετοχής), χρησιμοποιώντας σαν δείκτη αναφοράς τον δείκτη S&P 500. Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, η ανωτέρω μη κανονική αρνητική απόδοση είναι μικρή μεν, στατιστικά σημαντική δε. Αντίθετα, η ανακοίνωση αδρανοποίησης της εν λόγω μορφής αμύνης εμφανίζεται να έχει θετική επίπτωση στη τιμή της μετοχής. Επίσης, σύμφωνα με τα ευρήματα της ίδιας έρευνας, η υιοθέτηση ενός poison pill επιλέγεται συνήθως από εταιρείες οι οποίες υποαποδίδουν σε σχέση με το μέσο όρο του κλάδου, καθώς και από εταιρείες των οποίων το μάνατζμεντ δεν κατέχει μεγάλα ποσοστά μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, η πιθανότητα η διοίκηση μίας εταιρείας να προβεί στην υιοθέτηση ενός poison pill είναι αντιστρόφως ανάλογη του ποσοστού των μετοχών που κατέχει η διοίκηση. Η ίδια έρευνα μελέτησε ένα δείγμα 92 εταιρειών συγκρίνοντας τη κερδοφορία αυτών με τη μέση κερδοφορία του κλάδου στον οποίο ανήκουν καθώς και τους δείκτες αποδοτικότητας της εταιρείας με τους αντίστοιχους του κλάδου, για το έτος που προηγήθηκε από την ανακοίνωση του poison pill. Σύμφωνα λοιπόν με τα αποτελέσματα της μελέτης προκύπτει το συμπέρασμα ότι τα poison pill υιοθετούνται από εταιρείες οι οποίες υποαποδίδουν σε σχέση με το μέσο όρο του κλάδου στον οποίο ανήκουν, με το αποτέλεσμα να είναι στατιστικά σημαντικό.

Ryngaert (1988)

Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγει και η μελέτη του **Ryngaert (1988)**. Η συγκεκριμένη έρευνα αναφέρεται σε ένα δείγμα 380 Αμερικάνικων εταιρειών που υιοθέτησαν τον εν λόγω αμυντικό μηχανισμό το χρονικό διάστημα από το 1982 (οπότε και έγινε ευρέως γνωστό το poison pill) έως και το 1986. Από τα στοιχεία τα οποία ο Ryngaert συνέλεξε, προκύπτει ότι το 1986 ήταν το έτος κατά τη διάρκεια του οποίου ανακοινώθηκαν τα περισσότερα σε απόλυτο αριθμό poison pills από κάθε άλλη χρονιά, από εταιρείες οι οποίες ένιωθαν ευάλωτες απέναντι στο ενδεχόμενο επιθετικής εξαγοράς τους. Με βάση τα στοιχεία της έρευνας επίσης προκύπτει ότι το ποσοστό των μετοχών που ελέγχονται από τη διοίκηση της εταιρείας που υιοθετεί ένα poison pill κατά μέσο όρο συνήθως

ανέρχεται μεταξύ 3% και 8%, ενώ στο 75% των περιπτώσεων το μανάτζμεντ της επιχείρησης ασκείτο από στελέχη τα οποία δεν είχαν μετοχικό συμφέρον σε αυτή. Ο Ryngaert στην εν λόγω έρευνα μελέτησε την επίπτωση που είχε στη τιμή της μετοχής η ανακοίνωση υιοθέτησης ενός poison pill, μελετώντας την απόδοση της μετοχής μία ημέρα πριν την ανακοίνωση και την ημέρα της ανακοίνωσης, συγκρίνοντας τη με την απόδοση του δείκτη S&P 500 το ίδιο χρονικό διάστημα. Μεταξύ άλλων παρατηρήθηκε ότι η πτώση της τιμής της μετοχής γινόταν μικρότερη όσο το ποσοστό των μετοχών που η διοίκηση κατείχε μεγάλωνε. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, οι μετοχές των εταιρειών που ανακοίνωσαν την υιοθέτηση ενός poison pill σημείωσαν μη κανονικές αρνητικές αποδόσεις της τάξης του -0,03% σε σχέση με την απόδοση του δείκτη S&P 500 το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα. Για τις 283 από τις 380 εταιρείες του δείγματος, οι απώλειες σε σχέση με την απόδοση του ανωτέρω δείκτη ανήλθαν σε -0,34%. Οι εν λόγω μη κανονικές αρνητικές αποδόσεις αναφέρονται σε ένα σύντομο χρονικό διάστημα γύρω από την ανακοίνωση του poison pill και είναι μικρές μεν, στατιστικά σημαντικές δε. Υπογραμμίζεται ότι σύμφωνα με τα την ίδια έρευνα, οι μετοχές των εταιρειών για τις οποίες υπήρχε η φήμη ότι θα γίνονταν στόχος επιθετικής εξαγοράς υπέστησαν μεγαλύτερες απώλειες σε σχέση με τις μετοχές των εταιρειών για τις οποίες δεν υπήρχε σενάριο εξαγοράς τους. Για τις πρώτες, η μη κανονική αρνητική απόδοση της μετοχής ανήλθε σε -1,51%, ενώ για τις δεύτερες οι απώλειες ανήλθαν σε -0,38%, συγκρινόμενες πάντα με την απόδοση του S&P 500. Η ίδια έρευνα εξέτασε τις περιπτώσεις 76 εταιρειών στόχων επιθετικής εξαγοράς το χρονικό διάστημα μεταξύ 1981 και 1984, οι οποίες είχαν υιοθετήσει μίας μορφής poison pill. Από τις 76 εταιρείες στόχους, οι 52 (ποσοστό 68,42%) επέτυχαν υψηλότερο bid premium από το αρχικό.

Υπογραμμίζεται ωστόσο ότι τα αποτελέσματα των ανωτέρω μελετών αναφέρονται σε ένα πολύ μικρό χρονικό διάστημα από την ανακοίνωση του poison pill, ενώ δεν λαμβάνουν υπόψη την επίπτωση του στο ύψος του τιμήματος εξαγοράς.

Σύμφωνα, με αποτελέσματα έρευνας της εταιρείας **Georgeson & Co.** η οποία δημοσιεύτηκε τον **03/1988**, οι εταιρείες οι οποίες υιοθέτησαν poison pills πέτυχαν μεγαλύτερα bid premiums κατά 69% σε σχέση με εταιρείες οι οποίες δεν είχαν ανάλογο αμυντικό μηχανισμό. Έρευνα της ίδιας εταιρείας η οποία δημοσιεύτηκε το **1997**, βασιζόμενη σε επιθετικές εξαγορές που έλαβαν χώρα το χρονικό διάστημα από το 1992 έως το 1996, επιβεβαίωσε τα συμπεράσματα της αρχικής μελέτης, ωστόσο η διαφορά στο bid premium που πέτυχαν οι εταιρείες με poison pill σε σχέση με εταιρείες χωρίς, μειώθηκε από 69% σε 26%. Τα αποτελέσματα για τη θετική επίδραση από την υιοθέτηση ενός poison pill για την εταιρεία στόχο σε σχέση με το ύψος του bid premium που προσφέρει ο bidder, επιβεβαιώνονται και από πλήθος ακαδημαϊκών μελετών. Ενδεικτικά αναφέρουμε τη μελέτη των **Comment και Scwhert (1995)**, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της οποίας η υιοθέτηση ενός poison pill σχετίζεται με υψηλότερα bid premiums.

Συνοψίζοντας, η επίπτωση στο πλούτο των μετόχων από την υιοθέτηση ενός poison pill κρίνεται θετική παρά το γεγονός ότι η ανακοίνωση για την υιοθέτηση του εμφανίζεται να έχει βραχυπρόθεσμα αρνητική επίπτωση στη τιμή της μετοχής, καθώς η αγορά εκλαμβάνει ότι η εταιρεία καθίσταται αυτόματα λιγότερο ελκυστικός στόχος εξαγοράς.

3.3.7 Αλλαγές στη δομή της διοίκησης (Corporate Charter amendments)

Πρόκειται για διαδεδομένη μορφή άμυνας, που χρησιμοποιείται συχνά από εταιρείες οι οποίες θέλουν να οχυρωθούν απέναντι στο ενδεχόμενο να γίνουν στόχος επιθετικής εξαγοράς. Το εύρος των αλλαγών που υιοθετούνται κάθε φορά εξαρτάται από το ισχύον νομικό πλαίσιο, ενώ απαιτείται η έγκριση των μετόχων. Η πιο συνηθισμένη αλλαγή που πραγματοποιείται από τις εταιρείες, είναι η χρονική μετατόπιση της θητείας των μελών του διοικητικού της συμβουλίου, ούτως ώστε η εκλογή όλων των μελών να μη συμβαίνει εντός του ίδιου έτους. Με την ανωτέρω πρακτική κρίνεται ότι διασφαλίζεται η συνοχή, η ανεξαρτησία και η ισχύς του διοικητικού συμβουλίου, ούτως ώστε να είναι σε θέση να αντιδράσει καλύτερα σε μία πρόταση επιθετικής εξαγοράς. Βασικά, υιοθετώντας την εν λόγω μορφή άμυνας ο target δεν επιτρέπει στο bidder, σε περίπτωση που η εξαγορά ολοκληρωθεί, να αλλάξει αμέσως τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου με στελέχη της επιλογής του, αυξάνοντας το χρόνο για την απόκτηση του εταιρικού ελέγχου και κατ' επέκταση το κόστος της εξαγοράς.

Ωστόσο οι αλλαγές στη διοικητική δομή μίας επιχείρησης έχει από την εμπειρία αποδειχτεί ότι λειτουργούν περισσότερο σαν ενόχληση στον υποψήφιο αγοραστή και λιγότερο ως πραγματικό αποτρεπτικό εμπόδιο για την ολοκλήρωση της εξαγοράς, καθώς ακόμη και στη περίπτωση που ολοκληρωθεί η εξαγορά μιας εταιρείας που έχει υιοθετήσει την εν λόγω μορφή άμυνας, σε σύντομο χρονικό διάστημα από την εξαγορά τα στελέχη της προηγούμενης διοίκησης οδηγούνται σε παραίτηση.

3.3.8 Αλλαγές στη δομή της διοίκησης & Επιπτώσεις

De Angelo και Rice (1983)

Σύμφωνα με μελέτη των **De Angelo και Rice (1983)** η υιοθέτηση της εν λόγω μορφής άμυνας έχει συνήθως οριακά αρνητική επίπτωση στο πλούτο των μετόχων και στη τιμή της μετοχής, ωστόσο τα αποτελέσματά της ήταν στατιστικά μη σημαντικά, με βάση ένα τελικό δείγμα 100 εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εταιρειών, οι οποίες τη περίοδο 1974 – 1979 ανακοίνωσαν αλλαγές στη δομή της διοίκησης τους. Με βάση τα στοιχεία της έρευνας προκύπτει ότι τα έτη 1977 και 1978 παρατηρήθηκαν οι περισσότερες σε απόλυτο αριθμό περιπτώσεις εταιρειών που υιοθέτησαν τον εν

λόγω αμυντικό μηχανισμό. Στην εν λόγω έρευνα μελετήθηκε η επίπτωση από την ανακοίνωση της εν λόγω μορφής αμύνης στη τιμή της μετοχής, χρησιμοποιώντας μία ποικιλία στατιστικών μεθόδων.

Σαν σημείο μηδέν ορίστηκε η ημερομηνία ανακοίνωσης από την επιχείρηση, ενώ υπολογίστηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών για περιόδους 2 ημερών και για χρονικό διάστημα 40 ημερών πριν και μετά το σημείο μηδέν. Από τα ευρήματα της έρευνας και με βάση το επιλεγμένο δείγμα εταιρειών, προκύπτει ότι κατά μέσο όρο για τις εξεταζόμενες εταιρείες, την ημέρα της ανακοίνωσης η τιμή της μετοχής εμφανίζει μη κανονική αρνητική απόδοση ύψους $-0,1621\%$, 2 ημέρες μετά την ανακοίνωση η μετοχή εμφανίζει μη κανονική αρνητική απόδοση ύψους $-0,1286\%$, ενώ την 6^η ημέρα κατά μέσο όρο τα αποτελέσματα αντιστρέφονται και η μετοχή εμφανίζει θετική μη κανονική απόδοση που ανέρχεται σε $+0,0519\%$. Αρχής γενομένης 40 ημέρες πριν από την ανακοίνωση της εν λόγω μορφής αμύνης και μέχρι το σημείο μηδέν, η τιμή της μετοχής αθροιστικά εμφανίζει μη κανονική αρνητική απόδοση ύψους $-0,6697\%$, ενώ 40 ημέρες μετά την ανακοίνωση η τιμή της μετοχής εμφανίζει μη κανονική θετική απόδοση που ανέρχεται σε $+1,3721\%$. Επισημαίνεται ότι τα ανωτέρω αποτελέσματα είναι στατιστικά μη σημαντικά, ωστόσο υπάρχουν ενδείξεις ότι την ημέρα της ανακοίνωσης και για σύντομο χρονικό διάστημα μετά από αυτή η τιμή της μετοχής υποχωρεί.

Τα ανωτέρω επιβεβαιώνονται και από τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξε και μελέτη του **R. Ruback (1987)** σύμφωνα με την οποία οι εταιρείες που προχώρησαν σε αλλαγές της διοικητικής τους δομής ως μορφή αμύνης έναντι στο ενδεχόμενο επιθετικής εξαγοράς, είδαν τη τιμή της μετοχής τους να υποχωρεί 1% κατά μέσο όρο, χωρίς ωστόσο το ανωτέρω αποτέλεσμα να είναι στατιστικά σημαντικό.

3.3.9 Καθορισμός Αποζημιώσεων Μελών Δ.Σ. και Ανώτατων Στελεχών (Golden Parachutes)

Golden Parachutes ονομάζονται ειδικές συμφωνίες οι οποίες προβλέπουν πλουσιοπάροχα πακέτα αμοιβών για τα μέλη του Δ.Σ. και τα ανώτερα στελέχη μίας εταιρείας, το ύψος των οποίων για το κάθε ένα ξεχωριστά ποικίλλει αναλόγως της θέσης του στην ιεραρχία και της προϋπηρεσίας του στην εταιρεία. Συνήθως πρόκειται για αμοιβές τις οποίες δικαιούνται τα στελέχη να λάβουν εφόσον αλλάξει το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρείας και αφού παρέλθει ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Οι ανωτέρω συμφωνίες συνήθως ενεργοποιούνται εφόσον ένα προκαθορισμένο ποσοστό μετοχών της εταιρείας αποκτηθεί από έναν εν δυνάμει bidder. Τέτοιου είδους συμφωνίες κρίνεται ότι ευθυγραμμίζουν τα συμφέροντα των στελεχών της εταιρείας με τα αντίστοιχα των μετόχων σε περίπτωση κατά την οποία εκδηλωθεί μία επιθετική εξαγορά και έως εκ τούτου μπορούν να εκληφθούν και ως μία μορφής άμυνας στο bid.

Πιο συγκεκριμένα, όπως προαναφέραμε σε περίπτωση ενός εχθρικού bid, ελλοχεύει ο κίνδυνος η διοίκηση της εταιρείας να αξιολογήσει τη προσφορά του bidder με βάση τη προάσπιση των δικών της συμφερόντων, αντιδρώντας στη προσφορά εξαγοράς, εις βάρος του πλούτου των μετόχων της. Το ανωτέρω επιβεβαιώνεται και από μελέτη των **Walkling και Long (1984)**, σύμφωνα με την οποία τα στελέχη μίας εταιρείας αξιολογούν μία πρόταση εξαγοράς με βάση την επίπτωση που θα έχει στο προσωπικό τους πλούτο. Κατά συνέπεια με τα golden parachutes αντισταθμίζεται η αβεβαιότητα που προκαλεί στη διοίκηση μίας εταιρείας ένα εχθρικό bid, από τα οικονομικά οφέλη τα οποία θα προκύψουν για την ίδια σε περίπτωση εξαγοράς της εταιρείας, με συνέπεια η αξιολόγηση της πρότασης εξαγοράς να γίνεται με αντικειμενικά κριτήρια.

Σημειώνεται ότι η συγκεκριμένη μορφή αμύνης, δύναται να υιοθετηθεί τόσο προληπτικά όσο και μετά το εχθρικό bid, καθώς επίσης και ότι όσο μεγάλες και αν είναι οι αμοιβές που προβλέπονται για τα στελέχη μίας εταιρείας που γίνεται στόχος επιθετικής εξαγοράς, συνήθως δεν αποτελούν εμπόδιο για τον bidder μιας και σε απόλυτο μέγεθος αντιπροσωπεύουν μικρό μόνο ποσοστό του συνολικού τιμήματος της προς εξαγοράς επιχείρησης και ως εκ τούτου δεν αυξάνουν σημαντικά το κόστος πραγματοποίησης της εξαγοράς,

3.3.10 Καθορισμός Αποζημιώσεων Μελών Δ.Σ. και Ανώτατων Στελεχών (Golden Parachutes) & Επιπτώσεις

Συνοψίζοντας η συγκεκριμένη μορφή αμύνης περισσότερο ενοχλεί τον bidder παρά τον εμποδίζει από τη πραγματοποίηση της εξαγοράς, στοχεύοντας περισσότερο στο να μειώσει το κίνδυνο η διοίκηση του target να μη λάβει υπόψη τα συμφέροντα των μετόχων της.

Lambert και Larker (1985)

Αναφορικά με την επίπτωση που έχει η συγκεκριμένη μορφή αμύνης στο πλούτο των μετόχων, μελέτη των **Lambert και Larker (1985)** καταλήγει στο συμπέρασμα ότι κατά μέσο όρο οι τιμές των μετοχών των εταιρειών που ανακοινώνουν το καθορισμό αποζημιώσεων για τα στελέχη τους σε περίπτωση εξαγοράς, σημειώνουν μη κανονικές θετικές αποδόσεις της τάξης του 3%. Οι Lambert και Larker εξέτασαν ένα δείγμα 90 Αμερικάνικων εταιρειών που υιοθέτησαν την εν λόγω μορφή αμύνης τη περίοδο 1975 – 1982. Σημειώνεται ότι στο 68,9% του δείγματος δεν είχε οριστεί το ποσοστό μετοχών που πρέπει να αποκτηθεί από έναν εν δυνάμει bidder προκειμένου για την ενεργοποίηση του εν λόγω αμυντικού μηχανισμού, ενώ το ποσοστό των ανώτατων στελεχών της εταιρείας για τους οποίους προβλέπεται η δυνατότητα αποζημίωσης σε περίπτωση εξαγοράς κατά μέσο όρο ανέρχεται σε 26,1%. Με βάση το επιλεγμένο δείγμα επίσης προκύπτει ότι το συνολικό ύψος των αποζημιώσεων που θα καταβληθούν στα στελέχη της εταιρείας κατά μέσο όρο αντιστοιχεί στο 1,7% της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας ή στο 12,1% των κερδών της παρελθούσας χρήσης. Σημειώνεται ωστόσο ότι σε 15 από τις 90 εταιρείες του δείγματος η

προβλεπόμενη συνολική αποζημίωση υπερέβη σημαντικά το ανωτέρω ποσοστό. Οι Lambert και Larker μελέτησαν τη συμπεριφορά της μετοχής για ένα διάστημα 16 ημερών, ήτοι 5 ημέρες προ της ανακοίνωσης και 10 ημέρες μετά από αυτή. Από τα αποτελέσματα της μελέτης προκύπτει ότι η ανακοίνωση της υιοθέτησης της εν λόγω μορφή αμύνης έχει πολύ μικρή θετική επίπτωση στη τιμή της μετοχής, η οποία όμως είναι στατιστικά σημαντική, ενώ η αύξηση του ύψους της συνολικής αποζημίωσης που προβλέπεται για τα στελέχη έχει αρνητική επίπτωση στο πλούτο των μετόχων και στη τιμή της μετοχής, η οποία όμως είναι στατιστικά μη σημαντική. Σύμφωνα με την έρευνα η έστω και οριακά θετική επίπτωση στο πλούτο των μετόχων από το καθορισμό αποζημιώσεων σε περίπτωση που επέλθουν μεταβολές στα ποσοστά ιδιοκτησίας, δικαιολογείται από το γεγονός ότι η αγορά κρίνει ότι αυξάνεται η πιθανότητα εμφάνισης ενός υποψήφιου αγοραστή στο άμεσο μέλλον και σε περίπτωση που αυτό συμβεί το προσφερόμενο τίμημα εξαγοράς θα είναι υψηλότερο λόγω του ότι η διοίκηση της εταιρείας στόχου θα έχει βελτιώσει τη διαπραγματευτική της θέση.

Machlin, Choe και Miles (1993)

Σύμφωνα επίσης με μελέτη των **Machlin, Choe και Miles (1993)**, το μέγεθος των αμοιβών που προβλέπονται για τα στελέχη επηρεάζει, έστω και σε μικρό βαθμό, θετικά το ύψος του bid premium, ενώ η υιοθέτηση της εν λόγω μορφής αμύνης περνάει το μήνυμα στην αγορά ότι η επιχείρηση είναι ευάλωτη σε μία επιθετική εξαγορά και έως εκ τούτου η τιμή της μετοχής της αυξάνεται λόγω του ότι οι επενδυτές αναμένουν με μεγαλύτερη πιθανότητα την εμφάνιση ενός υποψήφιου αγοραστή.

Συγκεκριμένα, οι Machlin, Choe και Miles δημιούργησαν δύο ομάδες επιχειρήσεων. Στη μία ομάδα συμπεριέλαβαν αρχικά 146 Αμερικάνικες εταιρείες που υιοθέτησαν τον εν λόγω αμυντικό μηχανισμό τη περίοδο 1975 – 1988 (sample group) και στη δεύτερη ομάδα επιχειρήσεις χωρίς αυτόν (control group). Σημειώνεται ότι από τις 146 εταιρείες που περιλαμβάνονται στη πρώτη ομάδα, οι 104, ήτοι ποσοστό 71%, ανακοίνωσαν την υιοθέτηση της εν λόγω μορφής αμύνης το 1982, ενώ στο δείγμα δεν περιλαμβάνονται επιχειρήσεις που ανακοίνωσαν το καθορισμό αποζημιώσεων για τα στελέχη τους μετά τη πρόταση εξαγοράς. Στη συνέχεια, για τις δύο ομάδες επιχειρήσεων που δημιούργησαν, συνέκριναν με τη βοήθεια στατιστικών εργαλείων τη συχνότητα εμφάνισης προτάσεων εξαγοράς, τη πιθανότητα επιτυχίας της επιθετικής εξαγοράς και την επίπτωση στο πλούτο των μετόχων που η υιοθέτηση της εν λόγω μορφής αμύνης συνεπάγεται.

Από τις 146 εταιρείες της πρώτης ομάδας, οι 92 ανακοίνωσαν λεπτομερή στοιχεία αναφορικά με το ύψος των αποζημιώσεων που προβλέπονται για τα στελέχη τους σε περίπτωση μεταβολής του ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Από τα στοιχεία αυτά προκύπτει ότι κατά μέσο όρο οι αποζημιώσεις οι οποίες προβλέπονται για τα στελέχη ανέρχονταν στο 2,98% της τρέχουσας αγοραίας αξίας της εταιρείας, ενώ η μέση αποζημίωση ανά δικαιούχο διαμορφώθηκε σε 1,126 εκ. \$. Ακολούθως οι ερευνητές επέλεξαν από τις 146 εταιρείες της πρώτης ομάδας τις 119 από αυτές, οι οποίες στο

σύνολό τους επρόκειτο για εταιρείες οι οποίες υιοθέτησαν την εν λόγω μορφή αμύνης τη περίοδο 1976–1984 και εν συνεχεία δημιούργησαν τη δεύτερη ομάδα η οποία αποτελούνταν επίσης από 119 εταιρείες με χαρακτηριστικά παρόμοια (κύκλος εργασιών, αξία ενεργητικού, δείκτης χρηματιστηριακής προς λογιστικής αξία, ποσοστό μετοχών που ελέγχονται από τη διοίκηση, δείκτης Ξένα προς Ίδια) με αυτά των εταιρειών που απάρτιζαν τη πρώτη ομάδα, δίχως όμως να έχουν υιοθετήσει το συγκεκριμένο αμυντικό μηχανισμό.

Από τα αποτελέσματα της έρευνας προκύπτει ότι από τις 119 εταιρείες που είχαν καθορίσει αποζημιώσεις για τα στελέχη τους σε περίπτωση εξαγοράς, οι 31 από αυτές (εντός τεσσάρων ετών από την ανακοίνωση υιοθέτησης της συγκεκριμένης μορφής αμύνης) εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύθηκαν, έναντι μόλις 19 από τη δεύτερη ομάδα. Η διαφορά στη συχνότητα αλλαγής του ιδιοκτησιακού καθεστώτος ανάμεσα στις δύο ομάδες επιχειρήσεων αποδείχθηκε στατιστικά σημαντική, επιβεβαιώνοντας τις εκτιμήσεις της αγοράς σύμφωνα με τις οποίες εταιρείες οι οποίες ανακοινώνουν την υιοθέτηση της εν λόγω μορφής αμύνης διατρέχουν αυξημένες πιθανότητες να γίνουν στόχος εξαγοράς. Επίσης, από τις 31 εταιρείες της πρώτης ομάδας που εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύθηκαν, 9 δέχθηκαν μία πρόταση εξαγοράς, 7 δέχθηκαν δύο, άλλες 7 δέχθηκαν τρεις προσφορές εξαγοράς, 3 εταιρείες δέχθηκαν τέσσερις προτάσεις, 1 δέχθηκε 5 προσφορές πριν εξαγοραστεί, 1 δέχθηκε έξι, 2 δέχθηκαν επτά και 1 δέχθηκε 9 προτάσεις, όταν από τις 19 επιχειρήσεις της δεύτερης ομάδας που εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύθηκαν 13 δέχθηκαν μόλις μία προσφορά και καμία από τις υπόλοιπες δεν δέχθηκε πάνω από 2 προσφορές. Κατά μέσο όρο εταιρείες που έχουν υιοθετήσει τον εν λόγω αμυντικό μηχανισμό δέχονται 2,87 διαφορετικές προσφορές, ενώ εταιρείες δίχως αυτόν μόλις 1,32.

Με βάση τα αποτελέσματα της ίδιας μελέτης, οι εταιρείες που υιοθέτησαν τη συγκεκριμένη μορφή αμύνης δέχθηκαν προτάσεις εξαγοράς κατά 43,69% υψηλότερες σε σχέση με τη τρέχουσα αποτίμηση τους, έναντι 39,14% των εταιρειών της δεύτερης ομάδας.

Επισημαίνεται ότι σύμφωνα με την ίδια έρευνα μία εταιρεία η οποία αποφασίζει να υιοθετήσει την εν λόγω μορφή αμύνης, οφείλει να έχει προσδιορίσει εκείνο το επίπεδο αποζημίωσης το οποίο εξυπηρετεί καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων της και διασφαλίζει ότι τα στελέχη της θα δράσουν με γνώμονα τα συμφέροντα των τελευταίων. Συγκεκριμένα, μικρού ύψους αποζημιώσεις δεν παρέχουν ισχυρά κίνητρα στα στελέχη της εταιρείας στόχου προκειμένου τα τελευταία να αξιολογήσουν αντικειμενικά μία πρόταση εξαγοράς και να παραβλέψουν τα προσωπικά τους συμφέροντα και το κίνδυνο απώλειας της θέσης εργασίας τους, ενώ αντίθετα όταν η προβλεπόμενη αποζημίωση είναι υπερβολικά μεγάλη ενδεχόμενα να οδηγήσουν τα στελέχη της εταιρείας στόχου να αποδεχθούν μία μη συμφέρουσα για τους μετόχους πρόταση εξαγοράς, με σκοπό να εισπράξουν τη προβλεπόμενη αποζημίωση. Τα ανωτέρω επιβεβαιώνονται και από μελέτη του

Jensen (1988) από την οποία προκύπτει ότι το ύψος του bid premium σχετίζεται θετικά με το ύψος των προβλεπόμενων αποζημιώσεων, ωστόσο όταν οι τελευταίες υπερβούν ένα συγκεκριμένο επίπεδο, περαιτέρω αύξηση τους επηρεάζει αρνητικά το τίμημα εξαγοράς.

3.4 Κυριότερες Μορφές αμύνης κατά τη περίοδο μετά τη προσφορά επιθετικής εξαγοράς (Reactive post bid defenses)

Πολλές εταιρείες επιλέγουν να μην υιοθετήσουν προληπτικές μορφές αμύνης απέναντι στο ενδεχόμενο ενός εχθρικού bid, θεωρώντας ότι τα συμφέροντα των μετόχων τους εξυπηρετούνται καλύτερα στη περίπτωση κατά την οποία κάποιος θελήσει να αγοράσει τις μετοχές τους προσφέροντας ένα premium, όπως συνήθως συμβαίνει στις εχθρικές εξαγορές, σε σχέση με τη τρέχουσα αξία τους. Αυτές οι εταιρείες είναι πιο ευάλωτες απέναντι στο ενδεχόμενο επιθετικής τους εξαγοράς σε σχέση με εταιρείες που έχουν ενεργοποιήσει προληπτικούς αμυντικούς μηχανισμούς. Σε περίπτωση κατά την οποία η πρόταση εξαγοράς κριθεί ότι δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα του target, ο τελευταίος δύναται να ενεργοποιήσει διάφορους αμυντικούς μηχανισμούς προκειμένου να προστατευθεί εκ των οποίων θα αναφερθούμε στη δυνατότητα προσφυγής στα δικαστήρια (litigation), στην επαναγορά μετοχών από το bidder (greenmail), στην επίτευξη ειδικής συμφωνίας με τον bidder για παύση αγοράς νέων μετοχών του target για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα έναντι αμοιβής (standstill agreements) και στις αλλαγές στη κεφαλαιακή διάρθρωση (capital structure changes).

Σημειώνεται ότι σκόπιμα δεν θα αναφερθούμε στη περίπτωση του Λευκού Ιππότη, του White Squire (esquire ο υποκόμης) και της άμυνας τύπου Pac man, καθώς χρησιμοποιούνται πολύ σπάνια. Στη περίπτωση του Λευκού Ιππότη η εταιρεία στόχος στρέφεται προς ένα φιλικό bidder προκειμένου ο τελευταίος να αποκτήσει πλειοψηφικό πακέτο μετοχών και τον εταιρικό έλεγχο του target και να αποτραπεί η επιθετική πρόταση εξαγοράς. Στη περίπτωση του white squire ο target στρέφεται προς ένα φιλικό bidder προκειμένου ο τελευταίος να αποκτήσει ένα ποσοστό μετοχών ικανό να μπλοκάρει την επιθετική εξαγορά, αποσπώντας τη δέσμευση του φιλικού bidder ότι θα πουλήσει έναντι ενός προσυμφωνημένου premium στο target σε μελλοντικό στάδιο τις μετοχές του. Εταιρείες που θα δεχτούν να αναλάβουν το ρόλο του Λευκού Ιππότη είναι δύσκολο να βρεθούν, καθώς επί της ουσίας μπαίνουν σε ένα παιχνίδι πλειστηριασμού με τον εχθρικό bidder για τον έλεγχο της εταιρείας στόχου, το οποίο κατά κανόνα αποβαίνει εις βάρος του πλούτου των μετόχων τους. Το ανωτέρω επιβεβαιώνεται και από τα αποτελέσματα της έρευνας που διενήργησε ο **Niden (1993)**. Στη περίπτωση του white squire, η εταιρεία στόχος καλείται να επαναγοράσει σε μελλοντικό στάδιο τις μετοχές της από το φιλικό bidder καταβάλλοντας ένα premium, το οποίο υπόκειται σε φορολόγηση. Η εν λόγω μορφή αμύνης χρησιμοποιείται πολύ σπάνια λόγω της αρνητικής επίπτωσης από την εφαρμογή της στο πλούτο των μετόχων της. Τέλος, η άμυνα τύπου Pac-Man

αφορά τη προσπάθεια επιθετικής εξαγοράς του εχθρικού bidder από την εταιρεία στόχο, αφού πρώτα έχει προηγηθεί το bid του πρώτου. Χρησιμοποιείται σπάνια και είναι δύσκολη στην εφαρμογή της.

3.4.1 Προσφυγή στα δικαστήρια (Litigation)

Η συγκεκριμένη μορφή αμύνης αφορά προσπάθεια απαγόρευσης της συγχώνευσης από τις δικαστικές αρχές. Ωστόσο η προσφυγή στα δικαστήρια πρωτίστως βοηθά την εταιρεία στόχο να κερδίσει χρόνο καθυστερώντας τον υποψήφιο αγοραστή, αλλά μακροπρόθεσμα σπανίως επιτυγχάνει να τον απωθήσει. Οι εταιρείες οι οποίες υιοθετούν αυτή τη μορφή αμύνης, καταθέτουν μηνύσεις και επιτυγχάνουν περιοριστικά μέτρα κατά του bidder, στερώντας του για ένα μικρό χρονικό διάστημα τη δυνατότητα να αυξήσει τη μετοχική του θέση στον target μέχρις ότου να είναι σε θέση να αποδείξει ότι οι κατηγορίες του τελευταίου είναι αίολες. Σημειώνεται ότι ο bidder είθισται με τη σειρά του να ανταπαντά με τη σειρά του με παρόμοιο τρόπο, καταθέτοντας και αυτός μήνυση κατά του target. Το χρονικό διάστημα κατά το οποίο ο bidder προσπαθεί να άρει τους δικαστικούς περιορισμούς προετοιμάζοντας τη νομική υπεράσπιση του, η εταιρεία στόχος είθισται να αναπτύσσει άλλες μορφές αμύνης για να αποτρέψει την εξαγορά της ή ακόμη και να προχωρά στην εξεύρεση ενός λευκού ιππότη (white knight). Υπογραμμίζεται ότι η προσφυγή στα δικαστήρια μπορεί να επιλεγθεί από μία εταιρεία η οποία έχει καταστεί στόχος επιθετικής εξαγοράς και για έναν ακόμη λόγο: όχι για να αποτρέψει την εξαγορά αλλά ώστε καθυστερώντας τις διαδικασίες να δοθεί η ευκαιρία να εμφανιστεί και άλλος υποψήφιος αγοραστής, η παρουσία του οποίου θα αυξήσει το προσφερόμενο τίμημα.

Συνήθως οι λόγοι τους οποίους επικαλείται μία εταιρεία στόχος στα δικαστήρια προκειμένου να καθυστερήσει τον bidder διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη έχει να κάνει με τη παραβίαση των κανόνων περί τη δημιουργία μονοπωλίου στην αγορά, υποστηρίζοντας ότι, σε περίπτωση ολοκλήρωσης της εξαγοράς, το μέγεθος και η ισχύς της εταιρείας που θα προκύψει από την ενοποίηση του bidder και του target θα έχει αυξημένη δυνατότητα παρεμβάσεων, δημιουργώντας συνθήκες μονοπωλίου. Αυτή η κατηγορία χρησιμοποιήθηκε ευρύτατα από τις Αμερικάνικες εταιρείες τη δεκαετία του 1960 και 1970, οπότε και η αντιμονοπωλιακή νομοθεσία ήταν ιδιαίτερα αυστηρή. Η δεύτερη κατηγορία είναι αυτή της μη επαρκούς πληροφόρησης, κατηγορώντας τον bidder για ασάφειες και παραλείψεις σχετικές με τη πρόταση εξαγοράς (π.χ. διατυπώνοντας επιφυλάξεις για την ικανότητα χρηματοδότησης και κατ' επέκταση υλοποίησης της πρότασης εξαγοράς). Τρίτη κατηγορία είναι αυτή της απάτης ή της παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού, προσάπτοντας στο bidder ότι εσκεμμένα έχει παραπλανήσει τους μετόχους του target προκειμένου να δεχτούν τη προσφορά του, παρουσιάζοντας τους μη αληθή στοιχεία. Η συγκεκριμένη κατηγορία

χρησιμοποιείται από τις εταιρείες στόχους καθώς αφενός είναι δύσκολο να καταρριφθεί και αφετέρου μπορεί να χρησιμοποιηθεί στις περισσότερες των περιπτώσεων.

3.4.2 Προσφυγή στα δικαστήρια & Επιπτώσεις

Jarrel (1985)

Σύμφωνα με έρευνα του **Greg Jarrel (1985)** σχεδόν το ένα τρίτο των προτάσεων επιθετικής εξαγοράς που έγιναν στην Αμερική τη περίοδο από το 1962 έως το 1980, κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν τη προσφυγή στις δικαστικές αρχές από την εταιρεία στόχο. Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, στο 62% των περιπτώσεων, οι εταιρείες οι οποίες υιοθέτησαν τη συγκεκριμένη μορφή αμύνης επέτυχαν υψηλότερο bid premium, το ύψος του οποίου υπερέβη κατά μέσο όρο κατά 17% την αρχική προσφορά. Επισημαίνεται ωστόσο ότι την ημέρα που η εταιρεία στόχος ανακοινώνει ότι προσφεύγει στα δικαστήρια η τιμή της μετοχής της καταγράφει απώλειες της τάξης του -0,45% κατά μέσο όρο. Αντίθετα, μόνο το 11% των εταιρειών που δεν καταφεύγουν στα δικαστήρια για να εμποδίσουν την εξαγορά τους επιτυγχάνουν υψηλότερο από το αρχικό τίμημα εξαγοράς. Επισημαίνεται ότι σύμφωνα με την ίδια έρευνα, σε περίπτωση απόσυρσης της πρότασης εξαγοράς οι μέτοχοι του target αφενός χάνουν τη δυνατότητα να πουλήσουν τις μετοχές τους με premium σε σχέση με τη τρέχουσα τιμή τους αφετέρου επιβαρύνονται με τα δικαστικά έξοδα που συνεπάγεται η προσφυγή στις δικαστικές αρχές. Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, η πραγματική αξία της συγκεκριμένης μορφής αμύνης έγκειται στην επέκταση της περιόδου των διαπραγματεύσεων, δίδοντας στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας στόχου τη δυνατότητα είτε να προετοιμάσει πιο αποτελεσματικές αμυντικές τακτικές είτε να διαπραγματευτεί υψηλότερο τίμημα απευθείας με τον bidder ή εναλλακτικά να δοθεί η δυνατότητα και σε άλλους ενδιαφερόμενους να καταθέσουν τις προσφορές τους για την εταιρεία (π.χ. περίπτωση Λευκού Ιππότη). Η εμπειρία έχει δείξει ότι η πιο πιθανή κατάληξη είναι η προσφορά υψηλότερου τιμήματος εξαγοράς από τον bidder και ενδεχόμενα η αλλαγή της στάσης του Διοικητικού Συμβουλίου του target από εχθρική σε φιλική. Συνοψίζοντας η υιοθέτηση της συγκεκριμένης μορφής αμύνης έχει κατά βάση θετική επίπτωση στο πλούτο των μετόχων της εταιρείας στόχου σε περίπτωση που πραγματοποιηθεί η εξαγορά και αρνητική επίπτωση στη περίπτωση κατά την οποία η τελευταία αποτραπεί.

3.4.3 Επαναγορά μετοχών από τον bidder (Greenmail)

Πρόκειται για μία αποτελεσματική και απλή στην εφαρμογή της, αν και ιδιαίτερα ακριβή, μορφή αμύνης. Στη περίπτωση αυτή ο target επαναγοράζει μέρος ή το σύνολο των μετοχών τις οποίες έχει ήδη στη κατοχή του ο bidder, σε τιμή η οποία υπερβαίνει τη μέση τιμή κτήσης τους από τον τελευταίο, υπό τη προϋπόθεση ότι ο bidder θα δεσμευτεί πως θα εγκαταλείψει τη προσπάθεια εξαγοράς και ότι δεν θα επανέλθει τουλάχιστον για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (περίπτωση

Πειραιώς – Marfin). Η συγκεκριμένη μορφή αμύνης απαιτεί λόγω της φύσης της προσεκτικό σχεδιασμό και αξιολόγηση, ειδικά λόγω των φορολογικών επιπτώσεων που αυτή έχει. Σημειώνεται ότι ο αριθμός των εταιρειών που προσφεύγουν στη υιοθέτηση ενός greenmail έχει μειωθεί τα τελευταία χρόνια.

3.4.4 Greenmail & Επιπτώσεις

Γενικά, η επίπτωση στο πλούτο των μετόχων μίας εταιρείας από την εφαρμογή της συγκεκριμένης μορφής αμύνης είναι αρνητική.

Bradley και Wakeman (1983)

Σύμφωνα με έρευνα των **Bradley και Wakeman (1983)**, η ανακοίνωση της υιοθέτησης της εν λόγω μορφής αμύνης από την εταιρεία στόχο έχει άμεσο αρνητικό αντίκτυπο στη τιμή της μετοχής της. Συγκεκριμένα, μελέτησαν 86 περιπτώσεις Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών οι οποίες επαναγόρασαν τις μετοχές τους από τον υποψήφιο αγοραστή τη περίοδο 1974 – 1980 και στο σύνολο τους απέτρεψαν την εξαγορά τους από τον τελευταίο. Κατά μέσο όρο οι εταιρείες του δείγματος κατέβαλλαν για την επαναγορά των μετοχών τους τίμημα το οποίο ξεπερνούσε κατά 10% τη τρέχουσα τιμή της μετοχής τους, ενώ υπήρξαν περιπτώσεις που η εταιρεία στόχος κατέβαλε και premium το οποίο ανήλθε σε 45%. Κρίνεται ωστόσο σημαντικό να τονιστεί ότι οι μετοχές των εταιρειών στόχων το διάστημα που προηγήθηκε της ανακοίνωσης επαναγοράς είχαν σημειώσει σημαντική άνοδο λόγω του bid.

Σύμφωνα με τα ευρήματα της μελέτης, για το τριήμερο το οποίο ξεκινά 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση της υιοθέτησης της εν λόγω μορφής αμύνης και περιλαμβάνει και την ημέρα που έπεται της ανακοίνωσης, βρέθηκε ότι οι μετοχές των επιχειρήσεων από τις οποίες η εταιρεία στόχος επαναγόρασε τις μετοχές της εμφάνισαν μη κανονικές θετικές αποδόσεις ύψους +1,40%, αποτέλεσμα οποίο είναι στατιστικά σημαντικό.

Αντίθετα, το 70,4% των εταιρειών που απαρτίζουν το δείγμα το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα εμφάνισε μη κανονικές αρνητικές αποδόσεις οι οποίες για το σύνολο του δείγματος διαμορφώθηκαν σε -2,85%. Επίσης, για τη περίοδο (-1,18), όπου ως μηδέν ορίζεται η ημέρα της ανακοίνωσης, οι μη κανονικές αρνητικές αποδόσεις ανήλθαν σε -3,03%. Αμφότερα τα ανωτέρω ευρήματα είναι στατιστικά σημαντικά σύμφωνα με την εν θέματι έρευνα.

Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγει και πιο πρόσφατη έρευνα των **Giammarino, Heinkel και Hollifield (1997)**, σύμφωνα με τους οποίους η επαναγορά μετοχών έχει αρνητική επίπτωση στο

πλούτο των μετόχων, η οποία μετριάζεται ή ακόμη και αντιστρέφεται όταν συνδυάζεται με την ενεργοποίηση ενός poison pill.

Συνοψίζοντας, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι η επαναγορά μετοχών είναι σχετικά αποτελεσματική μέθοδος όσον αφορά στην απόκρουση μίας επιθετικής πρότασης και σε ειδικές περιπτώσεις βοηθά να αναδειχθεί η τιμή της εταιρείας στόχου, μέσω του μηνύματος που στέλνεται στην αγορά ότι η διοίκηση του target προβαίνει στην εν λόγω τακτική καθώς θεωρεί ότι η μετοχή της είναι υποτιμημένη.

3.4.5 Standstill Agreements

Πρόκειται για ένα συμβόλαιο μεταξύ του bidder και του target, σύμφωνα με το οποίο ο πρώτος δεσμεύεται ότι δε θα προβεί σε αγορά νέων μετοχών του τελευταίου για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, έναντι κάποιας σταθερής προμήθειας που υποχρεούται να του καταβάλλει η εταιρεία στόχος. Είθισται τέτοιου είδους συμβόλαια να προβλέπουν ότι ο target αποκτά το δικαίωμα πρώτης άρνησης (first right refusal), σε περίπτωση που ο bidder αποφασίσει να πουλήσει τις μετοχές του. Το δικαίωμα πρώτης άρνησης δίνει τη δυνατότητα στο target να επαναγοράσει (κατά προτεραιότητα) τις μετοχές του από τον bidder, οι οποίες σε διαφορετική περίπτωση ίσως να αγοράζονταν από άλλο υποψήφιο αγοραστή που θα τηρούσε μία πιο επιθετική στάση.

Μία άλλη εκδοχή της συγκεκριμένης μορφής αμύνης, είναι αυτή κατά την οποία υπογράφεται ένα συμβόλαιο βάσει του οποίου ο bidder δεσμεύεται ότι το ποσοστό των μετοχών της εταιρείας στόχου που κατέχει δεν δύναται να υπερβεί ένα προκαθορισμένο ποσοστό, έναντι κάποιας προμήθειας.

Όπως και στη περίπτωση του Greenmail, ο υποψήφιος αγοραστής έναντι προμήθειας συμφωνεί με την εταιρεία στόχο να εγκαταλείψει για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα τις προσπάθειες του για εξαγορά του τελευταίου. Συνηθίζεται η εν λόγω μορφή αμύνης να συνοδεύεται και από μία συμφωνία greenmail.

Αναφορικά με την αποτελεσματικότητα της συγκεκριμένης μορφής αμύνης κρίνεται ότι είναι χαμηλή. Το ανωτέρω δικαιολογείται αφενός από το κόστος της για τους μετόχους της εταιρείας στόχου και αφετέρου από το γεγονός ότι απαιτείται η συγκατάθεση και η σύμφωνη γνώμη του υποψήφιου αγοραστή, δίχως τη συναίνεση του οποίου δεν δύναται να εφαρμοσθεί. Ως εκ τούτου ένας υποψήφιος bidder, στο στρατηγικό σχεδιασμό του οποίου εντάσσεται η εξαγορά της εταιρείας στόχου και δεν προσπαθεί απλά να αποκομίσει βραχυπρόθεσμα οφέλη, δεν αναμένεται να εμποδιστεί από την εν λόγω μορφή αμύνης.

3.4.6 Standstill Agreements & Επιπτώσεις

Dann και DeAngelo (1983)

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα έρευνας των **L. Dann και H. DeAngelo (1983)**, η οποία βασίστηκε σε ένα δείγμα 81 εταιρειών που υιοθέτησαν τη συγκεκριμένη μορφή αμύνης το χρονικό διάστημα από το 1977 έως και το 1980, ο εν λόγω αμυντικός μηχανισμός έχει αρνητική επίπτωση στο πλούτο των μετόχων του target οι οποίοι επωμίζονται και το κόστος επαναγοράς των μετοχών της εταιρείας τους από τον υποψήφιο αγοραστή, καταβάλλοντας συνήθως ένα premium. Σημειώνεται ότι σε 19 από τις 81 εξεταζόμενες συμφωνίες, δεν υπήρξε όρος για επαναγορά των μετοχών από την εταιρεία στόχο μετά από ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, ενώ κατά μέσο όρο οι συμφωνίες τις οποίες εξετάζουμε δέσμευαν τα αντισυμβαλλόμενα μέρη για διάστημα 5 έτων, ενώ το ποσοστό μετοχών του target το οποίο δεσμευόταν ο υποψήφιος αγοραστής να μην υπερβεί διαμορφώθηκε στα επίπεδα του 20%.

Αναφορικά με το τιμήμα το οποίο κατέβαλαν οι εταιρείες που απαρτίζουν το δείγμα προκειμένου να επαναγοράσουν τις μετοχές τους, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας ήταν κατά 10,2% υψηλότερο από τη τρέχουσα αξία της μετοχής, ενώ στο 70,6% των περιπτώσεων το premium διαμορφώθηκε σε 16,4%.

Σχετικά με την επίπτωση στη τιμή της μετοχής που έχει η ανακοίνωση της ενεργοποίησης του εν λόγω αμυντικού μηχανισμού οι ερευνητές όρισαν ως χρονικό σημείο (0) και (1), την ημέρα της ανακοίνωσης και την επόμενη ακριβώς ημέρα αντίστοιχα. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εν θέματι μελέτης, κατά μέσο όρο η τιμή της μετοχής μίας εταιρείας η οποία ανακοινώνει ότι ενεργοποιεί τον εν λόγω αμυντικό μηχανισμό υποχωρεί κατά 4% το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα, αποτέλεσμα στατιστικά σημαντικό. Επισημαίνεται ότι σε ποσοστό 28% του δείγματος, υπήρξαν μετοχές εταιρειών οι οποίες την εξεταζόμενη περίοδο είδαν τη μετοχή τους να εμφανίζει θετικές αποδόσεις.

Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγει εμπειρική μελέτη του **Dodd (1980)**, η οποία βασίστηκε σε δείγμα 26 Αμερικάνικων εισηγμένων εταιρειών οι οποίες εφάρμοσαν την εν λόγω μορφή αμύνης τη περίοδο 1977 - 1980 . Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μελέτη, η αρνητική επίπτωση στη τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη και ανέρχεται κατά μέσο όρο σε -5,57% και είναι επίσης στατιστικά σημαντική.

Αναφορικά με την επίπτωση στη τιμή της μετοχής της εταιρείας στόχου που έχει η ανακοίνωση επαναγοράς των μετοχών της, σημειώνεται ότι σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης η τιμή

της μετοχής επηρεάζεται αρνητικά καταγράφοντας κατά μέσο όρο ημερήσιες απώλειες -0,72%, -1,05%, -0,60%, αρχής γενομένης από την ημερομηνία της ανακοίνωσης, οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές.

Τα ανωτέρω ευρήματα επιβεβαιώνονται και από τα αποτελέσματα της έρευνας των **W. Mikkelson & R. Ruback (1986)**, οι οποίοι μελέτησαν την επίπτωση από την ενεργοποίηση της εν λόγω μορφής αμύνης ταυτόχρονα με την υιοθέτηση μίας συμφωνίας επαναγοράς μετοχών (greenmail agreement), διαπιστώθηκε ότι οι αρνητικές επιπτώσεις για τη τιμή της μετοχής και κατ' επέκταση για τα συμφέροντα των μετόχων είναι ακόμη μεγαλύτερες.

Συνοψίζοντας καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι βάσει των ευρημάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας οι δύο προαναφερόμενες μορφές αμύνης (greenmail και standstill agreements) όταν ενεργοποιούνται ξεχωριστά έχουν αρνητική επίπτωση στη τιμή της μετοχής, η οποία γίνεται πιο έντονη όταν χρησιμοποιούνται από κοινού.

3.4.7 Αλλαγές στη κεφαλαιακή διάρθρωση (Capital Structure Changes)

Μία εταιρεία στόχος επιθετικής εξαγοράς δύναται να μεταβάλει με διάφορες ενέργειες τη κεφαλαιακή της διάρθρωση προκειμένου να καταστεί αυτόματα λιγότερος ελκυστικός στόχος. Συνήθως μία εταιρεία επιλέγει να ακολουθήσει έναν από τους ακόλουθους τέσσερις τρόπους προκειμένου να μεταβάλει τη κεφαλαιακή της διάρθρωση: αποκεφαλαιοποίηση (recapitalizing), επιβάρυνση δανειακής θέσης (assume additional debt), έκδοση νέων μετοχών (issue more stocks) και επαναγορά ιδίων μετοχών (buy back outstanding shares).

3.4.8 Αποκεφαλαιοποίηση (Recapitalizing)

Η αποκεφαλαιοποίηση προτιμήθηκε από αρκετές εταιρείες οι οποίες είχαν καταστεί στόχος επιθετικής εξαγοράς ιδιαίτερα στα τέλη της δεκαετίας του 1980. Μετά από την απόκεφαλαιοποίηση επισημαίνεται ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας αλλάζει δραματικά. Στη πλειοψηφία των περιπτώσεων συντελείται με τη διανομή υψηλών μερισμάτων (super-dividend) στους μετόχους, η οποία χρηματοδοτείται με δανειακά κεφάλαια. Με αυτό το τρόπο αντικαθίσταται μέρος των ιδίων κεφαλαίων με ξένα κεφάλαια καθιστώντας την υποψήφια προς εξαγορά εταιρεία λιγότερο ελκυστικό στόχο, από χρηματοοικονομικής απόψεως. Στην ουσία αποκεφαλαιοποίηση συντελείται όταν μέρος των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης αντικαθίσταται με ξένα κεφάλαια.

Υιοθετώντας την εν λόγω αντίδραση απέναντι σε μία επιθετική προσπάθεια εξαγοράς, η ίδια η εταιρεία στόχος αναλαμβάνει το ρόλο του λευκού ιππότη (white knight). Πέρα από το γεγονός ότι η εταιρεία μετά από την αντικατάσταση μέρους των ιδίων κεφαλαίων της με ξένα επιδεινώνει τη

χρηματοοικονομική της εικόνα και άρα καθίσταται λιγότερο ελκυστικός στόχος εξαγοράς, διανέμοντας πολύ υψηλά μερίσματα στους μετόχους της καθιστά λιγότερο ελκυστικό και το bid premium που προσφέρει ο υποψήφιος αγοραστής και άρα και την ίδια τη πρόταση εξαγοράς, ωθώντας το bidder είτε να αποσύρει τη πρότασή εξαγοράς είτε να αναπροσαρμόσει προς τα πάνω το αρχικώς προσφερόμενο τίμημα.

Σημειώνεται ότι όταν μία εταιρεία η οποία έχει καταστεί στόχος επιθετικής εξαγοράς, επιλέγει να αμυνθεί υιοθετώντας την εν λόγω αντίδραση, έχει τη δυνατότητα να ενεργοποιήσει και ένα πρόγραμμα ESOP's αυξάνοντας με αυτό το τρόπο τον αριθμό των μετοχών που θα ελέγχονται από τους εργαζομένους και τα στελέχη της, ήτοι από ενάντιους της πρότασης εξαγοράς. Εμμέσως λοιπόν αυξάνει το ποσοστό των μετόχων που μαζί με τη διοίκηση της εταιρείας αντιτίθεται στον bidder.

Σε αυτό το σημείο κρίνεται απαραίτητο να τονιστεί ότι για την υιοθέτηση και ενεργοποίηση της εν λόγω μορφής αμύνης απαιτείται η σύμφωνη γνώμη των μετόχων της εταιρείας στόχου και όχι απλώς της διοίκησης.

3.4.9 Επιβάρυνση δανειακής θέσης (assume additional debt)

Στη περίπτωση που η διοίκηση της εταιρείας στόχου κρίνει ασύμφορο να διανείμει υπερβάλλον μερίσμα στους μετόχους τους μόνο και μόνο για να αυξήσει το δανεισμό της, όπως στη περίπτωση της αποκεφαλαιοποίησης, έχει την εναλλακτική απλά να απιβαρύνει τη δανειακή της θέση. Συνήθως αυτή η εναλλακτική επιλέγεται από εταιρείες οι οποίες εμφανίζουν χαμηλό δείκτη Ξένα / Ίδια και άρα υψηλή πιστοληπτική ικανότητα, που τους εξασφαλίζει εύκολη και φτηνή πρόσβαση σε δανειακά κεφάλαια. Επισημαίνεται ότι ενδεχομένως αυτό το χαρακτηριστικό της (η πιστοληπτική της ικανότητα) να την κατέστησε και εξαρχής στόχο εξαγοράς. Ο πιο εύκολος τρόπος για μία εταιρεία να αντλήσει δανειακά κεφάλαια είναι η έκδοση ομολογιών ή ο απευθείας δανεισμός από κάποιο fund ή πιστωτικό ίδρυμα, κατευθύνοντας τα αντληθέντα κεφάλαια σε λειτουργικές ή μη δραστηριότητες. Επισημαίνεται ωστόσο ότι σε περίπτωση που ο target αποφασίσει να επιλέξει την εν θέματι μορφή αμύνης, οφείλει να έχει υπόψη του ότι απαιτεί προετοιμασία και ως εκ τούτου χρόνο. Επισημαίνεται ότι η αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας, αυξάνει το κίνδυνο χρεοκοπίας αυτής και κατ' επέκταση και το κίνδυνο τον οποίο αναλαμβάνουν οι μέτοχοι και πιστωτές της, αυξάνοντας με αυτό το τρόπο το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης,

3.4.10 Έκδοση νέων μετοχών (issue additional shares)

Η τρίτη επιλογή για μία εταιρεία που θέλει να αποτρέψει μία επιθετική εξαγορά αλλάζοντας τη κεφαλαιακή της διάρθρωση, είναι η έκδοση νέων μετοχών. Παρά το γεγονός ότι η έκδοση νέων μετοχών έχει σαν αποτέλεσμα την αραιώση των κερδών ανά μετοχή και ως εκ τούτου αρνητική επίπτωση στο πλούτο των μετόχων, ενδέχεται να προτιμηθεί λόγω της αποτελεσματικότητας της σαν μορφή αμύνης. Το πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι αλλάζει τη κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας προς το καλύτερο καθώς ενισχύει τη κεφαλαιακή της βάση, δίχως να επιβαρύνει το δανεισμό της επιχείρησης, αυξάνοντας την αξία της επιχείρησης και κατ' επέκταση ωθώντας τον υποψήφιο αγοραστή να προσφέρει υψηλότερο τίμημα. Ωστόσο και η υιοθέτηση της εν λόγω μορφής αμύνης απαιτεί προσεκτικό σχεδιασμό προκειμένου οι νέες μετοχές που θα εκδοθούν να μη καταλήξουν στη κατοχή του υποψήφιου αγοραστή μέσω της πρωτογενούς ή της δευτερογενούς αγοράς. Οφείλει λοιπόν στο μέτρο του δυνατού ο target να έχει εξασφαλίσει ότι οι νέες μετοχές που θα εκδοθούν, θα αγοραστούν από φιλικά διακείμενους προς το υφιστάμενο ιδιοκτησιακό καθεστώς επενδυτές. Μία τέτοια περίπτωση είναι η περίπτωση ενός white squire ο οποίος θα αγοράσει ένα σημαντικό μπλοκ μετοχών της εταιρείας στόχου, προκειμένου να αποτραπεί η προσπάθεια επιθετικής εξαγοράς της εταιρείας στόχου. Επίσης, μπορεί οι νέες μετοχές που θα εκδοθούν να αποκτηθούν από τους εργαζομένους της εταιρείας, οι οποίοι μπορούν να σχηματίσουν έναν επενδυτικό πόλο ο οποίος θα δανειστεί τα αναγκαία κεφάλαια για την αγορά των μετοχών από την ίδια την εταιρεία. Στην ουσία θα πρόκειται βέβαια για ένα ιδιόζων πρόγραμμα ESOPs.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι η επίπτωση ενός προγράμματος απόκτησης μετοχών από τα στελέχη της εταιρείας στο πλούτο των μετόχων της, δεν είναι ξεκάθαρος όταν στόχος του είναι η άμυνα απέναντι σε μία επιθετική εξαγορά. Σύμφωνα με μελέτη του **S. Chang (1990)**, η εν θέματι μορφή αμύνης έχει κατά κανόνα αρνητική επίπτωση στο πλούτο των μετόχων. Κατά μέσο όρο η τιμή της μετοχής μίας εταιρείας που ανακοινώνει την ενεργοποίηση ενός προγράμματος άσκησης stock options από τα στελέχη της εμφανίζει απώλειες της τάξης του -5,1%. Ωστόσο τα αποτελέσματα ερευνών όπως των **Dhilon και Ramirez (1993)**, **Chaplinsky και Niehaus (1994)** συνηγορούν ότι η επίπτωση στη τιμή της μετοχής είναι στατιστικά μη σημαντική.

Chaplinsky και Niehaus (1994)

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα έρευνας των **Chaplinsky και Niehaus (1994)**, η ενεργοποίηση ενός προγράμματος ESOP λειτουργεί αποτρεπτικά στην ολοκλήρωση της επιθετικής πρότασης εξαγοράς, ενώ η μείωση της τιμής της μετοχής κατά την ανακοίνωση ενός ESOP σε περίπτωση ολοκλήρωσης της εξαγοράς αντισταθμίζεται από το υψηλότερο bid premium που επιτυγχάνεται.

Οι Charlinsky και Niehaus (1994) επέλεξαν αρχικά 278 Αμερικάνικες εταιρείες οι οποίες τη περίοδο 1980-1990 ανακοίνωσαν την ενεργοποίηση ενός προγράμματος απόκτησης μετοχών από τα στελέχη τους. Στη συνέχεια περιόρισαν την έρευνά τους στη περίπτωση των εταιρειών που ανακοίνωσαν την ενεργοποίηση του προγράμματος ESOP είτε αφού είχε προηγηθεί η πρόταση εξαγοράς είτε υπήρχε έντονη φημολογία ότι αυτή ήταν θέμα χρόνου να συμβεί, καταλήγοντας με αυτό το τρόπο σε ένα δείγμα 96 εταιριών. Οι μετοχές των εταιριών αυτών για περίοδο 2 ημερών από την ανακοίνωση ενεργοποίησης του προγράμματος κατέγραψαν μη κανονικές αρνητικές αποδόσεις της τάξης -0,37%, οι οποίες όμως ήταν στατιστικά μη σημαντικές.

Στη συνέχεια περιόρισαν ακόμη περισσότερο το αρχικό δείγμα επιλέγοντας αποκλειστικά εταιρείες για τις οποίες είχε προηγηθεί του ESOP η πρόταση εξαγοράς, καταλήγοντας σε 42 εταιρείες. Ακολούθως για λόγους σύγκρισης δημιούργησαν ένα νέο δείγμα το οποίο απαρτιζόταν από 120 Αμερικάνικες επιχειρήσεις οι οποίες τη περίοδο 1983-1989 είχαν γίνει στόχος επιθετικής εξαγοράς και οι οποίες δεν είχαν ενεργοποιήσει τον εν λόγω αμυντικό μηχανισμό. Από τα ευρήματα της μελέτης προκύπτει ότι το ποσοστό αποτυχίας των προτάσεων εξαγοράς για τις εταιρείες με ESOP ανήλθε σε 52% έναντι μόλις 15% για τις εταιρείες χωρίς ESOP. Σύμφωνα με την έρευνα η διαφορά είναι στατιστικά σημαντική και καταδεικνύει την αποτελεσματικότητα του συγκεκριμένου αμυντικού μηχανισμού.

3.4.11 Επαναγορά ιδίων μετοχών (buy back existing shares)

Η επαναγορά ιδίων μετοχών σαν μορφή αμύνης απέναντι σε έναν υποψήφιο αγοραστή εμφανίζει σημαντικά πλεονεκτήματα. Καταρχήν η επαναγορά ιδίων μετοχών μειώνει τις σε ελεύθερη διασπορά μετοχές της επιχείρησης και έως εκ τούτου και τις μετοχές τις οποίες μπορεί να αγοράσει από την αγορά ο bidder. Επίσης, μία εταιρεία με πλεονάζουσα ρευστότητα καθίσταται αυτόματα ελκυστικός στόχος εξαγοράς, από μία άλλη επιχείρηση που θέλει να εκμεταλλευτεί τα ταμειακά της διαθέσιμα. Η επαναγορά μετοχών με ίδια κεφάλαια περιορίζει τη πλεονάζουσα ρευστότητα της εταιρείας στόχου και άρα τη καθιστά λιγότερο ελκυστικό στόχο εξαγοράς.

Η εφαρμογή της εν λόγω μορφής αμύνης πρέπει να γίνεται κατόπιν λεπτομερούς σχεδιασμού προκειμένου να μην αποφέρει αποτελέσματα αντιδιαμετρικά αντίθετα των επιθυμητών. Πιο συγκεκριμένα, η επαναγορά μετοχών από την εταιρεία στόχο, μειώνει τον αριθμό των μετοχών που απαιτούνται προκειμένου ένας επενδυτής (στη περίπτωση μας ο υποψήφιος αγοραστής) να αποκτήσει τον εταιρικό έλεγχο. Για την αποτροπή του ανωτέρω σεναρίου, συχνά παρατηρείται το φαινόμενο η εταιρεία στόχος να πραγματοποιεί αγορές ιδίων μετοχών από συγκεκριμένες ομάδες μετόχων.

Πιο συγκεκριμένα, υπάρχουν τρεις μέθοδοι τις οποίες εφαρμόζουν οι εταιρείες για να προβούν σε επαναγορά ιδίων μετοχών τους :

1. επαναγορά μετοχών, δίχως να λαμβάνεται υπόψη από ποιο μέτοχο αγοράζονται,
2. στοχευμένες αγορές μετοχών από συγκεκριμένους μετόχους, οι οποίοι κρίνεται ότι είναι πιο πιθανόν να συναινέσουν σε μία επιθετική πρόταση εξαγοράς,
3. δημόσια προσφορά στους μετόχους για την επαναγορά του συνόλου των μετοχών, καταβάλλοντας στους τελευταίους τίμημα ανταγωνιστικό σε σχέση με το bid premium. Σε μία παραλλαγή της εν λόγω μεθόδου, η εταιρεία στόχος μπορεί να κάνει δημόσια προσφορά στους μετόχους της για την αγορά συγκεκριμένου αριθμού μετοχών. Η συγκεκριμένη μέθοδος έχει θετική επίπτωση στο πλούτο των μετόχων που αποδέχονται τη δημόσια προσφορά της εταιρείας.

Η πιο δραστική μορφή αμύνης είναι ωστόσο η επαναγορά από την εταιρεία στόχο του συνόλου των μετοχών της και η έξοδος της από το χρηματιστήριο. Η επιλογή μίας τόσο δραστικής αντίδρασης από την εταιρεία στόχο έχει περισσότερες πιθανότητες να συμβεί όταν η διοίκηση του target κρίνει ότι η εταιρεία είναι υποτιμημένη από την αγορά. Συχνά παρατηρείται το φαινόμενο εταιρείες που επαναγόρασαν το σύνολο των ιδίων μετοχών τους και αποσύρθηκαν από τη χρηματιστηριακή αγορά, μετά από τη πάροδο ενός χρονικού διαστήματος να απευθύνονται εκ νέου στο επενδυτικό κοινό προσφέροντας τις μετοχές τους με δημόσια εγγραφή.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα μελέτης των **Muscarella και Vetsuypens (1990)**, όπως προκύπτει από δείγμα 72 Αμερικάνικων εταιρειών διαφόρων κλάδων, που χρησιμοποίησαν την εν λόγω μορφή αμύνης τη περίοδο 1983 – 1986, οι περισσότερες από αυτές βελτίωσαν την απόδοσή τους και την αποτελεσματικότητά τους, ενώ παρέμειναν ιδιωτικές για διάστημα 34,7 μηνών κατά μέσο όρο μετά την έξοδο τους από τη Χρηματιστηριακή Αγορά. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης των εταιρειών παραμένει σε υψηλά, σε σχέση με το μέσο όρο, επίπεδα ακόμη και μετά την εισαγωγή εκ νέου των εταιρειών στο Χρηματιστήριο.

Επίσης, σύμφωνα με έρευνα των **H. DeAngelo, L. DeAngelo και E. Rice (1984)**, οι οποίοι μελέτησαν 72 περιπτώσεις Αμερικάνικων εταιρειών που το διάστημα 1973-1980 υιοθέτησαν τον εν λόγω αμυντικό μηχανισμό προκειμένου να εμποδίσουν προσπάθεια επιθετικής εξαγοράς τους, προκύπτει ότι το τίμημα επαναγοράς των μετοχών ήταν κατά 56% υψηλότερο από τη τρέχουσα τιμή της μετοχής, εξασφαλίζοντας σημαντικές αποδόσεις στους μετόχους. Δεν διευκρίνίζεται ωστόσο κατά πόσο οι εν λόγω εταιρείες διαπραγματεύονταν κοντά στη δίκαιη αξία τους ή ήσαν υποτιμημένες από την αγορά δικαιολογώντας εν μέρει το σημαντικό premium του τιμήματος.

3.4.12 Αλλαγές στη κεφαλαιακή διάρθρωση & Επιπτώσεις

Συνοψίζοντας οι επιπτώσεις στο πλούτο των μετόχων από τις αλλαγές στη κεφαλαιακή διάρθρωση στις οποίες προβαίνει μία εταιρεία στόχος επιθετικής εξαγοράς, δεν είναι εύκολο να προσδιοριστούν εκ των προτέρων για το αν θα είναι θετικές ή αρνητικές. Μπορεί ωστόσο να ειπωθεί ότι κάθε μία μέθοδος από αυτές που αναφέραμε προηγουμένως (recapitalizing, assume more debt, issue additional shares, buy back existing shares) καθιστά την εταιρεία που τις ακολουθεί λιγότερο ελκυστικό ή λιγότερο εύκολο στόχο εξαγοράς και στο βαθμό που η πρόταση εξαγοράς ήταν προς όφελος ή όχι των μετόχων επηρεάζει αναλόγως και τα συμφεροντά τους.

Κεφάλαιο 4^ο: Συμπεράσματα

Οι επιχειρήσεις δύνανται να ενεργοποιήσουν διάφορες μορφές αμύνης όταν γίνονται (ή υπό το φόβο ότι θα γίνουν) στόχος επιθετικής εξαγοράς, προκειμένου να προστατεύσουν την ανεξαρτησία τους και να μην αποκλίνουν από τον αρχικό στρατηγικό τους σχεδιασμό ή εναλλακτικά προκειμένου να σιγουρευτούν ότι το τίμημα εξαγοράς θα είναι το υψηλότερο δυνατό, ασκώντας πίεση στο bidder να καταθέσει τη καλύτερη του προσφορά. Η διοίκηση της επιχείρησης στόχου καλείται να επιλέξει εκείνη τη μορφή άμυνας η οποία θα είναι πιο επωφελής για τα συμφέροντα των μετόχων της.

Στο πίνακα 4.1 ακολουθεί συνοπτική παρουσίαση των συμπερασμάτων της παρούσας εργασίας αναφορικά με το πόσο δημοφιλείς είναι οι μορφές αμύνης που εξετάσαμε μεταξύ των εταιρειών στόχων επιθετικής εξαγοράς, το βαθμό αποτελεσματικότητας τους στην αποτροπή του bidder και κατ' επέκταση στην αποτυχία της πρότασης εξαγοράς και τέλος η επίπτωση των εν λόγω αμυντικών μηχανισμών στο πλούτο των μετόχων τους.

Πίνακα 4.1: Μορφές Αμύνης απέναντι σε μία πρόταση επιθετικής εξαγοράς

Μορφή Αμύνης	Κατηγορία	Συχνότητα με την οποία επιλέγεται	Αποτελεσματικότητα μορφής αμύνης	Επίπτωση στο πλούτο των μετόχων
Poison Pills	Προ της περιόδου προσφοράς (preventive)	Υψηλή	Υψηλή	Θετική
Corporate Charter Amendment	Προ της περιόδου προσφοράς (preventive)	Μέτρια	Πολύ χαμηλή	Αμελητέα
Golden Parachutes	Προ της περιόδου προσφοράς (preventive)	Μέτρια	Χαμηλή	Θετική
Litigation	Κατά τη περίοδο προσφοράς (reactive)	Μέτρια	Χαμηλή	Θετική
Greenmail	Κατά τη περίοδο προσφοράς (reactive)	Πολύ χαμηλή	Μέτρια	Αρνητική
Standstill Agreements	Κατά τη περίοδο προσφοράς (reactive)	Χαμηλή	Χαμηλή	Αρνητική
Capital Structure Changes	Κατά τη περίοδο προσφοράς (reactive)	Μέτρια	Μέτρια	Μπορεί να είναι είτε θετική είτε αρνητική

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα εμπειρικών μελετών στις οποίες αναφερθήκαμε στη παρούσα εργασία, αναφορικά με την επίπτωση που έχει η υιοθέτηση μίας εκ των ανωτέρω μορφών αμύνης στο πλούτο των μετόχων μίας εταιρείας η οποία έχει καταστεί στόχος επιθετικής εξαγοράς, παρατηρείται ότι η ανακοίνωση πως ο target υιοθετεί μίας μορφή αμύνης απέναντι στο bidder, αρχικά έχει αρνητικό αντίκτυπο στη τιμή της μετοχής. Πρόκειται για μία βραχυπρόθεσμη αντίδραση της μετοχής, η οποία μεταξύ άλλων μπορεί να είναι αποτέλεσμα αβεβαιότητας, σύγχυσης ή και παραπληροφόρησης του επενδυτικού κοινού ενδεχομένως και προσπαθειών κερδοσκοπίας. Ωστόσο, οι διαπραγματεύσεις και η διαδικασία του «πλειστηριασμού» που είθισται να ακολουθούν τη προσπάθεια αποτροπής μίας επιθετικής εξαγοράς και οι οποίες είναι αποτέλεσμα της υιοθέτησης μίας μορφής αμύνης απέναντι στο bidder, στη πλειοψηφία των περιπτώσεων καταλήγουν σε υψηλότερα bid premiums και άνοδος της τιμής της μετοχής της εταιρείας στόχου.

Σημειώνεται ότι ανεξάρτητα με το αν τελικά η επιθετική εξαγορά ολοκληρώνεται ή όχι, σε γενικές γραμμές οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου κρίνεται ότι επωφελούνται από την υιοθέτηση μίας μορφής

αμύνης. Συγκεκριμένα, από την αντίδραση απέναντι στο ενδεχόμενο μίας επιθετικής εξαγοράς, προκύπτουν δύο βασικά οφέλη: αφενός μειώνονται οι πιθανότητες επιτυχίας του bid και αφετέρου βελτιώνεται η διαπραγματευτική θέση της εταιρείας στόχου απέναντι στον υποψήφιο αγοραστή.

Επισημαίνεται επίσης, ότι τα αποτελέσματα εμπειρικών μελετών αναφορικά με την επίπτωση εν λόγω μορφών αμύνης στο πλούτο των μετόχων είναι συχνά αντικρουόμενα.

Ωστόσο, είναι σαφές ότι οι επιπτώσεις στο πλούτο των μετόχων από την υιοθέτηση των μορφών αμύνης που εξετάσαμε στη παρούσα εργασία διαφέρουν μεταξύ τους. Πιο συγκεκριμένα όπως φαίνεται και στο πίνακα 4.1, από τις βασικές μορφές αμύνης που εφαρμόζονται προ της επιθετικής εξαγοράς (preventive anti-takeover defenses), μόνο τα poison pills έχει αποδειχθεί ότι έχουν σταθερά θετική επίπτωση στο πλούτο των μετόχων. Η επίπτωση των golden parachutes αν και θετική δεν είναι σημαντική, ενώ η επίπτωση των αλλαγών στη δομή της διοίκησης είναι συνήθως αρνητική. Αναφορικά με τις επιπτώσεις των μορφών αμύνης που εξετάσαμε, οι οποίες υιοθετούνται μετά τη πρόταση επιθετικής εξαγοράς, η προσφυγή στα δικαστήρια (litigation) είναι πιθανό να έχει θετική επίπτωση στο πλούτο των μετόχων ενώ η υιοθέτηση greenmail ή standstill agreement έχουν κατά βάση αρνητική επίπτωση. Οι επιπτώσεις από τις αλλαγές στη κεφαλαιακή διάρθρωση μπορεί να είναι είτε θετικές είτε αρνητικές, έχουν όμως βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα και άρα περιορισμένη αμυντική αξία.

Παρά το γεγονός ότι οι περιστάσεις διαφέρουν και ότι εξαιρέσεις πάντα προκύπτουν, η διεθνή βιβλιογραφία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι όταν μία εταιρεία στόχος επιθετικής εξαγοράς υιοθετεί μία εκ των ανωτέρω μορφών αμύνης αυτό αποβαίνει προς όφελος των μετόχων της. Στη περίπτωση κατά την οποία ο υποψήφιος αγοραστής αποτρέπεται με επιτυχία, η εταιρεία στόχος διατηρεί την ανεξαρτησία της και τα κέρδη που παράγονται από την επιχειρηματική της στρατηγική. Όταν ο υποψήφιος αγοραστής επιτυγχάνει την ολοκλήρωση της επιθετικής εξαγοράς, όπως συμβαίνει σχεδόν στο 20% των περιπτώσεων σύμφωνα με μελέτη των **Raj και Forsyth (2002)**, η αντίδραση στη πρόταση εξαγοράς είτε θα έχει οδηγήσει σε υψηλότερο bid premium είτε να προσελκύσει και άλλους υποψήφιους αγοραστές είτε ακόμη και τα στελέχη της εταιρείας στόχου να διασφαλίσουν τις θέσεις τους και να διατηρήσουν τον επιχειρηματικό σχεδιασμό της εταιρείας.

Τέλος, αναφορικά με την αποτελεσματικότητά τους, εμπειρικές μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αυξάνουν τη πιθανότητα αποτυχίας της επιθετικής πρότασης εξαγοράς. Ενδεικτικά αναφέρουμε, μελέτη του **Sudarsanam (1994)**, η οποία με βάση ένα δείγμα 238 περιπτώσεων επιθετικής εξαγοράς καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η εφαρμογή μορφών αμύνης στο 62% του δείγματος αποδείχθηκε αποτρεπτική για την ολοκλήρωση της επικείμενης εξαγοράς.

Βιβλιογραφία

Ξένη Βιβλιογραφία

- Agrawal A. and Walkling R., "Executive careers and compensation surrounding takeover bids". Journal of Finance, July 1994
- Alifantis G., "Accounting Tasks", 2005
- Berkovitch E. and Khanna N., "How target shareholders benefit from value-reducing defensive strategies in takeovers", Journal of Finance, March 1990
- Bradley M. and Wakeman L., "The Wealth effects of targeted share repurchases", Journal of Financial Economics, April 1983
- Chang S., "Employee stock ownership plans and shareholder wealth: An empirical Investigation", Financial Management, Spring 1990
- Chaplinsky S. and Greg N. "The role of ESOPs in takeover contests", Journal of Finance, September 1994
- DeAngelo H. and Rice E., "Antitakeover charter amendments and stockholder wealth", Journal of Financial Economics, April 1994
- Frank H. and Jarell G., "Do targets gain from defeating tender offers?" New York University Law Review 59, 1984
- Franks J. and Mayer C., "Hostile Takeovers and the correction of managerial failure", Journal of Financial Economics, January 1994
- Gaughan P., "Mergers, acquisitions and corporate restructurings", Chapter 5, 1996
- Giammarino R., Heinkel R. and Hollifield B., "Defensive mechanisms and managerial discretion", Journal of finance, September 1997
- Harbert T., "Popping poison pills", Electronic business, April 2002
- Holl P. and Kyriazis D., "Agency Bid resistance and the market of corporate control", Journal of Business Finance & Accounting, September 1997
- Huang, Y. and Walkling R., "Target ab-normal returns associated with acquisition announcements", Journal of Financial Economics, December 1987
- Jarell G., "The wealth effects of litigation by targets: Do interests diverge in a merge?", Journal of Law and Economics 28, 1985
- Jensen M., "Takeovers: Their causes and consequences.", Journal of Economics Perspectives 2, 1988
- Lambert R. and Larcker D., "Golden Parachutes, executive decision making and shareholder wealth", Journal of accounting and economics, April 1985
- Mavhlin J., Choe H. and Miles j., "The effects of Golden Parachutes on takeover activity", Journal of Law and Economics, Oct. 1993

- Mahoney J. and Mahoney J., "An empirical investigation of the effect of corporate charter anti-takeover amendments on stockholder wealth", Strategic Management Journal, January 1993
- Malatesta P. and Walkling R., "Poison Pill securities: Stockholder wealth, profitability and ownership structure", Journal of Financial Economics, 1988
- Mikkelson W., "Targeted repurchases and common stock returns", Rand Journal Of Economics, Winter 1991
- Muscarella C. and Vetsuypens M., «Efficiency and organizational structure: A study of reverse LBO's» Journal of Finance , 1990
- Niden C., "An empirical examination of white knight corporate takeovers: Synergy and overbidding", Financial Management, 22/4, 1993
- PriceWaterHouse Coopers, "MA Survey 2006", www.pwc.com/gr, 2006
- Pound J., "The effects of anti-takeover amendments on takeover activity", Journal of Law and Economics, 1987
- Ryngaert R., "The effect of poison pill securities on shareholder wealth", Journal of Financial Economics 20 (p. 377-417), 1988
- Sudarsanam S., "Defensive Strategies of target firms in UK Contested take-over bids", City University Business School, Working Paper 94, 1994
- Thosar S., "Tender Offers and target management responses: Managerial entrenchment versus stockholder interest revisited", Financial Review, February 1996
- Walklin R and Long M., "Agency Theory, managerial welfare and takeover bid resistance", Rand Journal of Economics, Spring 1984
- Wright M., "Discussion of agency, bid resistance and the market for corporate control", Journal of Business Finance & Accounting, September 1997

Ελληνική Βιβλιογραφία

- Αλυφαντής Γ. «Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως», Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 2005
- Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», Εκδόσεις Κων/νου Σμπίλια και ΣΙΑ Ο.Ε., Κεφ. 1,4 και 7, 2007

Ημερήσιος Οικονομικός Τύπος

“Αξία”

“Βήμα”

“Ημερησία”

“Καθημερινή”

www.Capital.gr

www.naftemporiki.gr

www.euro2day.gr

www.BusinessWeek.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ