



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Μελέτη περίπτωσης στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών:
Εξαγορά της Hellas On Line από την Vodafone Ελλάδος

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Φκιαράς Ιωάννης (Α.Μ. 1571)

Επιβλέπων Καθηγητής: Γιαννέλης Δημήτριος

Πειραιάς 2018

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή

Κεφάλαιο 1 : ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.1.1	Ορισμός της συγχώνευσης και της εξαγοράς.....	5
1.1.2	Κατηγοριοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	6
1.2	Ιστορικά στοιχεία.....	8
1.2.1	Κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών παγκοσμίως.....	8
1.2.2	Συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα.....	10
1.3	Κίνητρα που οδηγούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	11
1.3.1	Οικονομικές θεωρίες.....	11
1.3.2	Διοικητικές θεωρίες.....	14
1.3.3	Χρηματοοικονομικές θεωρίες.....	15
1.3.4	Στρατηγικές θεωρίες.....	16
1.3.5	Θεωρία συμπεριφοράς οργανισμών.....	16
1.4	Κίνδυνοι και ενδεχόμενο αποτυχίας.....	16
1.5	Στρατηγικές εξαγοράς.....	21
1.5.1	Στρατηγική αγοραστή.....	21
1.5.2	Στρατηγική εταιρίας στόχου.....	23
1.6	Αποδοτικότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	24
1.6.1	Μέθοδοι εκτίμησης αποδοτικότητας.....	25
1.6.1.1	Μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων.....	25
1.6.1.2	Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων.....	27
1.6.2	Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση.....	29
1.6.2.1	Μακροπρόθεσμοι παράγοντες.....	29
1.6.2.2	Βραχυπρόθεσμοι παράγοντες.....	31
1.7	Στοιχεία από την εγχώρια αγορά.....	35
1.7.1	Πρόσφατα στοιχεία ελληνικής και ευρωπαϊκής δραστηριότητας Σ&Ε.....	37
1.7.2	Στοιχεία από έρευνα της PWC.....	43

Κεφάλαιο 2 : ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟΧΟΥ

	Εισαγωγικά στοιχεία.....	45
2.1	Υποδείγματα αποτίμησης.....	46
2.1.1	Υποδείγματα αποτίμησης βάσει στοιχείων εισοδήματος ή κερδών.....	47
2.1.2	Υπόδειγμα αποτίμησης βάσει πολλαπλασιαστών ενεργητικού.....	51
2.2	Αποτίμηση βάσει του υποδείγματος προεξοφλημένων μερισμάτων και προεξοφλημένων ταμειακών ροών.....	52
2.2.1	Discount Dividends Model – DDM.....	52
2.2.2	Discount Cash Flow Model – DCFM.....	54
2.3	Αναφορά σε μεθόδους αποτίμησης με χρήση στοιχείων της αγοράς.....	58
2.4	Μέθοδοι αποτίμησης βάσει άλλων στοιχείων ενεργητικού και μη κανονικών κερδών.....	60
2.5	Αποτίμηση μη εισηγμένων εταιριών.....	60
2.6	Αποτίμηση Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων.....	61
2.7	Συνεργείες κατά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	64
2.8	Τρόποι πληρωμής του τιμήματος.....	66
2.8.1	Αραίωση κερδών.....	67
2.8.2	Κίνδυνος αποτίμησης.....	67
2.8.3	Τρόποι χρηματοδότησης.....	67

Κεφάλαιο 3 : ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ: ΕΞΑΓΟΡΑ VODAFONE - HELLAS ON LINE

3.1	Η τρέχουσα κατάσταση της ελληνικής αγοράς ηλεκτρονικών επικοινωνιών.....	69
3.2	Εξέλιξη βασικών μεγεθών της αγοράς - Παρουσίαση οικονομικών στοιχείων.....	72
3.3	Μελέτη περίπτωσης Vodafone – Hellas On Line.....	79
3.3.1	Σκοπός της εξαγοράς.....	79
3.3.2	Επίδραση στην αγορά των τηλεπικοινωνιών.....	80
3.3.3	Στοιχεία για την αγοράστρια εταιρία - Vodafone Ελλάδος.....	82
3.3.3.1	Γενικές πληροφορίες.....	82
3.3.3.2	Μετοχικό κεφάλαιο και βασικοί μέτοχοι.....	84
3.3.3.3	Συμμετοχές σε μερίδια άλλων εταιριών.....	85
3.3.3.4	Οικονομικά μεγέθη.....	85
3.3.4	Στοιχεία για την εξαγοράζουσα εταιρία - Hellas On Line.....	86
3.3.4.1	Γενικές πληροφορίες.....	86
3.3.4.4	Μετοχικό κεφάλαιο.....	87
3.3.4.5	Οικονομικά μεγέθη.....	88

3.3.5	Το προσφερόμενο τίμημα.....	88
3.3.6	Χρηματοδότηση της Δημόσιας Πρότασης - Διαβεβαίωση για την ικανότητα της αγοράζουσας εταιρίας.....	89
3.3.7	Περίοδος αποδοχής και ανακοίνωση αποτελέσματος.....	90
3.3.8	Χρονικό Εξαγοράς – Απολογισμός.....	90
3.3.9	Μελλοντικές επενδύσεις.....	91
3.4	Συμπεράσματα.....	92
 Παράρτημα.....		96
 Βιβλιογραφία		102

Εισαγωγή

Η στρατηγική ανάπτυξης μέσω των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, (στο εξής Σ&Ε) αποτελεί πλέον για τις επιχειρήσεις μία διαδεδομένη τακτική την οποία ακολουθούν ώστε να πετύχουν τους στόχους που έχουν ορίσει, να ξεπεράσουν την απειλή του ανταγωνισμού και να εδραιώσουν την παρουσία τους στην αγορά. Η υλοποίηση τους επιφέρει σημαντικές αλλαγές και ανακατατάξεις, τόσο στις λειτουργίες των εταιριών, όσο και στις εμπλεκόμενες με αυτές ομάδες προσώπων. Η πολυπλοκότητα των ενεργειών που απαιτούνται για την επιτυχημένη ολοκλήρωση, η λεπτομερής ανάλυση που προηγείται καθώς και η διακίνηση των μεγάλων κεφαλαίων, είναι κάποιοι από τους βασικούς παράγοντες που οι Σ&Ε προσεγγίζονται ως πράξεις μεγάλης σημασίας και βαρύτητας για την αγορά.

Τα τελευταία χρόνια οι Σ&Ε έχουν συγκεντρώσει το ενδιαφέρον και των οικονομολόγων, οι οποίοι μέσα από σχετικές μελέτες και αναλύσεις επιχειρούν να εξάγουν συμπεράσματα και να ταξινομήσουν τις αντίστοιχες περιπτώσεις, σύμφωνα με τα χαρακτηριστικά και τα γνωρίσματά τους. Σημαντικά ζητήματα που απασχολούν τους αναλυτές αποτελούν τα κίνητρα και οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, τα οφέλη, αλλά και τα πιθανά μειονεκτήματα, καθώς και οι επιδράσεις ή οι συνέπειες τόσο για τις ίδιες όσο όμως και για το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον.

Όπως επαληθεύεται και από την αναδρομή στο παρελθόν, οι Σ&Ε προκύπτουν κατά κύματα τα οποία είναι ξεκάθαρο πως είναι σε αλληλεπίδραση με τον ρυθμό ανάπτυξης του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος καθώς και με τις εκάστοτε εξελίξεις και αλλαγές σε επιχειρησιακό και λειτουργικό επίπεδο.

Τα βασικότερα ζητήματα που προσεγγίζονται στην παρούσα μελέτη σχετίζονται με τα κίνητρα των εταιριών ώστε να ακολουθήσουν την στρατηγική των Σ&Ε, την αποδοτικότητα αυτών, αλλά και το ενδεχόμενο της αποτυχίας. Στο δεύτερο κεφάλαιο πραγματοποιείται ανάλυση στην αποτίμηση της υπό εξαγοράς ή συγχώνευσης εταιρίας από τον υποψήφιο αγοραστή, καθώς και στις μεθόδους που χρησιμοποιούνται ανά περίπτωση. Τέλος, στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζεται και αναλύεται η πρόσφατη περίπτωση εξαγοράς στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, της Hellas on Line από την Vodafone Ελλάδος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.1.1 Ορισμός της Συγχώνευσης και της Εξαγοράς

Η εξωτερική πολιτική που επιλέγει η κάθε επιχείρηση να ακολουθήσει έχει σκοπό να ενισχύσει την θέση της στην αγορά και να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις που δέχεται από τις ανταγωνίστριες εταιρείες. Ο σκοπός αυτός μπορεί να πραγματοποιηθεί με την απόκτηση επιπλέον μεριδίων, μέσω στρατηγικών συνεργασιών καθώς και μέσα από τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

Ως εξαγορά (acquisition) καλείται η απόκτηση ενός μέρους ή του συνόλου μιας επιχείρησης από κάποια άλλη. Μία εξαγορά μπορεί να είναι πλήρης, πλειοψηφίας – ελέγχου ή μειοψηφίας. Η εξαγορά είναι πλήρης, όταν η εταιρεία εξαγοράζει στο 100% την εταιρεία στόχο, πλειοψηφίας – ελέγχου, όταν εξαγοράζει από το 50% - 99.9% ή μειοψηφίας, όταν το ποσοστό που εξαγοράζεται δεν ξεπερνά το 50%. Για να πραγματοποιηθεί η εξαγορά η ενδιαφερόμενη επιχείρηση καλείται να πληρώσει το συμφωνημένο τίμημα τοις μετρητοίς ή με ανταλλαγή μετοχών της εταιρείας – στόχου ή με συνδυασμών και των δύο. Οι εξαγορές αποσκοπούν στην αύξηση του μεριδίου της επιχείρησης, στην είσοδό της σε νέες αγορές και τεχνολογίες και στην προσπάθεια δημιουργίας μονοπωλιακού χαρακτήρα.

Ως συγχώνευση (merger) καλείται η συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων από την οποία προκύπτει μια νέα επιχείρηση ανεξάρτητη από τις προηγούμενες, στην οποία μεταβιβάζονται τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό και παθητικό) των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων (*Πασιούρας Φώτιος, Πρόβλεψη Εξαγορών, 2006,*). Έτσι, οι εταιρείες που συγχωνεύονται λειτουργούν ως μία εταιρεία η οποία αποτελεί μια ενιαία νομική οντότητα. Ο σκοπός της συγχώνευσης δεν διαφέρει σε μεγάλο βαθμό από τον σκοπό της εξαγοράς και σχετίζεται με την απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου της αγοράς, προσέγγιση νέων πελατών, είσοδος σε νέες αγορές, απόκτηση τεχνογνωσίας ή τον περιορισμό του ανταγωνισμού.

1.1.2 Κατηγοριοποίηση Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Συγκρίνοντας τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις μπορεί εύκολα να γίνει κατανοητό πως η συγχώνευση εταιρειών αφορά την από κοινού επιδίωξη των εταιρειών για ενοποίηση, με σκοπό την αύξηση των κερδών, τη μείωση του κόστους και την αναβάθμιση και βελτίωση των παραγωγικών διαδικασιών. Αντιθέτως, η εξαγορά μπορεί να γίνει είτε με φιλικό είτε με επιθετικό τρόπο, με την εταιρεία που βρίσκεται στον ρόλο του αγοραστή να αναλαμβάνει όλες τις υποχρεώσεις της εταιρείας στόχου, όπως για παράδειγμα τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού της.

Επιπρόσθετα, τόσο οι συγχωνεύσεις και όσο και οι εξαγορές μπορούν να διακριθούν ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση, τη γεωγραφική της θέση καθώς επίσης, και τη στάση της διοίκησης της επιχείρησης στόχου. Έτσι, με βάση τον κλάδο της επιχειρηματικής δραστηριότητας οι Σ&Ε διακρίνονται σε:

Οριζόντιες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Η οριζόντια συγχώνευση, αναφέρεται στις περιπτώσεις εκείνες όπου οι προς συγχώνευση εταιρίες ανήκουν στον ίδιο κλάδο παραγωγής, με αποτέλεσμα τα παραγόμενα αγαθά ή οι προσφερόμενες υπηρεσίες να μη μεταβάλλονται σε μεγάλο βαθμό έπειτα από τη συγχώνευση. Η οριζόντια ολοκλήρωση αποτελεί έναν άμεσο και γρήγορο τρόπο για την είσοδο μιας επιχείρησης σε μια νέα αγορά. Τα κυριότερα πλεονεκτήματα της οριζόντιας συγχώνευσης αποτελούν:

- α) ο μειούμενος ανταγωνισμός στις αγορές που δραστηριοποιείται η νέα εταιρία
- β) η διεύρυνση της προϊοντικής λίστας και των διαθέσιμων υπηρεσιών
- γ) η αναβάθμιση της ποιότητας των τελικών προϊόντων

Κάθετες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Οι κάθετες Σ&Ε αφορούν επιχειρήσεις οι οποίες ανταγωνίζονται στον ίδιο κλάδο, αλλά σε διαφορετικό στάδιο παραγωγικής διαδικασίας και πραγματοποιούνται με σκοπό τη βελτίωση της τεχνικής αποτελεσματικότητας. Η κάθετη συγχώνευση, διαιρείται σε δύο επιμέρους κατηγορίες:

- α) κάθετη συγχώνευση προς τα εμπρός
- β) κάθετη συγχώνευση προς τα πίσω

Η κάθετη συγχώνευση προς τα εμπρός αποτελεί ένα μηχανισμό για τη διατήρηση των εμπορικών κερδών μέσα στην επιχείρηση, ενώ ταυτόχρονα εξασφαλίζει την αποφυγή της απώλειας κερδών προς τους εμπορικούς συνεργάτες και διαμεσολαβητές της παραγωγικής της διαδικασίας.

Αντίστοιχα, η κάθετη συγχώνευση προς τα πίσω παρέχει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να αναλάβει δραστηριότητες που μέχρι εκείνη τη στιγμή αποτελούσαν πρότερο στάδιο της παραγωγικής της δραστηριότητας. Η κάθετη ολοκλήρωση δίνει στην επιχείρηση την δυνατότητα ενδεδειγμένης αξιολόγησης και ελέγχου κατά την παραγωγική διαδικασία. Τα στοιχεία αυτά δίνουν στην επιχείρηση την ευκαιρία να αξιοποιήσει τις οικονομίες κλίμακας¹, κυρίως σε θέματα τιμολογιακής πολιτικής αλλά και ποιοτικής εξέλιξης των παραγόμενων αγαθών.

Διαγωνίες ή ανομοιογενείς Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Διαγωνίες είναι οι Σ&Ε ανάμεσα σε επιχειρήσεις που παράγουν συμπληρωματικά προϊόντα ή προϊόντα από τελείως διαφορετικούς κλάδους. Συνήθως στοχεύουν σε επέκταση του μεριδίου και του χώρου δράσης τους στην αγορά καθώς και σε επέκταση της διάθεσης του προϊόντος τους. Αυτού του είδους οι πράξεις θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν δύσκολα εμφανιζόμενες στην αγορά καθώς αποτελούν ένα μικρό μόνο ποσοστό των συνολικών συγχωνεύσεων.

Με βάση τη γεωγραφική τους θέση διακρίνονται σε:

Εγχώριες, οι οποίες αφορούν επιχειρήσεις που εδρεύουν στην ίδια χώρα.
Διασυνοριακές, που αφορούν επιχειρήσεις που εδρεύουν σε διαφορετικές χώρες και πηγάζουν από την ανάγκη των εταιρειών να ισχυροποιήσουν τη θέση τους στις παγκόσμιες αγορές.

Τέλος, με βάση τη στάση της διοίκησης της επιχείρησης – στόχου διακρίνονται σε:

Φιλικές, όπου οι εταιρείες αποδέχονται με αμοιβαία ικανοποιητικούς όρους τη σύναψη της συμφωνίας. **Εχθρικές**, όπου η εταιρεία στόχος δεν αποδέχεται τη σύναψη συμφωνίας και προσπαθεί με εναλλακτικούς τρόπους να την αποφύγει. Συνήθως υιοθετεί αμυντικές τακτικές ώστε να την παρεμποδίσει ή να την καθυστερήσει.

¹ Οικονομίες κλίμακας είναι ο όρος που αναφέρεται στην μείωση του κόστους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση αυξάνοντας την ποσότητα του παραγόμενου προϊόντος μειώνοντας το μέσο συνολικό κόστος παραγωγής.

1.2 Ιστορικά Στοιχεία

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις ως φαινόμενο έκαναν αρχικά την εμφάνισή τους στις Η.Π.Α. λίγο πριν από το 1900. Στην Ευρώπη αντίστοιχα η πρώτη εμφάνιση συναντάται στο Ηνωμένο Βασίλειο κοντά στο 1960, ενώ στις υπόλοιπες χώρες το φαινόμενο παρουσιάζει έξαρση στις αρχές του 1990. Ιδίως στις Η.Π.Α. από όπου και ξεκίνησε το φαινόμενο, οι Σ&Ε ήταν για πολλά χρόνια ένα από τα ευρέως διαδεδομένα μοντέλα στρατηγικής ανάπτυξης των εταιριών, γεγονός που συνδυαστικά με τον ρυθμό εμφάνισης τους σε κάθε χρονική περίοδο οδήγησε στην ταξινόμηση τους σε επτά βασικά κύματα παγκοσμίως.

1.2.1 Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών παγκοσμίως

Πρώτο κύμα 1890 - 1905

Βασικό χαρακτηριστικό του πρώτου κύματος είναι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις που κυρίως έλαβαν χώρα την περίοδο εκείνη και η δημιουργία μεγάλων μονοπωλίων. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν οι περιπτώσεις των εταιριών American Tobacco , Dupont και General Electric.

Δεύτερο κύμα 1919 - 1929

Κύριο γνώρισμα της περιόδου αυτής είναι η κάθετη ολοκλήρωση και η δημιουργία ολιγοπωλίων γεγονός το οποίο ήταν αποτέλεσμα νομοθεσίας που προέκυψε για την αποτροπή των μονοπωλίων που είχαν δημιουργηθεί την προηγούμενη περίοδο.

Τρίτο κύμα 1955 - 1969

Το διάστημα αυτό χαρακτηρίζεται από τον εξωστρεφή χαρακτήρα των εταιριών και την πρόθεση τους να επεκταθούν μέσω των Σ&Ε με προσανατολισμό κυρίως εταιρίες με δραστηριοποίηση σε μη σχετικούς κλάδους.

Τέταρτο κύμα 1979 – 1989

Σε αντίθεση με την προηγούμενη περίοδο, εδώ συναντάμε την τάση των εταιριών να επεκταθούν κατευθυνόμενες προς εταιρίες παρεμφερούς αντικειμένου δραστηριοποίησης. Το κύμα αυτό χαρακτηρίζεται επίσης από την εκτεταμένη χρήση

δανεισμού κυρίως μέσω ομολόγων υψηλού κινδύνου για να επιτευχθεί αμεσότερα η χρηματοδότηση των εξαγορών.

Πέμπτο κύμα 1990 - 2000

Εδώ συναντάμε Σ&Ε που προέκυψαν κυρίως από την παγκοσμιοποίηση των προϊόντων, αλλά και την ανάπτυξη και δημιουργία νέων τεχνολογιών που είχαν επίδραση στην παραγωγή. Το κύμα αυτό επίσης ήταν το μεγαλύτερο σε σύγκριση με τα προηγούμενα όσον αφορά την συνολική αξία των Σ&Ε.

Έκτο κύμα 2003 - 2007

Η περίοδος αυτή έχει ως βασικό στοιχείο την υψηλή συγκέντρωση στους κλάδους των τραπεζών, των τηλεπικοινωνιών αλλά και εταιριών του χώρου της υγείας. Καθοριστικό ρόλο στη δημιουργία του έκτου κύματος έπαιξαν τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού εκείνης της περιόδου που διευκόλυναν τη συγκέντρωση κεφαλαίων. Επίσης είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι το κύμα αυτό χαρακτηρίζεται από την πολύ υψηλή αξία των συμφωνιών μεταξύ των εταιριών με τα μεγαλύτερα οφέλη αυτή τη φορά να τα έχουν οι μέτοχοι των αγοραστριών εταιριών και όχι οι μέτοχοι των εξαγορασθεισών όπως συνέβη κατά την προηγούμενη περίοδο.

Έβδομο κύμα 2013 - 2016

Έβδομο και τελευταίο κύμα είναι αυτό που έκανε την εμφάνιση του στον απόηχο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και που σημαντικός παράγοντας για την δημιουργία του ήταν η ποσοτική χαλάρωση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. αλλά και η πολιτική διατήρησης χαμηλών επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Ένα ακόμα γνώρισμα της περιόδου αυτής μπορεί κανείς να πει πως είναι η επιστροφή των Η.Π.Α. στον ρόλο του ηγέτη μεταξύ των χωρών όσο αφορά την δραστηριότητα σε Σ&Ε, αφού η ευρωπαϊκές και οι ασιατικές χώρες ήταν εκείνες που βρισκόταν πιο ψηλά κατά τις προηγούμενες περιόδους, πάντα αναφερόμενοι σε συνολική αξία συναλλαγών.

1.2.2 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα η σχετική δραστηριότητα είναι αρκετά περιορισμένη ιστορικά κυρίως λόγω του μεγέθους της εγχώριας αγοράς, αλλά και εξ αιτίας κάποιων άλλων παραγόντων, όπως ο εσωστρεφής χαρακτήρας των επιχειρήσεων αλλά και ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης της μετοχικής ιδιοκτησίας.

Ειδικότερα Ελλάδα μπορούμε να πούμε πως παρουσιάζονται δύο βασικά κύματα.

Το πρώτο εμφανίζεται στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και χαρακτηρίζεται από την τάση αρκετών επιχειρήσεων να εδραιωθούν στον χώρο αξιοποιώντας την στρατηγική των Σ&Ε. Το ξέσπασμα του κύματος αυτού σημειώνεται ανάμεσα στα έτη 1997 – 1999 όπου επηρεάζεται σημαντικά από την βελτίωση βασικών οικονομικών μεγεθών της χώρας, όπως η ανοδική πορεία του Α.Ε.Π., τα χαμηλά επιτόκια και ο χαμηλός πληθωρισμός. Ο τραπεζικός κλάδος είναι αυτός που έχει την εντονότερη δραστηριότητα με χαρακτηριστικά παραδείγματα τις συγχωνεύσεις των ιδρυμάτων, Alpha Bank – Ιονική Τράπεζα, Eurobank – Τράπεζα Εργασίας, Τράπεζα Πειραιώς – Εγνατία.

Το δεύτερο εγχώριο κύμα συμπίπτει με το έκτο διεθνές (2002-2006), με εντονότερη παρουσία από τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών αλλά και από την βιομηχανία. Παραδείγματα αποτελούν οι περιπτώσεις Vodafone – Panafon, Cosmote – Γερμανός, Philip Morris – Παπαστράτος, Ομιλος Vivartia- Δέλτα).

Την περίοδο της ύφεσης (2010- έως σήμερα) οι Σ&Ε μειώθηκαν αισθητά χωρίς όμως να αφανισθούν τελείως, παραδείγματα της περιόδου αυτής αποτελούν κυρίως η εξαγορά της HellasOnLine από την Vodafone, της Praktiker Hellas από την Fairfax, αλλά και κάποιες αμυντικές συγχωνεύσεις ή αλλιώς συγχωνεύσεις επιβίωσης που προέκυψαν κυρίως στον τραπεζικό κλάδο (Alpha Bank – Citibank, Τράπεζα Πειραιώς – Αγροτική Τράπεζα Ελλάδος).

1.3 Κίνητρα που οδηγούν σε Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Τα κίνητρα των επιχειρήσεων που αποφασίζουν να προχωρήσουν σε Σ&Ε συνήθως σχετίζονται με την στρατηγική επίτευξης των ευρύτερων στόχων για την κάθε εταιρία. Κατά καιρούς έχουν γίνει αρκετές μελέτες οι οποίες επιχειρούν να ερμηνεύσουν τις αιτίες που προκάλεσαν την δραστηριότητα των Σ&Ε και ως αποτέλεσμα των μελετών αυτών είναι η ανάπτυξη διαφόρων θεωριών – προσεγγίσεων που κατηγοριοποιούν τα κίνητρα των εταιριών ανάλογα με τον χαρακτήρα τους.

Σύμφωνα με τον Κυριαζή, (Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, 2007, Εκδόσεις Διπλογραφία) τα κίνητρα κατατάσσονται σε 5 ευρύτερες κατηγορίες – θεωρητικές προσεγγίσεις. Αυτές είναι οι ακόλουθες :

- Οικονομικές Θεωρίες (Economic Theories)
- Διοικητικές θεωρίες (Managerial Theories)
- Χρηματοοικονομικές Θεωρίες (Financial Theories)
- Στρατηγικές Θεωρίες (Strategic Management Theories)
- Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών (Organizational & Behavioral Theories)

1.3.1 Οικονομικές Θεωρίες

Η πρώτη κατηγορία εστιάζει στην προσέγγιση ότι τα κίνητρα των εταιριών είναι κατά κύριο λόγο οικονομικά και απαρτίζεται από τις ακόλουθες επιμέρους τοποθετήσεις.

Μεγιστοποίηση κερδών και αξίας για τους μετόχους

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται και σχετικές μελέτες, βασικός και απώτερος στόχος της κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση των κερδών που θα οδηγήσει στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους αυτής. Η αρχική προσέγγιση διατυπώθηκε από τους Friedman (1953) , Alchian (1950) και Becker (1962) και σύμφωνα με αυτή, ένα σχέδιο για Σ&Ε προκρίνεται μόνο όταν η καθαρή παρούσα αξία του είναι θετική και επρόκειτο να αυξήσει τον πλούτο των μετόχων.

Με βάση τα παραπάνω, η θεωρία αναφέρει ότι μέσω των Σ&Ε η επιχείρηση μπορεί να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της είτε μέσω της *αύξησης της αποτελεσματικότητας* που συνεπάγεται μείωση τους κόστους των προϊόντων είτε μέσω της *εδραίωσης της*

παρουσίας της στην αγορά που έχει ως αποτέλεσμα την δυνατότητα αύξησης της τιμής των προϊόντων.

Η αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) μπορεί να επιτευχθεί σε 3 επίπεδα.

- i. Λειτουργικό επίπεδο, όπου με τις κατάλληλες ενέργειες μπορούν να δημιουργηθούν οικονομίες κλίμακας (συναντώνται πιο συχνά στις περιπτώσεις οριζόντιων συγχωνεύσεων), οικονομίες φάσματος² και οικονομίες μάθησης³
- ii. Διοικητικό επίπεδο. Με προϋπόθεση την σωστή διαχείριση των ανθρώπινων πόρων σε επίπεδο management η αποτελεσματικότητα μπορεί να αυξηθεί σε μεγάλο βαθμό. Συνήθως οι διοικούντες της εξαγορασθείσας εταιρίας αντικαθίστανται από στελέχη της αγοράστριας επιχείρησης.
- iii. Χρηματοοικονομικό επίπεδο . Η ενοποίηση των επιχειρήσεων έχει σαν συνέπεια την ευκολότερη πρόσβαση σε κεφάλαια. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι λόγω μεγέθους αλλά και μη συσχέτισης ταμειακών ροών, η επιχείρηση διασφαλίζεται ως σύνολο καθώς μειώνεται ο κίνδυνος της χρεοκοπίας και αυξάνεται η αξιοπιστία της απέναντι στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα .Ιδίως σε επιχειρήσεις με μη συσχετιζόμενες δραστηριότητες τα οφέλη των χρηματοοικονομικών συνεργειών είναι ιδιαίτερα σημαντικά. Επιπρόσθετα, σε φορολογικό επίπεδο οι επιχειρήσεις επωφελούνται εξοικονομήσεων που προέρχονται είτε από διάφορα φορολογικά κίνητρα των κυβερνήσεων αλλά και από την φορολογική εκμετάλλευση των ζημιών της μίας επιχείρησης από την άλλη.

Ακολουθώντας την προσέγγιση της εδραίωσης της παρουσίας στην αγορά, οι επιχειρήσεις προχωρώντας σε Σ&Ε επιδιώκουν την βελτίωση της θέσης τους κυρίως με την αύξηση του μεριδίου σε αυτήν. Ειδικότερα, με την απόκτηση μεγαλύτερης ανταγωνιστικής δύναμης μέσω της αύξησης του μεριδίου, η επιχείρηση μπορεί να πετύχει αύξηση της τιμής των προϊόντων/υπηρεσιών της. Η αύξηση της τιμής ενδείκνυται κυρίως στις οριζόντιες συγχωνεύσεις, όπου η απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς συνεπάγεται αύξηση της δυναμικότητας την επιχείρησης έναντι των ανταγωνιστών. Πολλές φορές παρατηρείται και η περίπτωση πραγματοποίησης

² Οι οικονομίες φάσματος (economies of scope) προκύπτουν όταν η αύξηση στο πλήθος των παραγομένων προϊόντων επάγεται μείωση του μέσου συνολικού κόστους παραγωγής.

³ Οι οικονομίες μάθησης προκύπτουν από την διαπίστωση πως η επανάληψη εξειδικευμένης εργασίας μπορεί να μειώσει το κόστος.

μονοπωλίου. Βέβαια αναφορικά, υπάρχει η Επιτροπή Ανταγωνισμού⁴ που είναι αρμόδια για τον έλεγχο και την προστασία της αγοράς από την εμφάνιση μονοπωλίων/ολιγοπωλίων θέτοντας όρια στις ενέργειες των επιχειρήσεων με σκοπό να αποτρέψει τον αθέμιτο ανταγωνισμό. Επιπρόσθετα, η αύξηση της τιμής μπορεί να πραγματοποιηθεί και στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων επί παραδείγματι, η αγορά ενός βασικού προμηθευτή, παραπέμπει στην αύξηση των εμποδίων εισόδου νέων ανταγωνιστών με ευνοϊκές συνθήκες για την θέση και την απόδοση της επιχείρησης.

Ασυμμετρία πληροφόρησης

Η θεωρία αυτή εκφράζει την προσέγγιση ότι οι Σ&Ε προκαλούνται εξαιτίας των διαφορετικών εκτιμήσεων των αξιών των εταιριών από τους επενδυτές. Σε πολλές περιπτώσεις τα στοιχεία που υπάρχουν διαθέσιμα για τις υποψήφιες προς αγορά επιχειρήσεις δεν είναι σαφή και ξεκάθαρα. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα να παραπλανεί και να αποπροσανατολίζει τους πιθανούς αγοραστές, οι οποίοι πολλές φορές οδηγούνται σε λάθος εκτιμήσεις και ενέργειες κατ'επέκταση, λόγω της αναταραχής που δημιουργείται τακτικά στην αγορά. Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε πως η κάθε πρόταση εξαγοράς διοχετεύει ένα σύνολο πληροφοριών στην αγορά που έχει ως αποτέλεσμα τον εκ νέου προσδιορισμό της πραγματικής αξίας των επιχειρήσεων αλλά και την προσδοκία των ανάλογων συνεργειών σε κάθε περίπτωση. Σαν υποκατηγορία στην περίπτωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης μπορεί να ενταχθεί και η *θεωρία υπερτίμησης της αγοράς*, όπου στην περίπτωση αυτή, περιγράφεται η υπερβολική αντίδραση της αγοράς στην πληροφόρηση που μπορεί να προκύψει και αφορά τόσο το μικροοικονομικό όσο και το μακροοικονομικό περιβάλλον των επιχειρήσεων.

Θεωρία παιγνίων

Κατά την θεωρία παιγνίων γίνεται ανάλυση του τρόπου λήψης των αποφάσεων της κάθε πλευράς με βασική προϋπόθεση όμως ότι και οι δύο δρουν με μοναδικό κριτήριο την επίτευξη του καλύτερου δυνατού αποτελέσματος και δεν επηρεάζονται από άλλους παράγοντες. Μέσα από την θεωρία των παιγνίων επίσης, αναλύεται ο τρόπος αντίδρασης του δεύτερου παίχτη στην κίνηση του πρώτου δημιουργώντας

⁴ Η Επιτροπή Ανταγωνισμού είναι η αρχή προστασίας της ομαλότητας του ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων. Είναι ανεξάρτητη διοικητική αρχή που έχει ως στόχο την διαφύλαξη των αρχών, εφαρμόζοντας το Δίκαιο κατά των περιορισμών του ανταγωνισμού.

έτσι στην αγορά μία κατάσταση ανταγωνιστικής αλληλεπίδρασης. Συμπερασματικά οι Σ&Ε που προκύπτουν σύμφωνα με την θεωρία αυτή είναι συνήθως αποτέλεσμα της αντίδρασης σε μία κίνηση κάποιου ανταγωνιστή ή και αποτέλεσμα της πρόβλεψης για κάποια προσδοκώμενη ενέργεια.

1.3.2 Διοικητικές θεωρίες

Οι θεωρίες αυτές βασίστηκαν στις απόψεις των Marris (1964), Winter (1964) και Galbraith (1967) και περιγράφουν περιπτώσεις όπου επιδίωξη των εταιριών δεν είναι η αύξηση των κερδών αλλά η αύξηση του μεγέθους. Οι επιμέρους κατηγορίες των διοικητικών θεωριών είναι οι ακόλουθες:

Θεωρία Αντιπροσώπευσης

Σύμφωνα με την διατύπωση της εν λόγω θεωρίας, στις σύγχρονες επιχειρήσεις είναι πολλές οι περιπτώσεις όπου υπάρχει διάκριση μεταξύ των συμφερόντων των ιδιοκτητών-μετόχων της εταιρίας και των εργαζομένων όλων των επιπέδων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η συνεισφορά των εργαζομένων στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων να μην είναι η μέγιστη δυνατή. Το πρόβλημα αυτό πολλές φορές μπορεί να οδηγήσει κυρίως τους managers να αυξήσουν το σύνολο των αποδοχών και των προνομίων τους μέσα από κάποια Σ&Ε. Ιδίως σε περιπτώσεις όπου οι managers έχουν την δυνατότητα διαχείρισης ελεύθερων ταμειακών ροών, είναι πολύ πιθανό να επιλέξουν να επενδύσουν στρατηγικά τα κεφάλαια παρά να διανέμουν αυξημένα μερίσματα στους δικαιούχους.

Από πληθώρα ερευνών έχει επαληθευτεί ο ισχυρισμός ότι τα κόστη της αντιπροσώπευσης είναι αδύνατο να υπολογιστούν με ακρίβεια, ωστόσο όμως μπορούν να μειωθούν όταν τα συμφέροντα των διοικούντων συγκλίνουν με τα συμφέροντα των μετόχων. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω συγκεκριμένων μηχανισμών εταιρικής διαχείρισης και με ενέργειες όπως η ανάπτυξη και η βελτίωση των συστημάτων ανταμοιβής της διοίκησης ή και μέσα από την διακράτηση μετοχών από τους διοικούντες.

Θεωρία αλαζονείας διοικητικών στελεχών

Η συγκεκριμένη θεωρία αναφέρεται στην αλαζονεία και την υπερβολική αυτοπεποίθηση που πολλές φορές χαρακτηρίζει τα στελέχη των αγοραστριών εταιριών, όπου εξ αιτίας αυτών των χαρακτηριστικών τους οδηγούνται σε λανθασμένες αποφάσεις και υπερεκτιμούν περιπτώσεις εξαγορών άλλων εταιριών. Η συχνότητα η οποία μία εταιρία βραχυπρόθεσμα επιχειρεί να προχωρήσει σε κάποια Σ&Ε είναι ένα σχετικά αξιόπιστος δείκτης που προσδιορίζει τον βαθμό αισιοδοξίας που διακατέχει τα στελέχη αυτής. Χαρακτηριστικά όπως αναφέρεται και σε μελέτες της τελευταίας δεκαετίας το όριο για να μην θεωρηθεί επιθετική και αλαζονική η συμπεριφορά μίας εταιρίας ορίζεται ως η μία πράξη συγχώνευσης ή εξαγοράς ανά έτος.

1.3.3 Χρηματοοικονομικές θεωρίες

Εταιρικός έλεγχος της αγοράς

Στην πρώτη περίπτωση των χρηματοοικονομικών θεωριών περιγράφεται η ακόλουθη τοποθέτηση. Σε κάθε τέλεια ανταγωνιστική αγορά λειτουργεί ένας μηχανισμός εταιρικού ελέγχου ο οποίος, στην περίπτωση που οι managers δεν λαμβάνουν αποφάσεις προς το συμφέρον του συνόλου της εταιρίας, λειτουργεί μέσω των εξαγορών και έχει ως αποτέλεσμα είτε την απομάκρυνση της μη αποτελεσματικής ομάδας των διοικητικών εργαζομένων, είτε την παροχή προς αυτούς του περιθωρίου να διορθώσουν τις λανθασμένες αποφάσεις και να προσανατολιστούν προς το συμφέρον της εταιρίας.

Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών

Η θεωρία αποτελεί μία επέκταση του option pricing theory⁵ που στην προκειμένη περίπτωση μία εξαγορά παρομοιάζεται με κάποιο call option ή put option πάνω στα περιουσιακά στοιχεία μίας επιχείρησης που δίνει τη δυνατότητα για διάφορες επιλογές στρατηγικού χαρακτήρα. Η συσχέτιση αυτή αφορά επίσης και το στοιχείο του κινδύνου που υπάρχει σε πολλά σημεία της διαδικασίας των Σ&Ε, με την διαφοροποίηση μάλιστα πως στην περίπτωση των real options είναι κατά πολύ

⁵ Το option pricing theory προκύπτει από το υπόδειγμα των Black-Scholes (1973) που χαρακτηρίζεται ως πιο διαδεδομένο μοντέλο τιμολόγησης των δικαιωμάτων προαίρεσης. Οι Συμβάσεις Δικαιωμάτων Προαίρεσης αποτελούν μια από τις πιο γνωστές κατηγορίες χρηματοοικονομικών παραγώγων.

υψηλότερος αφού δεν προβλέπεται διαδικασία ακύρωσης της πράξης με περιορισμό του κόστους.

1.3.4 Στρατηγικές θεωρίες

Οι στρατηγικές θεωρίες αναλύουν την τοποθέτηση πως οι Σ&Ε που ενδεχομένως να επιδιώκει μία εταιρία ή ένας οργανισμός, σχετίζονται άμεσα με την στρατηγική επικράτησης στην αγορά που έχει επιλέξει (στρατηγική διαφοροποίησης, εστίασης ή ηγεσίας κόστους) άρα κατ' επέκταση στην διασφάλιση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Παράλληλα οι Σ&Ε ενδέχεται να ενισχύουν την κατεύθυνση της εταιρίας προς τις θεμελιώδεις ικανότητες των στελεχών αυτής και φυσικά στην επίτευξη της επικράτησης στην αγορά.

1.3.5 Θεωρία συμπεριφοράς οργανισμών

Τέλος, η θεωρία συμπεριφοράς οργανισμών διατυπώνει πως λόγω του ότι μέσα σε μία εταιρία ή έναν οργανισμό υπάρχουν συνήθως διαφορετικές προσδοκίες και επιδιώξεις σχετικά με μία ενδεχόμενη συγχώνευση. Το γεγονός αυτό πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη κατά τη λήψη αποφάσεων από τα στελέχη, των οποίων στόχος θα πρέπει να είναι η κοινή/ ενιαία γραμμή συμπεριφοράς προς το εξωτερικό και εσωτερικό περιβάλλον.

1.4 Κίνδυνοι και ενδεχόμενο αποτυχίας

Κατά τη μελέτη των Σ&Ε οι περισσότερες πηγές αναφέρονται στου λόγους και στα κίνητρα όπου μια επιχείρηση αποφασίζει τη συγχώνευση της με κάποια άλλη, ή την εξαγορά αυτής. Εξίσου σημαντική είναι όμως και η αναφορά στα πιθανά αίτια που μπορούν να οδηγήσουν στην αποτυχία μια τέτοια συμφωνία αλλά και στα αντικίνητρα τα οποία θα μπορούσαν να την αποτρέψουν.

Δημιουργία υπεραξίας – Μη ρεαλιστικές προσδοκίες

Η σημαντικότερη αιτία αποτυχίας, είναι η ανεπαρκής αξιολόγηση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς. Για παράδειγμα, η εταιρία που θα πραγματοποιήσει την εξαγορά, κατά τον έλεγχο που προηγείται της πράξης υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να υπερεκτιμήσει τα πλεονεκτήματα που θα αποκόμιζε από την εταιρία στόχο ή να μην υπολογίσει σωστά τα κόστη που θα προκύψουν μετά τη συμφωνία. Επιπλέον, πολλές Σ&Ε γίνονται με σκοπό την ανάπτυξη της δύναμης και του μεγέθους της επιχείρησης, με αποτέλεσμα την ανυπαρξία στρατηγικού οράματος. Πιο συγκεκριμένα, συχνά παρατηρείται η τάση, κυρίως από πλευράς μικρότερων στον χώρο εταιριών, να επιδιώκουν κάποια Σ&Ε λόγω της ανησυχίας των διοικούντων για την πορεία της εταιρίας σε σχέση και σύγκριση με την πορεία των ανταγωνιστών. Η συγκεκριμένη τακτική επιφέρει συνήθως τη λήψη λανθασμένων, αποφάσεων με αρνητικές εκβάσεις στην ομαλότητα των εξελίξεων των πιθανών συμφωνιών.

Ανθρώπινος παράγοντας

Ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας για την έκβαση των Σ&Ε αποτελεί ο ρόλος των στελεχών. Στελέχη από εταιρίες με διαφορετική κουλτούρα καθώς και στελέχη διαφόρων ειδικοτήτων, τα οποία δεν έχουν συνεργαστεί ξανά, διαπραγματεύονται, επεξεργάζονται τα διάφορα στοιχεία που έχουν στη διάθεση τους και αναλύουν τις απόψεις του σχετικά με τη συμφωνία της Σ&Ε μέσα σε σχετικά σύντομο χρονικά διάστημα. Αυτή η διαπραγμάτευση πολλές φορές αποτυγχάνει, αφού κάθε στέλεχος εκφράζει την άποψη του που επικεντρώνεται σε συγκεκριμένο τομέα της επιχείρησης και έτσι δεν δύναται η δυνατότητα λεπτομερούς ανάλυσης των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων της συμφωνίας.

Ενοποίηση και αφομοίωση κουλτούρας μεταξύ των εταιριών

Όπως μόλις αναφέρθηκε, ο ανθρώπινος παράγοντας συμβάλλει καθοριστικά στην ενδεχόμενη αποτυχία μιας συγχώνευσης, δημιουργώντας δυσκολίες στην ενοποίηση των επιχειρήσεων. Αυτή η δυσκολία προκύπτει από την αδυναμία συνεργασίας των διευθυντικών στελεχών να εκκινήσουν της διαδικασίες ενοποίησης λόγω διαφορετικής κουλτούρας των εταιριών, διαφορετικού τομέα δραστηριοποίησης, συστημάτων ελέγχου και χρηματοοικονομικών συστημάτων. Είναι δεδομένο πως η κάθε εταιρία λειτουργεί κάτω από συγκεκριμένα πρότυπα και δεοντολογικούς κώδικες. Η δημιουργία μίας νέας κουλτούρας που θα πρέπει να συγκεντρώνει στοιχεία και από τους δύο κόσμους κρίνεται ως μία ιδιαίτερα πολύπλοκη και χρονοβόρα διαδικασία που απαιτεί μεγάλη προσοχή.

Δημιουργία χρέους

Η επιτυχία μιας συμφωνίας πηγάζει και από τη σωστή δομή της, αλλά και τον τρόπο χρηματοδότησης της. Στην περίπτωση που μία εταιρία κρίνει ως μεγάλη επενδυτική ευκαιρία την εξαγορά κάποιας άλλης πολλές φορές καταφεύγει στην εύρεση κεφαλαίων για την επίτευξη της εξαγοράς χωρίς να έχουν προηγηθεί οι κατάλληλες μελέτες διαχείρισης και αποπληρωμής των οφειλών. Το γεγονός αυτό, όπως εύκολα καταλαβαίνει κάποιος μπορεί να δημιουργήσει μεγάλα προβλήματα και στις δύο εταιρίες και να οδηγήσει ακόμα και στην χρεοκοπία αυτών.

Χρονικά περιθώρια

Άλλος ένα παράγοντας που συμβάλλει αρνητικά στην επίτευξη μιας συμφωνίας Σ&Ε είναι ο χρόνος που μεσολαβεί από την ανακοίνωση μέχρι την ολοκλήρωση της. Όσο πιο αργά δημιουργηθεί η νέα εταιρία, τόσο πιο αργά θα πραγματοποιηθούν και οι προσδοκώμενες συνεργίες (ακλουθεί ανάλυση του όρου σε επόμενο κεφάλαιο). Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση της πραγματικής αξίας, αφού το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας και πρέπει να αρχίσει μέσα στο χρονοδιάγραμμα για να αποδώσει. Επιπλέον, υπάρχει το κόστος μειωμένης παραγωγικότητας των εργαζομένων, εφόσον είναι αρκετοί εκείνοι που κατέχουν καίριες θέσεις και από φόβο να μη χάσουν τα κεκτημένα τους αποχωρούν για να αναζητήσουν αλλού εργασία. Εκτός της απώλειας των εργαζομένων, υπάρχει πιθανότητα απώλειας προμηθευτών και πελατών. Οι προμηθευτές βρίσκονται σε κατάσταση αβεβαιότητας για τον αν η νέα επιχείρηση θα συνεχίσει τη συνεργασία και υπό ποιους όρους, με αποτέλεσμα να σπεύδουν στην

αναζήτηση νέων πελατών σε περίπτωση διακοπής της συνεργασίας. Από τη δική τους μεριά οι πελάτες αναρωτιούνται αν η νέα επιχείρηση θα καλύπτει τις ανάγκες τους, ενώ οι ανταγωνιστές βρίσκουν την ευκαιρία να εκμεταλλευτούν την αγωνία τους και τους προσελκύουν. Βέβαια, η καθυστέρηση αυτή δίνει την ευκαιρία στους ανταγωνιστές να ενισχύσουν αυτοί τελικά τη δική τους θέση. Αυτό συμβαίνει λόγω της καθυστέρησης της ενοποίησης, όπου η εξαγοράζουσα εταιρία αφιερώνει ένα μέρος των πόρων της και της προσοχής της στις διαπραγματεύσεις, με αποτέλεσμα να καθυστερεί η δραστηριότητα της και οι ανταγωνιστές να την εκτοπίζουν και να ενισχύουν την θέση τους στον κλάδο.

Απασχόληση και συνέπειες

Εξίσου σημαντικό και ευαίσθητο ζήτημα που προκαθορίζει πολλές φορές την πορεία και την τελική έκβαση μίας Σ&Ε είναι οι συνέπειες στον τομέα της απασχόλησης. Το γεγονός αυτό προκύπτει λόγω του ότι η απασχόληση επηρεάζεται πάντα στην περίπτωση μίας συγχώνευσης, τόσο ποιοτικά όσο και ποσοτικά.

Επιπτώσεις που υφίσταται σε αρκετές περιπτώσεις ο τομέας της απασχόλησης έχει να κάνει με

- Μεταβολές στους ρόλους και τις αρμοδιότητες των στελεχών
- Ώθηση προσωπικού σε εθελούσια έξοδο ή πρόωρη συνταξιοδότηση
- Περικοπές σε άτομα με χαμηλότερη εξειδίκευση
- Προσανατολισμός σε νεότερα στελέχη

Μελετώντας διάφορες περιπτώσεις επιχειρήσεων που προχώρησαν σε πράξεις Σ&Ε καταλήγουμε στο γενικότερο συμπέρασμα πως κατά κανόνα οι επιπτώσεις στην απασχόληση δεν είναι ευνοϊκές καθώς συχνά αυτές σημαίνουν ανακατατάξεις και περικοπές προσωπικού. Ωστόσο το μέγεθος του προβλήματος αυτού επηρεάζεται σημαντικά από τα κίνητρα της εξαγοράς. Για παράδειγμα σε μία πράξη που πραγματοποιήθηκε κάτω από εχθρικό κλίμα αναμένονται πιο δυσμενείς εξελίξεις συγκριτικά με κάποια άλλη που έγινε υπό ομαλότερες συνθήκες και που ενδεχομένως να επιφέρει ευνοϊκότερες ρυθμίσεις για το εργατικό δυναμικό (αποζημιώσεις).

Τα αίτια που προκαλούν τις επιπτώσεις αυτές κατά κύριο λόγο συνδέονται με την τάση και την ανησυχία των διοικούντων των νεοσύστατων επιχειρήσεων να οδηγήσουν τους οργανισμούς αυτούς σε άμεση αύξηση της παραγωγικότητας και της αποδοτικότητας περικόπτοντας στο μέγιστο τις απώλειες και τα κόστη. Με στόχο την

ταχύτερη και υψηλότερη αύξηση της κερδοφορίας της νέας εταιρίας συνήθως ακολουθούνται τακτικές οι οποίες στρέφονται ενάντια στα δικαιώματα και τα συμφέροντα των εργαζομένων, κυρίως των μη εξειδικευμένων και εκείνων που ανήκουν σε ομάδες ευάλωτες στις ανακατατάξεις (πχ προσωπικό βοηθητικών αρμοδιοτήτων).

Στην περίπτωση που ο αγοραστής προέρχεται από κάποια άλλη χώρα, εκμεταλλεζόμενος τις διασυνοριακές διαφορές στα εργασιακά ζητήματα επιδιώκει τη μείωση του εργατικού κόστους, γεγονός το οποίο έχει άμεσες και αρνητικές επιπτώσεις στις τάξεις των εργαζομένων.

Συχνές είναι και οι επιδράσεις που επιδέχεται μεγάλο ποσοστό των εργαζομένων που έχει να κάνει με τις αλλαγές / τροποποιήσεις που προκύπτουν κατά την προσπάθεια της αγοράστριας εταιρίας να εφαρμόσει την δική της κουλτούρα και οργάνωση σε διάφορους τομείς όπως η φιλοσοφία της διοίκησης ή το σύστημα ιεραρχίας με αποτέλεσμα να δημιουργούνται τριβές και αντιπαραθέσεις μεταξύ των εργαζομένων.

Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία του Ευρωπαϊκού Παρατηρητηρίου Εργασιακών Σχέσεων όπως αναφέρει το Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ στο σύγγραμμα “ Εξαγορές Και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων – Επιπτώσεις στην απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις”, Αθήνα, 2008, οι πραγματοποιηθείσες ή εξαγγελθείσες απολύσεις ως συνέπεια συγχωνεύσεων και εξαγορών εντός της Ε.Ε. κατά τα έτη 2002-2007 ανέρχονται σε 32.511, ενώ οι σχεδιαζόμενες νέες θέσεις σε μόλις 520. Είναι αδιαμφισβήτητο ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επιχειρήσεων αποτελούν ένα σημαντικό κομμάτι της ευρωπαϊκής οικονομίας με δυσμενείς επιπτώσεις στις εργασιακές σχέσεις τόσο σε επίπεδο απασχόλησης όσο και στη διαμόρφωση των όρων και εργασιακών συνθηκών.

Οι οργανωτικές αλλαγές που επιφέρει η συγχώνευση κυρίως μέσω της δημιουργίας διπλών, ταυτόσημων θέσεων, επικάλυψης αρμοδιοτήτων και πλεονάζοντος προσωπικού, επιφέρουν δραστική μείωση του εργατικού δυναμικού και αλλαγές επί το δυσμενέστερο στις εργασιακές σχέσεις. Ακόμη, όμως, και όταν λόγω της συγχώνευσης, δημιουργούνται νέες θέσεις εργασίας, αυτές είναι δυσανάλογες συγκριτικά με αυτές που χάνονται, καθώς ο αριθμός των απωλειών πάντοτε υπερβαίνει τον αριθμό των θέσεων που δημιουργούνται. Ως βασικός λόγος απώλειας της θέσης εργασίας εμφανίζεται στις περισσότερες χώρες, η λήξη της προσωρινής

απασχόλησης (συμβάσεις ορισμένου χρόνου που δεν ανανεώνονται μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχώνευσης), ενώ ακολουθούν η καταγγελία της σύμβασης εργασίας (απόλυση) και η πρόωρη συνταξιοδότηση (η οποία εμφανίζεται συχνά με τη μορφή της εθελούσιας εξόδου). Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι, οι συνέπειες των εξαγορών και συγχωνεύσεων με την μορφή της απώλειας της θέσης εργασίας είναι ιδιαίτερα έντονες για τις γυναίκες και τους εργαζόμενους μεγαλύτερης ηλικίας (άνω των 50 ετών), ως πιο ευπαθείς ομάδες του πληθυσμού.

Σύμφωνα και με τα παραπάνω στοιχεία εύκολα μπορεί κάποιος να καταλάβει πως η διαχείριση του συγκεκριμένου ζητήματος απαιτεί πολύ μεγάλη προσοχή και προγραμματισμό, αφού σε διαφορετική περίπτωση οι επιπτώσεις για την επιτυχία της συγχώνευσης ή της εξαγοράς θα είναι σε μεγάλο βαθμό αρνητικές.

1.5 Στρατηγικές Εξαγοράς

Κατά την υλοποίηση μίας εξαγοράς τα κίνητρα που οδηγούν σε αυτή αλλά και τα συμφέροντα από πλευράς bidder (αγοραστή) και target (στόχου εξαγοράς) συνήθως διαφέρουν. Για παράδειγμα, από πλευράς της αγοράστριας εταιρίας η επιδίωξη μπορεί να είναι η όσο το δυνατόν γρηγορότερη ολοκλήρωση της συμφωνίας με το μικρότερο δυνατό κόστος, ενώ από πλευράς της εταιρίας στόχου η επιδίωξη να είναι η αύξηση του τιμήματος της εξαγοράς και η απόδοση της μεγαλύτερης αξίας προς αυτήν. Το γεγονός αυτό καθορίζει και την τελική στρατηγική που θα ακολουθήσει η κάθε εταιρία αποσκοπώντας να έρθει όσο πιο κοντά στον στόχο της.

1.5.1 Στρατηγική αγοραστή

Από το μέρος του αγοραστή η διαδικασία αποτελείται από συγκεκριμένα στάδια που ακολουθούνται σε κάθε περίπτωση. Η σειρά των σταδίων αυτών είναι η εξής :

1. Ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής και στρατηγικής εξαγορών. Στο αρχικό αυτό στάδιο οριστικοποιείται η γενικότερη στρατηγική της εταιρίας, αξιοποιώντας

συγκεκριμένα εργαλεία (ανάλυση PEST και SWOT)⁶ και καθορίζεται ο τρόπος ανάπτυξης της επιχείρησης στην αγορά.

2. Εύρεση κατάλληλων εταιριών στόχων. Για να μπορέσει η επιχείρηση να προχωρήσει στο στάδιο αυτό απαραίτητο είναι να έχει δημιουργήσει μία λίστα κριτηρίων που θα πρέπει να πληρούν οι υποψήφιος προς εξαγορά εταιρίες. Για την κατασκευή της λίστας αυτής πάλι χρησιμοποιείται συνήθως η SWOT ανάλυση που βοηθάει την αγοράστρια εταιρία να προσδιορίσει την στρατηγική καταλληλότητα σε θέματα πόρων και ικανοτήτων της εταιρίας target αλλά και το μέγεθος της μελλοντικής επιπρόσθετης αξίας που θα δημιουργηθεί από την εξαγορά ή την συγχώνευση των εταιριών.
3. Δημιουργία των μεγεθών και των παραμέτρων της συμφωνίας. Στο στάδιο αυτό έχουμε την επιλογή των κατάλληλων προσώπων αλλά και διαδικασιών που θα χρησιμοποιηθούν έτσι ώστε να ολοκληρωθούν όλες οι ενέργειες που σχετίζονται με οικονομικές, νομικές και φορολογικές λειτουργίες αλλά και με τα ιδιαίτερα σημαντικά ζητήματα της σωστής πληροφόρησης και της αποτίμησης για την εταιρία στόχο.
4. Εφαρμογή τακτικών εξαγοράς. Το στάδιο αυτό σχετίζεται κυρίως με το αν η εξαγορά θα είναι φιλική ή εχθρική. Στην πρώτη περίπτωση, η εταιρία bidder πρέπει να δομήσει κατάλληλα τους όρους της προσφοράς, να έρθει σε επαφή με την διοίκηση της εταιρίας target και να διαπραγματευτεί να περιορίσει όσο το δυνατόν το κόστος της συναλλαγής. Στην περίπτωση όπου η εταιρία κινηθεί με εχθρική προσφορά θα πρέπει να δώσει σημασία στις στρατηγικές της συμμαχίες (πχ επενδυτές, τράπεζες) , να επιλέξει προσεκτικά κάποια συμβουλευτική ομάδα που θα συνεργαστεί μαζί της, καθώς και να αναπτύξει καλές δημόσιες σχέσεις με θεσμικούς φορείς διατηρώντας ταυτόχρονα ένα χαμηλό προφίλ.
5. Ενσωμάτωση και αξιολόγηση. Στο τελευταίο αυτό στάδιο λαμβάνει χώρα η διαδικασία της πρακτικής ενοποίησης των δύο εταιριών. Η ενοποίηση και ενσωμάτωση αφορά τόσο την κουλτούρα και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας στόχου, τόσο όμως και το ανθρώπινο δυναμικό και τους οργανωτικούς αυτοματισμούς της. Η αξιολόγηση εκτελείται σε τακτά χρονικά διαστήματα μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας και εξυπηρετεί στην εξαγωγή συμπερασμάτων

⁶ Η ανάλυση PEST και SWOT είναι στρατηγικά εργαλεία του Μάρκετινγκ που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος μίας επιχείρησης.

σχετικά με την ορθότητα των αποφάσεων και της διαχείρισης, αλλά στην αντιμετώπιση και διόρθωση προβλημάτων.

1.5.2 Στρατηγική εταιρίας στόχου

Η στρατηγική σχετικά με την επικείμενη εξαγορά από πλευράς της εταιρίας στόχου σχετίζεται κυρίως με διάφορες μορφές αντίστασης που μπορεί να προβάλλει η εταιρία απέναντι στην εξαγορά. Τα κίνητρα για την τήρηση μίας τέτοιας στάσης συνήθως συνδέονται με την επιδίωξη των διοικητικών στελεχών της εταιρίας για αύξηση της αξίας των μετόχων τους, αλλά και από την επιδίωξη να εξυπηρετήσουν τα δικά τους συμφέροντα διατηρώντας τις θέσεις και τους ρόλους που έχουν αναλάβει. Οι αγοράστριες εταιρίες οι οποίες αντιμετωπίζουν μορφές αμύνης που προκύπτουν από την πρώτη κατηγορία, συνήθως μετατρέπουν την εχθρική στάση της εταιρίας στόχου σε φιλική, αυξάνοντας κατά ένα ποσοστό την προσφορά που είχαν αρχικά ορίσει. Το επιπλέον αυτό ποσό αναφέρεται και ως bid premium. Αντιθέτως, όταν η άμυνα προκύπτει από τα κίνητρα της δεύτερης κατηγορίας τότε η διάθεση της εταιρίας στόχου παραμένει εχθρική σε όλη την διάρκεια της περιόδου ελέγχου της προσφοράς (bid period).

Οι βασικές μορφές άμυνας διαχωρίζονται σε αυτές που εφαρμόζονται προληπτικά στην περίοδο πριν την προσφορά και σε αυτές που εφαρμόζονται την περίοδο μετά την προσφορά.

Πριν από την προσφορά οι στρατηγικές άμυνας σχετίζονται με την βελτίωση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας, τη μείωση των εξόδων και του κόστους, την τροποποίηση του καταστατικού της εταιρίας αλλά και με αλλαγές στη δομή της διοίκησης. Οι στρατηγικές αυτές έχουν ως επιδίωξη την αύξηση της αξίας της επιχείρησης και των μερισμάτων ανά μετοχή αλλά και την αύξηση του απαιτούμενου χρόνου από πλευράς του bidder για την υλοποίηση της πράξης.

Παράλληλα την ίδια περίοδο η εταιρία - στόχος επιδιώκει να διατηρεί μία καλή εικόνα στο εξωτερικό της περιβάλλον, να έχει καλές σχέσεις με επενδυτές και μετόχους αλλά και να δημιουργήσει όσο αυτό είναι εφικτό, συμμαχίες με άλλες επιχειρήσεις έτσι ώστε να λαμβάνει την στήριξη εκ μέρους των παραγόντων αυτών.

Όσον αφορά την περίοδο που ακολουθεί μετά την προσφορά, η εταιρία στόχος υιοθετώντας αντίστοιχες τακτικές προσπαθεί να εξυπηρετήσει τους σκοπούς της εκθέτοντας τον bidder στο εξωτερικό περιβάλλον και διαβάλλοντας την φήμη του. Αυτό επιτυγχάνεται κυρίως με την υπόσχεση της εταιρίας στόχου για αύξηση των μελλοντικών κερδών και μερισμάτων, έτσι ώστε η προσφορά που έχει καταθέσει να δείχνει χαμηλής αξίας, ή με προσφυγή σε εποπτικές αρχές επιδιώκοντας απαγόρευση της εξαγοράς.

1.6 Αποδοτικότητα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Η πράξεις των Σ&Ε πολλές φορές συγκεντρώνουν το ενδιαφέρον κυρίως λόγω των μεγάλων κεφαλαιακών απαιτήσεων αλλά και λόγω των δεσμεύσεων και των υποχρεώσεων που δημιουργούνται από την υλοποίηση των πράξεων και έπειτα. Το στοιχείο που απασχολεί όμως κατά κύριο λόγο όλα τα εμπλεκόμενα πρόσωπα είναι το κατά πόσο η νέα εταιρία που θα προκύψει από την συγχώνευση ή την εξαγορά θα καταφέρει να δημιουργήσει ίση ή και μεγαλύτερη αξία από τις προηγούμενες.

Γενικότερα υπάρχει η παραδοχή πως μία συγχώνευση χαρακτηρίζεται ως αποδοτική όταν η μελλοντική αξία των ταμειακών ροών της ενιαίας επιχείρησης θα είναι μεγαλύτερη ή τουλάχιστον ίση με τις αντίστοιχες της κάθε μιας επιχείρησης ξεχωριστά, συν την αντίστοιχη μελλοντική παρούσα αξία των συνεργειών⁷ της συγχώνευσης, μειωμένη κατά το καταβαλλόμενο premium και τα έξοδα εξαγοράς. (Κυριαζής Δ. 2007, “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές”)

Η σχέση που προκύπτει από την παραπάνω τοποθέτηση είναι η ακόλουθη:

$$PVCF (B+T) \geq PVCF (B) + PVCF (T) + PVCF (synergies) - Premium - Acquisitions Exps$$

Όπου, PVCF = Present Value Cash Flow (Παρούσα Αξία Ταμειακών Ροών)

Το Premium αντιστοιχεί στο premium που δίδεται στους μετόχους της εταιρείας στόχου της εξαγοράς και αντιπροσωπεύει τα συνεργιστικά οφέλη από την

⁷ Οι συνέργειες περιγράφονται από τα οικονομικά οφέλη που αποκομίζει η νέα ενιαία επιχείρηση από τη ενοποίηση των δύο προηγούμενων. Συνήθως σχετίζονται με μειώσεις κόστους από διαμοιρασμό εξόδων, μεγέθυνση δανειακής ικανότητας, πρόσβαση σε διευρυμένο πελατολόγιο.

συγχώνευση. Για να προκύψει αξία για τους μετόχους της αγοράστριας εταιρείας, θα πρέπει το ποσό του premium να μην υπερβαίνει τις συνέργειες αυτές.

1.6.1 Μέθοδοι εκτίμησης αποδοτικότητας

Κατά καιρούς έχουν αναπτυχθεί αρκετές μελέτες, οι οποίες επιχειρούν να εκτιμήσουν κατά πόσο μια πράξη συγχώνευσης θα κριθεί αποδοτική. Δύο εξ αυτών έχουν αναδειχθεί ως επικρατέστερες. Η πρώτη και πιο κλασική μέθοδος κάνει χρήση διαφόρων λογιστικών μεγεθών και αριθμοδεικτών από τα στοιχεία των εταιριών και εφαρμόζει συγκρίσεις σε σχέση με το πριν και το μετά από την συμφωνία. Ως μέτρο σύγκρισης χρησιμοποιούνται μη συγχωνευμένες επιχειρήσεις με δραστηριότητα στον ίδιο κλάδο.

Η δεύτερη μέθοδος, γνωστή και ως event study analysis ή abnormal returns methodology επιχειρεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετόχων, τόσο από την πλευρά του αγοραστή όσο και από την πλευρά του εξαγοραζόμενου μέλους. Σημαντικό είναι να αναφερθεί πως η πρώτη μέθοδος εξετάζει την επίπτωση της πράξης αφού το γεγονός έχει συμβεί (ex-post), ενώ η δεύτερη πριν από αυτό (ex-ante).

1.6.1.1 Μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων

Η μέθοδος αυτή ξεκίνησε να εφαρμόζεται αρκετά πριν εμφανισθεί και καθιερωθεί η θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών (δεύτερη μέθοδος) που θα εξεταστεί στη συνέχεια. Κατά το ξεκίνημα η μέθοδος έκανε χρήση βασικών λογιστικών στοιχείων, όπως για παράδειγμα τα λειτουργικά και καθαρά κέρδη, οι ταμειακές ροές ή η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων. Στην πορεία όμως καθιερώθηκε να γίνεται χρήση λειτουργικών ταμειακών ροών καθώς και άλλων μεγεθών και δεικτών αξιοποίησης στοιχείων του ενεργητικού.

Τα βασικά στάδια της μεθόδου είναι τα ακόλουθα.

- Η αναγνώριση ενός δείγματος μη συγχωνευμένων και συγκρίσιμων εταιριών (control group) . Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως η μέθοδος αυτή βασίζεται στα αποτελέσματα της στην σύγκριση των μεγεθών μεταξύ των υπό εξέταση

εμπλεκόμενων στη συγχώνευση ή εξαγορά εταιριών και κάποιων άλλων που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Η επιλογή των εταιριών αυτών γίνεται με συγκεκριμένα κριτήρια όπως για παράδειγμα οι λειτουργικές αποδόσεις αυτών στις επενδύσεις τους, γεγονός που αντανακλά σχεδόν ταυτόσημα περιθώρια λειτουργικού κέρδους και αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας συνολικού ενεργητικού.

- Υπολογισμός της μέσης απόδοσης των συγκρίσιμων εταιριών. Στο στάδιο αυτό υπολογίζεται η απόδοση του control group για τις δύο περιόδους και στη συνέχεια προσδιορίζεται η διαφορά με την απόδοση της συγχωνευθείσας εταιρίας. Για να προκύψουν πιο έγκυρα αποτελέσματα απαραίτητο είναι σύμφωνα με την εφαρμογή της μεθόδου να χρησιμοποιείται ως δείγμα σύγκρισης μία ενδιάμεση απόδοση του control group (media industry adjusted performance) και όχι μεμονωμένες περιπτώσεις εταιριών.

Συμπερασματικά ως προς την αποδοτικότητα της συγκεκριμένης μεθόδου, εκφράζεται η ακόλουθη τοποθέτηση.

Με την αξιολόγηση της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων επιχειρείται μια πραγματική - ρεαλιστική ανάλυση των επιπτώσεων της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, όπως αυτές αποτυπώνονται μέσα από τις λογιστικές καταστάσεις. Επίσης με την χρήση της μεθόδου αυτής μπορούμε να πούμε πως παρακάμπτεται το πρόβλημα της έλλειψης στοιχείων για μικρότερες και μη εισηγμένες επιχειρήσεις.

Ωστόσο όμως, η συγκεκριμένη μέθοδος χαρακτηρίζεται και από κάποια μειονεκτήματα. Βασικό μειονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι η δημιουργία του σωστού - κατάλληλου δείγματος εταιριών είναι μία όχι και τόσο απλή διαδικασία, αφού ενέχει σε μεγάλο βαθμό το στοιχείο της υποκειμενικότητας. Υποκειμενικά και εύαλωτα στη διαφοροποίηση των συνθηκών επίσης χαρακτηρίζονται πολλές φορές και τα μέτρα σύγκρισης που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της απόδοσης, αποτελώντας ένα ακόμα αδύνατο σημείο της μεθόδου. Σημαντικό μειονέκτημα επίσης αποτελεί το γεγονός ότι ο χρονικός ορίζοντας που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη σε κάθε περίπτωση αξιολόγησης δεν είναι συγκεκριμένος και ο προσδιορισμός του αποτελεί επίσης μια σύνθετη και πολύπλοκη διαδικασία.

Καταλήγοντας, μπορούμε να πούμε πως η μέθοδος χρήσης λογιστικών στοιχείων ενδεχομένως να παρουσιάζει σημαντικές αδυναμίες σε κάποιες περιπτώσεις οι οποίες

όμως δεν την απαξιώνουν σε βαθμό τέτοιο που να μη λαμβάνεται υπόψη από τους αναλυτές και να μην συνεισφέρει σημαντικά στις μελέτες ανάδειξης των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων.

Συγκεκριμένα η επιλογή του κατάλληλου μέτρου απόδοσης (benchmark) με το οποίο συγκρίνεται η απόδοση των συγχωνευόμενων είναι καθοριστικής σημασίας για την αξία των αποτελεσμάτων των μελετών ενώ παράλληλα τα μέτρα αυτά πρέπει να προσαρμόζονται στις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο. Τέλος πρέπει να υπάρχει διαρκής αναπροσαρμογή στους λογιστικούς κανόνες που ισχύουν στην κάθε χώρα την εκάστοτε χρονική περίοδο.

1.6.1.2 Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων

Η μέθοδος αυτή για να εξάγει τα συμπεράσματά της ορίζει δύο βασικές χρονικές περιόδους. Η πρώτη είναι η περίοδος (ενός έως τριών ετών) πριν από τη στιγμή της ανακοίνωσης του γεγονότος της προσφοράς εξαγοράς (bid event) ή οποία κρίνεται ως ανεπηρέαστη από το συγκεκριμένο γεγονός. Ενώ η δεύτερη είναι η περίοδος από τη στιγμή του bid event μέχρι και την ημερομηνία ολοκλήρωσής του.

Σκοπός της μεθόδου είναι να συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετόχων με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις για το διάστημα από το bid event ως και την ολοκλήρωση της συμφωνίας που προκύπτουν από το διάστημα 1-3 ετών όπως αναφέρεται και παραπάνω. Στην πράξη υπολογίζεται η διαφορά της πρώτης από την δεύτερη περίοδο.

$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$, όπου :

j = το πλήθος των μετοχών του δείγματος

t = συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα

R_{jt} = οι αποδόσεις μετοχών

$E(R_{jt})$ = οι προβλεπόμενες αποδόσεις των μετοχών

Για τον υπολογισμό των πραγματικών αποδόσεων χρησιμοποιούνται οι τιμές των μετοχών και τα καταβληθέντα μερίσματα με προϋπόθεση την επανεπένδυση αυτών.

Για τον υπολογισμό των εκτιμώμενων αποδόσεων (benchmark returns)

χρησιμοποιείται η ανάλυση παλινδρόμησης για υποδείγματα όπως το CAPM⁸ και το market model.

Το market model συσχετίζει την απόδοση των υπό εξέταση επιχειρήσεων με την απόδοση ενός συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου αναφοράς (benchmark portfolio), που συνήθως αυτό είναι ο Γενικός Δείκτης της αγοράς. Με τον τρόπο αυτόν στον υπολογισμό της απόδοσης λαμβάνεται υπόψη ο κίνδυνος της αγοράς. Στο υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM), η προβλεπόμενη απόδοση υπολογίζεται από την εφαρμογή των παραμέτρων a και b στην ακόλουθη σχέση πάνω στο risk premium⁹ της περιόδου παρατήρησης.

Σημειώνεται ότι ως risk premium ορίζεται η επιπρόσθετη απόδοση ενός χρεογράφου σε σχέση με χρεόγραφα μηδενικού κινδύνου.

$$R_{jt} - R_{ft} = a_{jt} + b_{jt} [E(R_{mt} - R_{ft})] e_{jt}$$

Όπου R_f = risk free rate και $E(R_{mt} - R_{ft}) e_{jt}$ = expected risk premium

Σε μία σύγκριση μεταξύ των δύο μεθόδων μπορούμε να πούμε πως η μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων υπερτερεί συγκριτικά με τις λογιστικές μεθόδους κυρίως λόγω της δυνατότητας που παρέχει για την εύκολη χρήση μεγάλων δειγμάτων καθώς όμως και για το γεγονός ότι απομονώνει τα προβλήματα που προκύπτουν κατά την χρήση των διαφορετικών λογιστικών μεθόδων, σε σχέση με τους εκάστοτε κανονισμούς. Επιπλέον, κάνοντας χρήση της ανάλυσης πολλαπλής παλινδρόμησης παρέχει τη δυνατότητα εξαγωγής συμπερασμάτων, αξιοποιώντας πλήθος ανεξάρτητων βοηθητικών μεταβλητών σε σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή των μη κανονικών αποδόσεων.

Ωστόσο όμως μειονεκτεί ως προς κάποιους άλλους παράγοντες, όπως στο γεγονός ότι βασίζει τις προβλέψεις επάνω στην αποτελεσματικότητα της αγοράς και στην

⁸ Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM) είναι μια θεωρία τιμολόγησης ενός περιουσιακού στοιχείου, σύμφωνα με την οποία η απόδοση μιας επένδυσης ισούται με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου συν ενός premium για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι επενδυτές για το περιουσιακό στοιχείο. Πιο συγκεκριμένα, το CAPM είναι ένα υπόδειγμα που περιγράφει τη σχέση μεταξύ του κινδύνου και της αναμενόμενης απόδοσης ενός κεφαλαιακού περιουσιακού στοιχείου και χρησιμοποιείται για τιμολόγηση χρεογράφων που εμπεριέχουν ρίσκο. Το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) υποδεικνύει ότι η αναμενόμενη απόδοση ενός ομολόγου ή ενός χαρτοφυλακίου είναι ίση με την τιμή ενός ομολόγου χωρίς κίνδυνο, πλέον του risk premium πολλαπλασιαζόμενου με το συστημικό κίνδυνο του περιουσιακού στοιχείου.

⁹ Ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) ονομάζεται η ελάχιστη χρηματική αμοιβή η οποία αναμένεται ότι θα αποδοθεί από μια επένδυση που ενέχει ρίσκο.

αξιοποίηση πληροφοριών κατά την περίοδο της ανακοίνωσης της εξαγοράς, με επίπτωση να είναι εκτεθειμένη στο πρόβλημα της ασυμμετρίας της πληροφόρησης. Ακόμα, επηρεάζεται άμεσα από τυχόν διαφοροποίηση της απόδοσης και του κινδύνου των επιχειρήσεων καθώς επίσης μπορεί να χαρακτηριστεί ευάλωτη στην επιλογή του κατάλληλου benchmarking με το οποίο σχετίζεται η πορεία των μετοχών στο παρελθόν.

1.6.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση

Για να διευκολυνθεί η ανάλυση και η μελέτη των παραγόντων αναγκαίο κρίνεται αυτοί να επιμεριστούν σε δύο κατηγορίες, τους μακροπρόθεσμους και τους βραχυπρόθεσμους.

1.6.2.1 Μακροπρόθεσμοι παράγοντες

Όσον αφορά τους μακροπρόθεσμους παράγοντες, αρχικά μπορούμε να πούμε πως είναι εκείνοι που επηρεάζουν μία συγχώνευση ή εξαγορά στο επίπεδο ολόκληρης της στρατηγικής που εφαρμόζει μια επιχείρηση για την απόκτηση ή την διατήρηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος στην αγορά.

Οι βασικότεροι αυτών είναι :

Η χρονική φάση του κλάδου και της οικονομίας

Τόσο η λειτουργία του κλάδου δραστηριοποίησης της επιχείρησης αλλά και της οικονομίας σε επίπεδο χώρας, επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τα μεγέθη που παράγουν και που θα παράγουν μελλοντικά οι επιχειρήσεις. Η τοποθέτηση αυτή συνδέεται άμεσα με τη δημιουργία των κυμάτων των Σ&Ε αφού οι πράξεις αυτών ακολουθούν αυξητική ή πτωτική πορεία ανάλογα με το αν ο κλάδος ή η οικονομία βρίσκεται σε φάση ανόδου ή συρρίκνωσης. Ειδικότερα, όταν οι συνθήκες κρίνονται κατάλληλες για την υλοποίηση πράξεων συγχώνευσης ή εξαγοράς, τότε όπως αποδεικνύεται και από ιστορικές αναλύσεις έχουμε μαζική δραστηριότητα των επιχειρήσεων. Η κινητικότητα αυτή όμως επιφέρει επιδείνωση του προβλήματος ασυμμετρίας πληροφόρησης, κατάσταση η οποία συνεπάγεται λανθασμένες εκτιμήσεις με γενικότερο αποτέλεσμα τη μείωση του ενδιαφέροντος για Σ&Ε.

Ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων των υπό συγχώνευση επιχειρήσεων

Στην περίπτωση αυτή εξετάζεται το αν τα κέρδη που θα προκύψουν από την συγχώνευση κάποιων εταιριών θα είναι μεγαλύτερα στην περίπτωση που οι εταιρίες αυτές παρουσίαζαν συσχετισμένες ως ένα βαθμό δραστηριότητες (οριζόντιες, κάθετες, εστιασμένες συγχωνεύσεις) ή αν τα κέρδη θα είναι υψηλότερα στην περίπτωση που οι δραστηριότητες τους προ συγχώνευσης ήταν ασυσχέτιστες.

Ανατρέχοντας σε μελέτες διαπιστώνεται ότι ένα μεγάλο μέρος των αναλυτών υποστηρίζουν την πρώτη εκδοχή, κατά την οποία επισημαίνεται πως εταιρίες με παρόμοια ή συμπληρωματικά προϊόντα και περιουσιακά στοιχεία είναι πιθανότερο να πραγματοποιήσουν κάποια συγχώνευση με υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με εταιρίες με ασυσχέτιστα προϊόντα ή περιουσιακά στοιχεία. Η ίδια πεποίθηση όσον αφορά τις αποδόσεις εκφράζεται και με μία διαφορετική προσέγγιση, η οποία περιγράφει την σχέση εξάρτησης σε επίπεδο προσφοράς και ζήτησης που ενδεχομένως να έχουν δύο εταιρίες (συγχώνευση μεταξύ αγοραστή και προμηθευτή).

Από την άλλη πλευρά όμως, υπέρμαχοι υπάρχουν και για την άποψη πως εξίσου σημαντική αξία δημιουργούν και επιχειρήσεις ασυσχέτιστες μεταξύ τους. Συγκεκριμένα οι προσεγγίσεις αναφέρουν πως αυτό συμβαίνει κυρίως λόγω της δημιουργίας διοικητικών ή χρηματοοικονομικών συνεργειών που προκύπτουν από τον χαμηλότερο κίνδυνο που δημιουργεί η χαμηλή συσχέτιση των διαφορετικών ταμειακών ροών των επιχειρήσεων. Αξιοσημειώτες είναι και οι προσεγγίσεις ερευνητών οι οποίες αναφέρουν πως η σχέση μεταξύ της απόδοσης και της διαφοροποίησης είναι μη γραμμική, καθώς υπάρχει ένας άριστος βαθμός διαφοροποίησης που αυξάνει την απόδοση της συγχώνευσης.

Ωστόσο, η διαφοροποίηση των απόψεων επηρεάζεται και από τη χρονική στιγμή που γίνεται η μελέτη, αφού τόσο η πρώτη όσο και η δεύτερη τοποθέτηση καταρρίπτονται αν εξετάσουμε παρόμοιες περιπτώσεις σε διαφορετικές φάσεις όμως του κλάδου και της οικονομίας γενικότερα.

Γεωγραφική διαφοροποίηση

Όπως και στην προηγούμενη περίπτωση, έτσι και εδώ έχουν διατυπωθεί διαφορετικές απόψεις ως προς το αν μία συγχώνευση θα είναι πιο αποδοτική εντός ή εκτός

συνόρων της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η αγοράστρια εταιρία. Είναι όμως λογικό να συμβαίνει αυτό αφού οι διαφορές από χώρα σε χώρα, όσον αφορά το νομικό πλαίσιο, τα λογιστικά πρότυπα και τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης είναι μεγάλες. Μελέτη των John Doukas and Nikolaos Travlos¹⁰ αναφέρει πως πολυεθνικές αγοράστριες εταιρίες με έδρα τις ΗΠΑ, εμφάνισαν ιδιαίτερα υψηλές επιδόσεις ακολουθώντας στρατηγική συγχωνεύσεων εκτός συνόρων. Πιο ολοκληρωμένη δείχνει όμως να είναι η τοποθέτηση των John et al (2010)¹¹ η οποία βασίζεται στον ανωτέρω ισχυρισμό περί διαφοροποίησης χαρακτηριστικών από χώρα σε χώρα και που αναφέρει πως οι υψηλότερες αποδόσεις εμφανίζονται στις περιπτώσεις που η εταιρία-στόχος βρίσκεται σε χώρα που ισχύει χαμηλό καθεστώς προστασίας μετόχων, ενώ αντίστοιχα αρνητικές αποδόσεις εμφανίζονται σε χώρες που ισχύουν κανονισμοί για την υπεράσπιση και προστασία των μετόχων.

1.6.2.2 Βραχυπρόθεσμοι παράγοντες

Οι βραχυπρόθεσμοι παράγοντες ως επί το πλείστον έχουν να κάνουν με τις συνθήκες που ισχύουν κατά την διαδικασία της προσφοράς αλλά και με τον τρόπο που γίνεται και υλοποιείται αυτή. Οι κυριότεροι αυτών είναι :

Το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας στόχου

Οι πιο πρόσφατες έρευνες αναφέρουν πως οι προσφορές εξαγορών για ιδιωτικές, μη εισηγμένες εταιρίες οδηγούν στην πλειοψηφία τους σε θετικές αποδόσεις, σε αντίθεση με τις προσφορές προς εισηγμένες εταιρίες που καταλήγουν σε μηδενικές ή και αρνητικές αποδόσεις. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι το premium της εξαγοράς είναι συνήθως 20% με 30% χαμηλότερο συγκριτικά με αυτό των εισηγμένων εταιριών.

Ακόμη ένα σημαντικό συμπέρασμα που προέκυψε από σχετικές έρευνες, είναι πως σε υψηλές αποδόσεις συνήθως οδηγούν και οι πράξεις συγχωνεύσεων που υλοποιούνται

¹⁰ Doukas J. and Travlos N. (1988) The effect of corporate multinasionalism on shareholders wealth: Evidence from international acquisitions.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1988.tb03962.x>

¹¹ John K. ,Freund S. ,Nguyen D (2010) Investor protection and cross-border acquisitions of private and public targets, Journal of Corporate Finance
https://www.researchgate.net/publication/46497734_Investor_protection_and_cross-border_acquisitions_of_private_and_public_targets

με προσφορά ανταλλαγής μετοχών. Το γεγονός αυτό συμβαίνει κυρίως λόγω της μειωμένης ασυμμετρίας πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιριών, αφού συνήθως αυτού του τύπου οι προσφορές γίνονται μεταξύ εταιριών της ίδιας οικογένειας (μητρική-θυγατρική) εξασφαλίζοντας έτσι την αμοιβαία ροή αξιόπιστων πληροφοριών. Ένας ακόμα παράγοντας στον οποίο θα μπορούσε να αποδοθεί η υπεροχή των stock offers είναι ο περιορισμός του προβλήματος της αντιπροσώπευσης που ισχύει στις ιδιωτικές εταιρίες στόχους, αφού η μετοχική ιδιοκτησία των εταιριών αυτών συνήθως είναι συγκεντρωμένη σε λίγους, βασικούς μετόχους.

Ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος

Με κριτήριο πάντα τις μελέτες που γίνονται τα τελευταία χρόνια, διαπιστώνεται πως οι προσφορές που γίνονται με μετρητά προσφέρουν ανώτερες αποδόσεις συγκριτικά με αυτές που γίνονται με stock offer. Οι λόγοι που συμβαίνει αυτό είναι δύο :

α) Η πιθανή σηματοδότηση υπερτίμησης των μετοχών του αγοραστή. Η υπόθεση αυτή αρχικά προέβλεπε πως όταν η διοίκηση μίας εταιρίας εκτιμά πως η μετοχή της είναι υπερτιμημένη, θα έχει το κίνητρο να προχωρήσει σε προσφορά εξαγοράς χρησιμοποιώντας την υπερτιμημένη αξία των μετοχών αυτών. Επειδή όμως το ενδεχόμενο αυτό είναι γνωστό στις διοικήσεις των εταιριών στόχων, συνήθως υπάρχει μία διστακτικότητα στην αποδοχή της προσφοράς, γεγονός το οποίο οδηγεί στην πτώση της αξίας της μετοχής της αγοράστριας εταιρίας (αν και εφόσον υφίσταται υπερτίμηση) εξισορροπώντας την πραγματική της τιμή και που επιφέρει χαμηλότερες αποδόσεις. Μελέτες όμως που επέκτειναν την αρχική ιδέα εκφράζουν πως οι υψηλά αποτιμημένες εταιρίες θα προχωρήσουν σε προσφορά με μετρητά, σηματοδοτώντας έτσι την αγορά για την υψηλή τους αξία.

β) Η δραστηριότητα του merger arbitrage¹² και συγκεκριμένα οι ανοικτές πωλήσεις (short selling) που πραγματοποιούν οι merger arbitrageurs αμέσως μετά την ανακοίνωση της προσφοράς πάνω στις μετοχές των αγοραστριών εταιριών, με ταυτόχρονη αγορά μετοχών της εισηγμένης εταιρίας στόχου για να εκμηδενίσουν τον κίνδυνο της αγοράς. Το γεγονός αυτό είναι λόγος που οδηγεί στην πτώση της τιμής της μετοχής της αγοράστριας εταιρίας και κατ'επέκταση σε αρνητικές αποδόσεις.

¹² Ως arbitrage ορίζεται η ταυτόχρονη αγορά και πώληση της ίδιας (ή παρόμοιας) επένδυσης σε δύο διαφορετικές αγορές με δύο διαφορετικές τιμές. Πρόκειται για κερδοσκοπική στρατηγική η οποία μπορεί να οδηγήσει σε κέρδη χωρίς την ανάληψη κινδύνου.

Οι δύο παραπάνω λόγοι ενισχύουν σημαντικά την άποψη πως οι προσφορές με την χρήση μετρητών αναμένεται να αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις. Ωστόσο όμως και εδώ υπάρχει αντιπαράθεση απόψεων για τον αν υπάρχει κάποιος γενικότερος κανόνας που να εξηγεί τη συμπεριφορά τόσο της αγοράστριας όσο και της εταιρίας στόχου ως προς την αποτίμηση της πραγματικής αξίας και την επιλογή του μέσου εξαγοράς, με αδιαμφισβήτητη διαπίστωση πως σημαντικό ρόλο σε αυτό παίζει ο βαθμός ανταγωνιστικότητας στην αγορά και το μέγεθος (εισηγμένες και μη) των εταιριών.

Επίπεδο επενδυτικών ευκαιριών και αποτίμησης των εταιριών

Ο συγκεκριμένος παράγοντας βρίσκεται σε αλληλεπίδραση με το μέτρο εκτίμησης των επενδυτικών ευκαιριών μίας εταιρίας, γνωστό στη βιβλιογραφία ως Q ratio. Το Q ratio ορίζεται ως η αγοραία αξία της επιχείρησης προς το τρέχον κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών της στοιχείων. Οι περισσότερες μελέτες δείχνουν πως το υψηλό Q ratio μίας επιχείρησης πριν την κατάθεση της προσφοράς αποφέρει υψηλότερες αποδόσεις. Όπως επίσης με υψηλές αποδόσεις σχετίζεται και η διαφορά στον δείκτη αποτίμησης μεταξύ αγοράστριας εταιρίας και εταιρίας στόχου.

Αντίθετη με αυτή τη προσέγγιση εμφανίζεται να είναι η μελέτη “ Does investor misevaluation drive the takeover market ?” (Dong Ming, The Journal of Finance (2006)) η οποία αναφέρει πως η παραπάνω τοποθέτηση δεν επαληθεύεται εξετάζοντας διαφορετικές περιόδους στα κύματα Σ&Ε και συγκεκριμένα πως το υψηλό Q ratio κατά την δεύτερη περίοδο σχετίζεται με αρνητικές αποδόσεις επιβεβαιώνοντας έτσι την θεωρία υπερτίμησης των αγορών.

Επίπεδο ανταγωνισμού μεταξύ των αγοραστριών εταιριών

Δεδομένο θεωρείται το γεγονός πως το μεγαλύτερο πλήθος υποψήφιων αγοραστρών επιφέρει υψηλότερα κέρδη για τους μετόχους των εταιριών στόχων και χαμηλότερα για εκείνους των αγοραστριών εταιριών. Το στοιχείο όμως που δεν είναι ξεκάθαρο είναι η επίδραση του αναμενόμενου premium για μία εταιρία στόχο στους υπόλοιπους αγοραστές καθώς ένα υψηλό αναμενόμενο premium συνεπάγεται διστακτικότητα στην κατάθεση αντίστοιχης προσφοράς από τις ανταγωνίστριες εταιρίες.

Τα μεγέθη των εταιριών

Στην περίπτωση αυτή οι περισσότερες μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα πως η σχέση μεταξύ του μεγέθους του αγοραστή και των μελλοντικών αποδόσεων είναι αρνητική. Αυτό προκύπτει κυρίως από τα υψηλά κόστη αντιπροσώπευσης και ελέγχου της διοίκησης της εταιρίας, κάτι το οποίο όμως δεν ισχύει σε επιχειρήσεις που η μετοχική ιδιοκτησία είναι συγκεντρωμένη σε λίγους και μεγάλους. Επίσης χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι στις μεγάλες εταιρίες συναντάται συχνά το φαινόμενο της υπερεκτίμησης των δυνατοτήτων και της αλαζονείας των διοικούντων το οποίο πολλές φορές οδηγεί σε αρνητικές εξελίξεις για τις αγοράστριες εταιρίες.

Αναφορικά με το μέγεθος της εταιρίας προς εξαγορά όμως οι απόψεις και πάλι είναι αντικρουόμενες. Από τη μία πλευρά υπάρχει η πεποίθηση πως οι μεγαλύτερες σε μέγεθος εταιρίες στόχοι οδηγούν σε χαμηλότερες αποδόσεις, κυρίως εξαιτίας της αβεβαιότητας που υπάρχει για αυτές ως προς την επιτυχή ολοκλήρωση της πράξης αλλά και λόγω της χαμηλής λειτουργικής απόδοσης που συνήθως σημειώνεται μακροπρόθεσμα μετά την εξαγορά. Από την άλλη όμως εκφράζεται η άποψη πως τα παραπάνω ισχύουν μόνο για τις μεγάλες εισηγμένες στις αγορές επιχειρήσεις, αφού σε μία μεγάλη ιδιωτική εταιρία, αναμένεται να υπάρχει χαμηλότερο premium εξαγοράς και ταυτόχρονα μεγαλύτερος και αποδοτικότερος ελεγκτικός ρόλος από την πλευρά των μεγάλων μετόχων, που θα ενισχύει το κοινό συμφέρον της νέας ενιαίας εταιρίας.

Ο χαρακτήρας της προσφοράς

Το κατά πόσο μια συγχώνευση θα καρποφορήσει αλλά και σε τι βαθμό είναι λογικό και αναμενόμενο να επηρεάζεται από την διάθεση της προσφοράς, αν δηλαδή αυτή θα είναι φιλική ή εχθρική. Οι περισσότερες μελέτες επαληθεύουν τον ισχυρισμό ότι μια εχθρική προσφορά αποφέρει υψηλότερες αποδόσεις για τους μετόχους της εταιρίας στόχου συγκριτικά με εκείνες των μετόχων της αγοράστριας εταιρίας.

Συνοψίζοντας, να αναφερθεί πως εκτός από τους παραπάνω παράγοντες που είναι και οι βασικότεροι, υπάρχουν ορισμένοι συμπληρωματικοί που πολλές φορές επηρεάζουν σημαντικά την απόδοση των Σ&Ε. Παραδείγματα αυτών είναι η ασυμμετρία της πληροφόρησης, η κατοχή μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας στόχου από την αγοράστρια αλλά και η φήμη των συμβούλων που συνεργάζονται με τους υποψήφιους αγοραστής.

1.7 Στοιχεία από την εγχώρια και διεθνή αγορά

Σε εθνικό επίπεδο έντονη δραστηριότητα στον τομέα των Σ&Ε ξεκίνησε να σημειώνεται στις αρχές της δεκαετίας τους 1990. Η σχεδιαζόμενη οικονομική ενοποίηση των χωρών της Ευρώπης και το επακόλουθο άνοιγμα των αγορών ανάγκασε τις ελληνικές επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε συμμαχίες, έτσι ώστε να ισχυροποιήσουν την θέση τους σε τοπικό και διεθνές επίπεδο.

Ωστόσο στα μέσα της δεκαετίας του 1990 η τάση αυτή φάνηκε να ανακόπτεται με τον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων να κινείται πτωτικά. Στο τέλος της δεκαετίας η τάση αυτή άλλαξε ξανά και παρατηρήθηκε το πρώτο μεγάλο κύμα εξαγορών. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλλε σε πολύ μεγάλο βαθμό η πρωτοφανής άνθηση που γνώρισε η ελληνική κεφαλαιαγορά το 1998 και κυρίως το 1999, δίνοντας για πρώτη φορά στις ελληνικές επιχειρήσεις την δυνατότητα να αντλήσουν πολύ υψηλά για τα ελληνικά δεδομένα επενδυτικά κεφάλαια, που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για εξαγορές και συγχωνεύσεις τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό καθιστώντας αυτές ικανές να συμβαδίζουν με την παγκόσμια τάση.

Όπως όμως αναφέρεται και στη βιβλιογραφία, η ελληνική αγορά βρίσκεται ακόμη στην φάση της εσωτερικής αναδιάταξης των εταιρικών δυνάμεων της, χωρίς να έχει λάβει χώρα το τελικό αποτέλεσμα σε επίπεδο λειτουργικής αποδοτικότητας των εν λόγω κινήσεων. (Παπαδάκης, Β., Μ., 2002., «Στρατηγική των επιχειρήσεων»)

Το γεγονός πως η επιτυχία μιας στρατηγικής κίνησης αυτού του χαρακτήρα δεν μπορεί να θεωρείται δεδομένη, καθώς επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, τόσο εσωτερικούς, όσο και εξωτερικούς δημιουργεί πάντα το αίσθημα της αβεβαιότητας και της ανησυχίας στα εμπλεκόμενα πρόσωπα. Είναι πιθανό ορισμένοι από τους παράγοντες που ρυθμίζουν όχι μόνο το θεσμικό, αλλά και το λειτουργικό πλαίσιο μιας Εξαγοράς & Συγχώνευσης να βρίσκονται εκτός ελέγχου ή αρμοδιότητας της ενδιαφερόμενης ή συμβαλλόμενης επιχείρησης. Παρά το γεγονός ότι τα ποσοστά επιτυχίας των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων διαφέρουν από οικονομία σε οικονομία, όλες οι αναφορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα μεγάλο ποσοστό των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων, της τάξεως άνω του 50%, δεν επιτυγχάνει τους ουσιαστικούς στόχους που είχαν τεθεί εξ αρχής.

Σε κάθε περίπτωση, στην Ελλάδα, το φαινόμενο των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων δεν είναι εφικτό να αξιολογηθεί με ακρίβεια αφού τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα των πράξεων αυτών ακόμα δεν έχουν ακόμα καταγραφεί. Επίσης, παράγοντας ο οποίος επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τόσο το γεγονός όσο και την έκβαση αυτών είναι το μη δοκιμασμένο ρυθμιστικό πλαίσιο που υπάρχει στην χώρα, καθώς και η απουσία κανονιστικών διατάξεων από πλευράς του κράτους οι οποίες θα προσδιόριζαν πιο συγκεκριμένα το προφίλ της ελληνικού επιχειρησιακού πεδίου.

Καταλήγοντας, να αναφερθεί πως πολύ πιθανό θεωρείται το γεγονός ότι θα ακολουθήσει μία δεύτερη περίοδος, στην οποία οι διασυννοριακές συνεργασίες θα είναι εντονότερες και με μεγαλύτερη συχνότητα εμφάνισης. Οι ελληνικοί όμιλοι ενδέχεται να ξεκινήσουν να κινούνται ως αγοραστές ή να χαρακτηριστούν ως ελκυστικοί στόχοι εξαγοράς. Στη δεύτερη φάση λοιπόν, θα πρέπει να αναμένονται σημαντικές διαφοροποιήσεις, καθώς μέσα από τις επιχειρηματικές συμπράξεις θα προκύψουν ελληνικής προέλευσης όμιλοι, οι οποίοι όμως θα υπερβαίνουν τα εθνικά ή γεωγραφικά όρια, διεισδύοντας καταρχήν στις αγορές της Βαλκανίων αλλά και γενικότερα της Ευρώπης. (Γεωργιάδης, Ν., Η., 1999, «Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Εταιρική στρατηγική»)

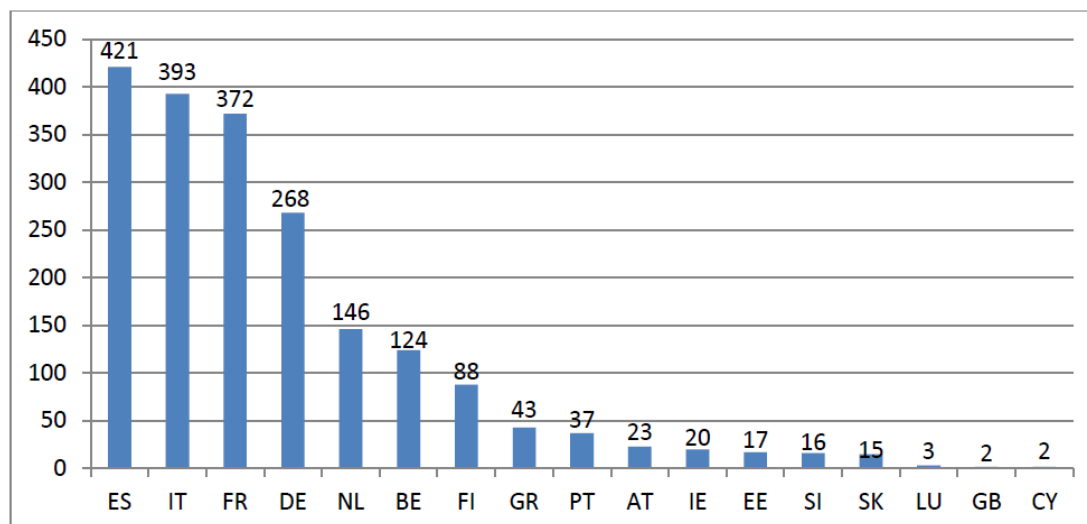
1.7.1 Πρόσφατα στοιχεία ελληνικής και ευρωπαϊκής δραστηριότητας Σ&Ε¹³

Η πορεία που έχουν καταγράψει οι Σ&Ε τα τελευταία χρόνια αποτυπώνεται από την ακόλουθη μελέτη η οποία λαμβάνει σαν δείγμα 1990 συμφωνίες Σ&Ε που έλαβαν χώρα στην Ευρώπη από το 1997 μέχρι και το 2015 και εξετάζει τα χαρακτηριστικά αυτών όπως την αξία της συμφωνίας, το ποσοστό εξαγοράς, τον βαθμό συσχέτισης, την χώρα έδρα της εταιρείας που πραγματοποίησε εξαγορά, την χώρα έδρα της εταιρείας στόχου κ.α..

Στο πρώτο διάγραμμα παρουσιάζεται ο αριθμός των εταιρειών που πραγματοποίησαν εξαγορές σε σχέση με τη χώρα στην οποία εδρεύουν. Τις πρώτες θέσεις καταλαμβάνουν η Ισπανία, η Ιταλία, η Γαλλία και η Γερμανία με 421, 393, 372 και

¹³ Στοιχεία από την διπλωματική εργασία της Αγγελιάτου Μαρίας με τίτλο : «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση», Χανιά, 2016

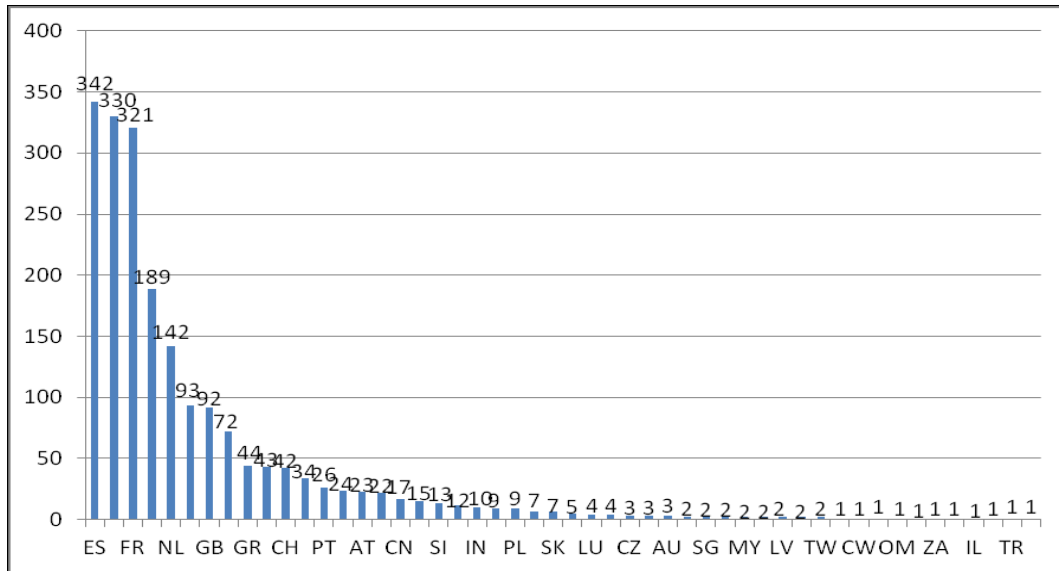
268 εταιρείες αντίστοιχα. Λιγότερες εταιρείες από την Ελλάδα (43), την Πορτογαλία (37) και την Αυστρία (23) προχώρησαν σε εξαγορές, ενώ ελάχιστες είναι εκείνες από τη Μεγάλη Βρετανία και την Κύπρο με 2 εταιρείες κάθε μια, όπου φαίνεται ξεκάθαρα η μεγάλη διαφορά από τις πρώτες χώρες.



Διάγραμμα 1

Πηγή : Bureau Van Dijk , zephyr.bvdinfo.com

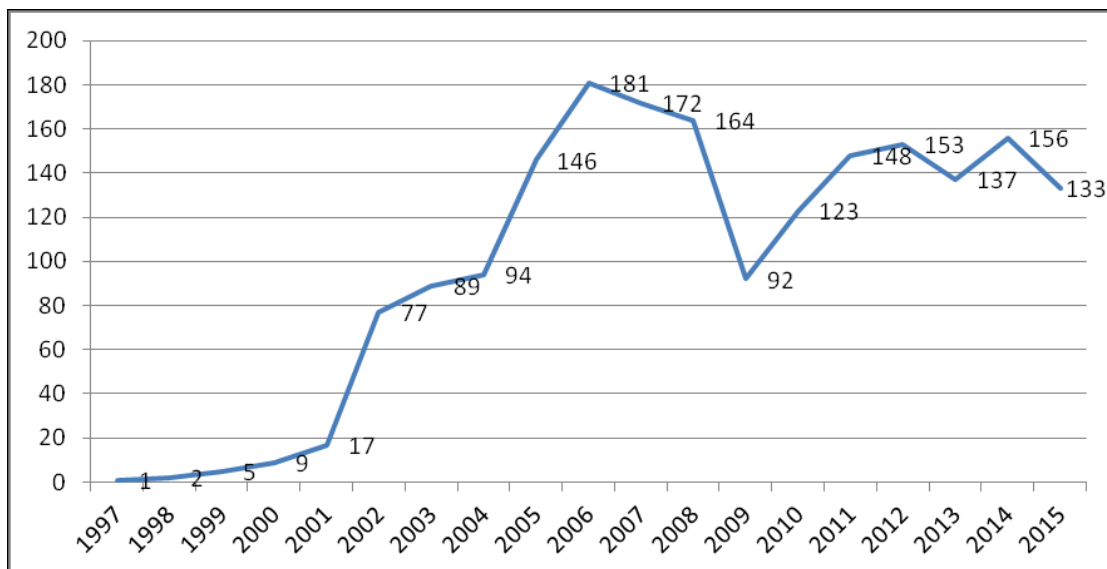
Στη συνέχεια γίνεται κατάταξη των εταιρειών-στόχων για να εντοπιστεί από ποια χώρα προέρχεται ο μεγαλύτερος αριθμός. Όπως γίνεται αντιληπτό στο διάγραμμα 2, οι χώρες με τις περισσότερες εταιρείες στόχους είναι η Ισπανία, η Ιταλία, η Γαλλία και η Γερμανία με 342, 330, 321 και 189 επιχειρήσεις αντίστοιχα. Ακολουθούν με λιγότερες εταιρείες η Φινλανδία (72), η Ελλάδα (44) και η Ελβετία (42), ενώ τελευταίες με λιγότερο ενδιαφέρον από τους αγοραστές παρουσίασαν με 1 εταιρεία στόχο η Ουγγαρία, το Μονακό και η Κροατία.



Διάγραμμα 2

Πηγή : Bureau Van Dijk , zephyr.bvdinfo.com

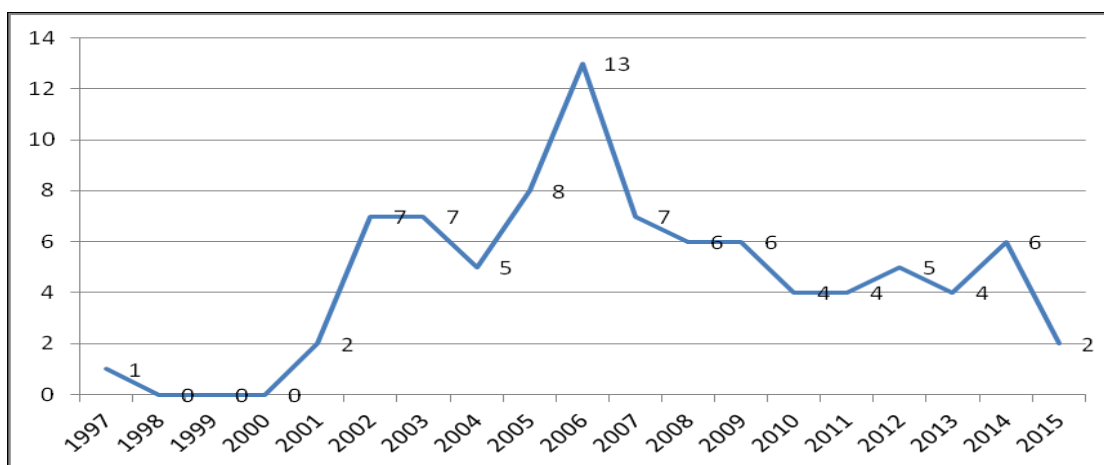
Στη συνέχεια, παρουσιάζεται η εξέλιξη των εξαγορών από το 1997 έως και το 2015. Μπορεί εύκολα να γίνει αντιληπτό πως υπάρχει μια μεγάλη εναλλαγή των συμφωνιών που πραγματοποιήθηκαν, ξεκινώντας από το 1997 με ελάχιστες συμφωνίες, οι οποίες κορυφώνονται το 2007. Έπειτα υπάρχει μια μεγάλη πτώση μέχρι το 2009, η οποία μπορεί να αιτιολογηθεί από το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης, ενώ από το 2009 έως και το 2015 φαίνεται μια περίοδος θετικής εξέλιξης.



Διάγραμμα 3

Πηγή : Bureau Van Dijk , zephyr.bvdinfo.com

Ιδιαίτερο, ωστόσο, ενδιαφέρον παρουσιάζουν και οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν από το 1997 έως και το 2015 και ακολουθούν στο διάγραμμα 4. Σε αντίθεση με τις εξαγορές, οι συγχωνεύσεις είναι πολύ λιγότερες, φτάνοντας στο απόγειο τους το 2006 με 13 συμφωνίες, ενώ τα τελευταία χρόνια παρουσιάζουν αισθητή πτώση. Αξίζει, επίσης, να σημειωθεί ότι από το 1998 έως και το 2000 δεν πραγματοποιήθηκε καμία συγχώνευση.

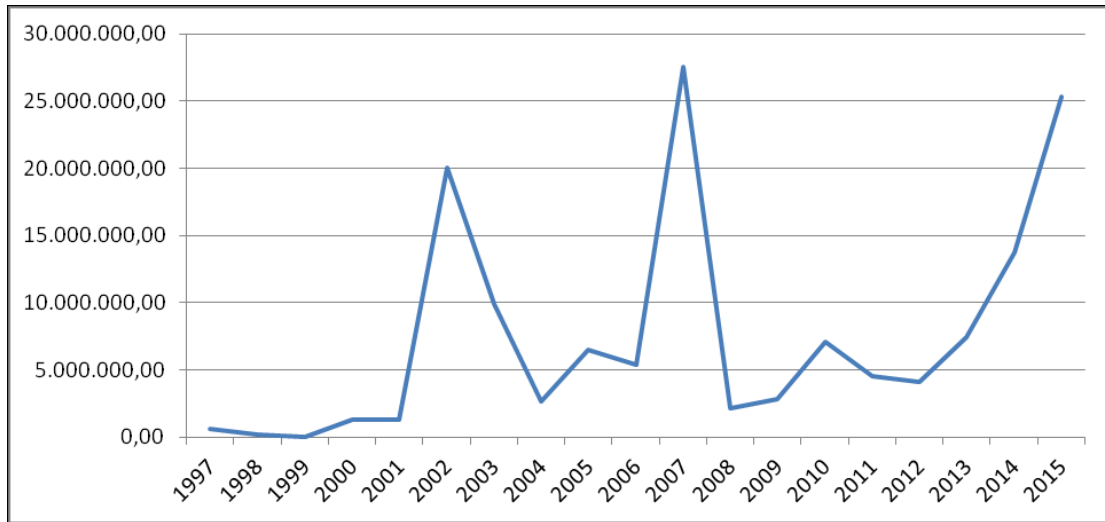


Διάγραμμα 4

Πηγή : Bureau Van Dijk , zephyr.bvdinfo.com

Η αξία των συμφωνιών Σ&Ε αποτελεί σημαντικό χαρακτηριστικό τους και παρουσιάζεται στο διάγραμμα 5.

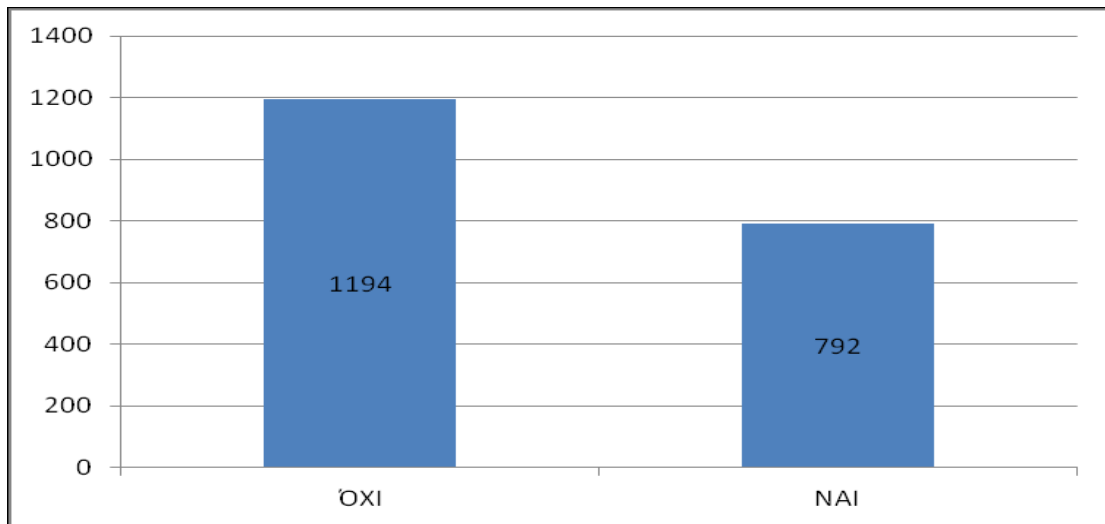
Η χρονιά, κατά την οποία καταβλήθηκαν τα μεγαλύτερα ποσά για κλείσιμο συμφωνιών ήταν το 2007 και άγγιξε το ποσό των 27.527.750,01€, αμέσως μετά ακολουθεί το 2015 με 25.334.980,27€ και δείχνει ανοδική πορεία των αξιών, ενώ αρκετά καλή χρονιά ήταν και το 2002 με συνολική αξία συμφωνιών 20.040.036,20€.



Διάγραμμα 5

Πηγή : Bureau Van Dijk , zephyr.bvdinfo.com

Στο διάγραμμα 6 γίνεται παρουσίαση των εταιριών που προχώρησαν σε εξαγορά και που εισήχθησαν σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Από τις εταιρείες αυτές μόνο 792 έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο, ενώ 1194 βρίσκονται εκτός.

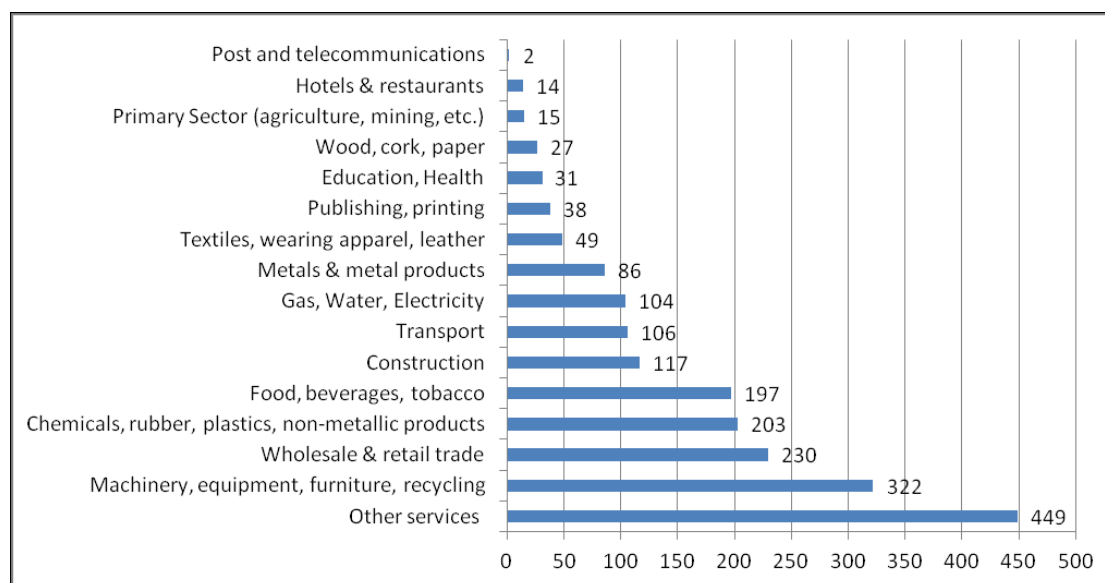


Διάγραμμα 6

Πηγή : Bureau Van Dijk , zephyr.bvdinfo.com

Ακολουθεί το διάγραμμα 7 όπου φαίνονται οι τομείς στους οποίους δρουν οι εταιρείες μεταξύ των οποίων πραγματοποιήθηκε συμφωνία Σ&Ε. Χαρακτηριστικά στις πρώτες θέσεις βρίσκονται οι τομείς της μηχανικής με 322 εταιρείες, του λιανικού εμπορίου με 230 εταιρείες, ενώ στις τελευταίες θέσεις βρίσκονται οι εταιρείες που

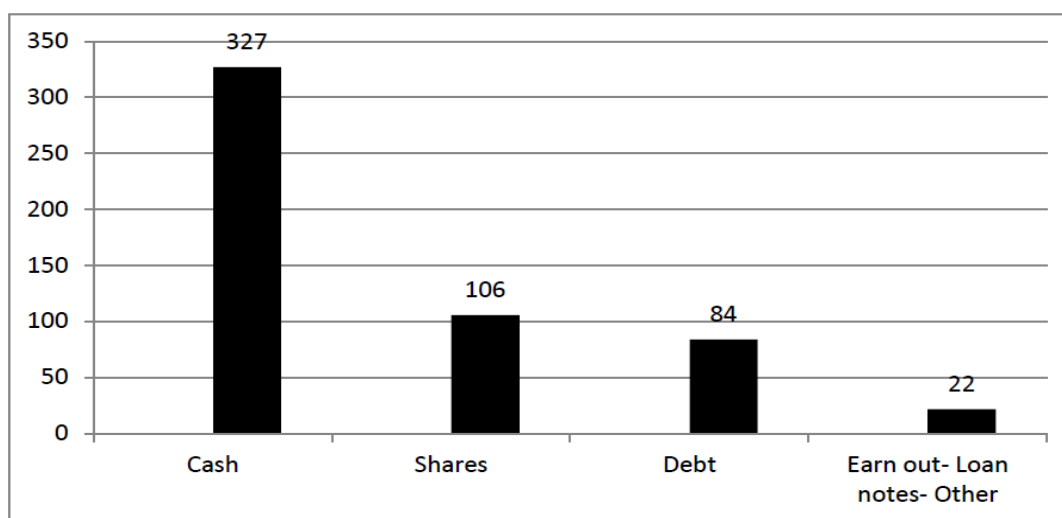
δραστηριοποιούνται στο τομέα του πρωτογενούς τομέα με 15 εταιρείες και στο τομέα των τουριστικών καταλυμάτων και εστιατορίων με 14 εταιρείες.



Διάγραμμα 7

Πηγή : Bureau Van Dijk , zephyr.bvdinfo.com

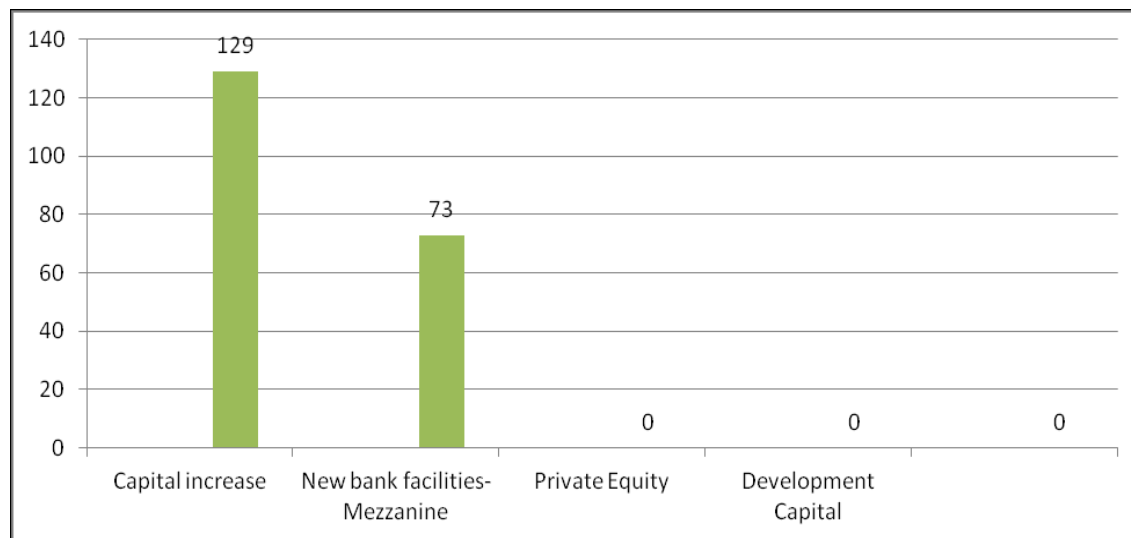
Στο επόμενο διάγραμμα παρουσιάζονται οι μέθοδοι πληρωμής των συμφωνιών. Η πλειοψηφία των εξαγορών πληρώθηκαν με μετρητά (cash), δηλαδή 327 συμφωνίες ενώ 106 με μετοχές. Από την άλλη 84 εταιρείες εξαγοράστηκαν με το χρέος που όφειλαν στους εξαγοραστές τους.



Διάγραμμα 8

Πηγή : Bureau Van Dijk , zephyr.bvdinfo.com

Τέλος, παρουσιάζονται οι μέθοδοι χρηματοδότησης των συμφωνιών. Η μέθοδος μέσω της αύξησης κεφαλαίου παίζει πρωταγωνιστικό ρόλο με 129 συμφωνίες, ενώ ακολουθούν 73 συμφωνίες οι οποίες χρηματοδοτήθηκαν μέσω κάποιου μεσάζοντα, όπως είναι για παράδειγμα μια τράπεζα.



Διάγραμμα 9

Πηγή : Bureau Van Dijk , zephyr.bvdinfo.com

1.7.2 Στοιχεία από πρόσφατη έρευνα της PWC

Σύμφωνα με πρόσφατες μελέτες της PWC, η ελληνική οικονομία μετά από επτά χρόνια συνεχούς ύφεσης παρουσιάζει σημάδια σταθεροποίησης σε όρους Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Ωστόσο το επενδυτικό έλλειμμα εξακολουθεί να εμποδίζει την οικονομική ανάπτυξη. Παρά την αύξηση των επενδύσεων το 2016 η επενδυτική δραστηριότητα παραμένει σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα από αυτά που είναι συμβατά με σημαντική και διατηρήσιμη οικονομική μεγέθυνση. Το 2016, οι συνολικές επενδύσεις στην Ελλάδα ανήλθαν σε 12,4% του ΑΕΠ, περίπου 7,1 πμ (ή περίπου €13 δισ. ετησίως) χαμηλότερα από το μέσο όρο του 2000-2008. Η κατάρρευση του κατασκευαστικού κλάδου κατά 76% μεταξύ 2007 και 2016 σε συνδυασμό με τη συρρίκνωση των επενδύσεων στην βιομηχανία κατά 62%, εξηγούν σε μεγάλο βαθμό το επενδυτικό κενό στην ελληνική οικονομία. Ο αριθμός των Ε&Σ σημείωσε αύξηση το 2016 φτάνοντας τις 38 συναλλαγές, αξίας €4,4δισ., περίπου τριπλάσιες σε σχέση με το 2015. Εξ' αυτών οι πέντε μεγαλύτερες συναλλαγές πλησίασαν τα €3,8δισ.

Όπως φαίνεται και στο ακόλουθο διάγραμμα ο κλάδος των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών διαμόρφωσε την αγορά Ε&Σ στην Ελλάδα (~70%) το 2016

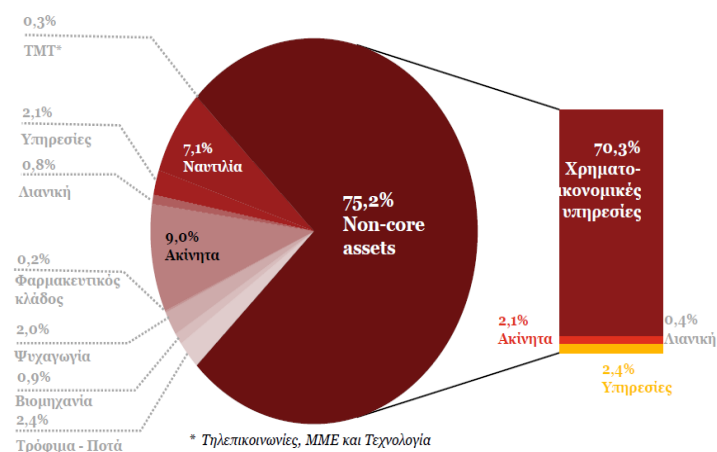
Αξία Ε&Σ 2016 στην Ελλάδα

5 συναλλαγές στον κλάδο των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών

5 συναλλαγές στον κλάδο των Ακινήτων

1,3% της συνολικής αξίας των συναλλαγών προέρχεται από αλλοδαπές εταιρείες

3,1% συναλλαγές αφορούν μειοψηφικά πακέτα



Πηγή : PWC Greece, <https://www.pwc.com/gr/en.html>

Οι 5 σημαντικότερες Ε&Σ αντιπροσωπεύουν το **86%** της συνολικής αξίας των συναλλαγών

	Αγοραστής	Στόχος	Αξία συναλλαγής (€ εκ.)
1	Qatar National bank (QNB Group)	Finansbank A.S. (99,8%)	2.750,0
2	Apollo Investments (100% θυγατρική της Jermyn Street Real Estate Fund)	Astir Palace Hotel SA (90,2%)	393,2
3	Goldman Sachs Asset Management, L.P. και η Deutsche Alternative Asset Management (Global) Ltd	NBGI (11 Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών)	288,0
4	Cosco Shipping Lines CO.	Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς (51,0%)	280,5
5	ERGO International A.G	ΑΤΕ Ασφαλιστική ΑΕ (Τράπεζα Πειραιώς) (100%)	90,1
Συνολική αξία συναλλαγών			3.801,8

Πηγή : PWC Greece, <https://www.pwc.com/gr/en.html>

Στην Ευρώπη οι 20 μεγαλύτερες συμφωνίες που ανακοινώθηκαν το 2016 ανήλθαν σε αξία €293δισ. με τον κλάδο της Τηλεπικοινωνίας, ΜΜΕ και Τεχνολογίας να αντιπροσωπεύει το 36% της αξίας αυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟΧΟΥ

Εισαγωγικά στοιχεία

Η διαδικασία της αποτίμησης μίας εταιρίας που αποτελεί στόχο για εξαγορά είναι μία ιδιαίτερα σημαντική και απαραίτητη διαδικασία που αποσκοπεί στον προσδιορισμό μίας δίκαιης και εύλογης αξίας (fair value) της συγκεκριμένης εταιρίας, η οποία θα ενσωματώνει την αξία της επιχείρησης προ της εξαγοράς, αλλά και την επιπρόσθετη αξία που θα αποκτήσει μετά από αυτήν. Η διαδικασία της αποτίμησης η οποία εκτελείται πριν από την υλοποίηση της συγχώνευσης ή εξαγοράς παίζει καθοριστικό ρόλο στον προσδιορισμό του ανώτατου επιπλέον ποσού (bid premium) που θα πρέπει να διαθέσει η αγοράστρια εταιρία για την απόκτηση της εταιρίας στόχου, σε σχέση πάντα με την τότε παρούσα αξία της δεύτερης.

Τα στάδια που περιλαμβάνει η διαδικασία της αποτίμησης είναι τα εξής :

- Η εκτίμηση μιας δίκαιης και εύλογης αξίας της επιχείρησης όπως αυτή ορίζεται πριν από την εξαγορά.
- Η εκτίμηση της αξίας των συνεργειών και των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων που θα προκύψουν από την συγχώνευση.
- Η εκτίμηση της αναμενόμενης πραγματικής αξίας της επιχείρησης μετά την συγχώνευση.
- Ο προσδιορισμός του μέγιστου ποσού του premium το οποίο θα πρέπει να είναι μικρότερο ή έστω ίσο με τον δεύτερο παράγοντα ώστε να υπάρχει περιθώριο κέρδους για την αγοράστρια εταιρία.

Επιπρόσθετα, σημαντικό είναι να αναφερθεί πως η ποιότητα της αποτίμησης περισσότερο εξαρτάται από το σύνολο όλων των εργασιών συλλογής και επεξεργασίας στοιχείων αλλά και της κατανόησης των λεπτομερειών και των ιδιαιτεροτήτων αυτής και λιγότερο από την ανάπτυξη ενός πολύπλοκου ποσοτικού υποδείγματος. Επίσης δεδομένο πρέπει να θεωρείται το γεγονός πως μία αποτίμηση όσο καλή και αν είναι για το παρόν, δε μπορεί να θεωρείται καλή και αξιόπιστη και για το μέλλον.

2.1 Υποδείγματα Αποτίμησης

Τα υποδείγματα τα οποία χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της αξία της επιχείρησης δεν είναι πάντα τα ίδια. Οι διαφορές που μπορεί να έχουν οφείλονται σε αρκετούς παράγοντες όπως π.χ. ο κλάδος δραστηριοποίησης της εταιρίας, το αν είναι εισηγμένη σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, αν χαρακτηρίζεται από αυξητική τάση των κερδών ή των μερισμάτων ή αν σχετίζεται με νέες τεχνολογίες .

Ωστόσο η επικρατέστερη άποψη είναι πως μία διαδικασία αποτίμησης δεν πρέπει ποτέ να βασίζεται σε ένα μόνο υπόδειγμα, καθώς και να μην επηρεάζεται μόνο από αυτά. Ο συνδυασμός της εμπειρίας αλλά και της διαίσθησης των εμπλεκόμενων προσώπων σε συνδυασμό με την αξιοποίηση των πληροφοριών μέσω των εφαρμοζόμενων τεχνικών και υποδειγμάτων κρίνεται ως η ιδανικότερη μέθοδος για την εξαγωγή ενός σωστού και αξιόπιστου συμπεράσματος.

Με κριτήριο τα στοιχεία που εξετάζουν για να οδηγήσουν στην εξαγωγή των αποτελεσμάτων τα υποδείγματα αποτίμησης επιχειρήσεων κατατάσσονται σε τρεις κατηγορίες.

1) Αποτίμηση βάσει στοιχείων εισοδήματος ή κερδών.

Η συγκεκριμένη κατηγορία χωρίζεται σε δύο επιμέρους,

- i) στην αποτίμηση βάσει πολλαπλασιαστών κερδών και πολλαπλασιαστών ενεργητικού
- ii) στην αποτίμηση βάσει προεξοφλημένων μερισμάτων και προεξοφλημένων ταμειακών ροών

2) Αποτίμηση βάσει στοιχείων της αγοράς.

Όπως και προηγουμένως έτσι και εδώ έχουμε τον επιμερισμό στις εξής περιπτώσεις αποτίμησης:

- i) βάσει χρηματιστηριακών τιμών
- ii) βάσει δεικτών της αγοράς
- iii) βάσει συγκρίσιμων συναλλαγών

3) Αποτίμηση βάσει στοιχείων ενεργητικού και μη κανονικών κερδών

Ο διαχωρισμός εδώ γίνεται βάσει των στοιχείων:

- i) της προσαρμοσμένης καθαρής θέσης της επιχείρησης
- ii) των επιπλέον ή μη κανονικών κερδών

Από τις παραπάνω κατηγορίες η πρώτη είναι εκείνη που συγκεντρώνει το ενδιαφέρον σε μεγαλύτερο βαθμό, αφού χαρακτηρίζεται ως βασική, με τις υπόλοιπες κατηγορίες να χρησιμοποιούν στοιχεία από αυτήν.

2.1.1 Υποδείγματα αποτίμησης βάσει στοιχείων εισοδήματος ή κερδών

Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τα υποδείγματα πολλαπλασιαστών κερδών και ενεργητικού.

Υπόδειγμα του δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (Price to Earnings Ratio – PE)

Ο δείκτης PE αποτελεί συνάρτηση τριών παραγόντων:

- Των μελλοντικών καθαρών κερδών της εταιρίας που προσδιορίζονται από τον ρυθμό ανάπτυξης τους
- Του δείκτη διανομής μερισμάτων (DPR)
- Της απαιτούμενης απόδοσης των επενδυτών ή αλλιώς του κόστους κεφαλαίου

Σημαντικό είναι να αναφερθεί πως το υπόδειγμα PE προκύπτει από το υπόδειγμα ρυθμού ανάπτυξης μερισμάτων (Gordon ,1962) το οποίο θεωρεί ότι η αξία μίας επιχείρησης πρέπει να είναι ίση με την αξία των μερισμάτων στο διηνεκές, προεξοφλημένη με τη διαφορά μεταξύ κόστους κεφαλαίου (απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών) C_e και σταθερού ρυθμού ανάπτυξης των μερισμάτων (g). Η σχέση η οποία εκφράζει την παραπάνω προσέγγιση είναι η:

$$P_0 = Div_1 / (C_e - g) \quad (1),$$

Όπου το P_0 ισούται με την αξία της επιχείρησης σήμερα και το Div_1 με τα μερίσματα του επόμενου έτους. Αν ο δείκτης διανομής μερισμάτων (Divident Payout Ratio – DPR) είναι σταθερός επί των κερδών ανά μετοχή του επόμενου έτους (EPS_1) τότε θα ισχύει

$$Div_1 = DPR * EPS_1, \text{ με } EPS_1 = EPS_0 * (1 + g)$$

Από τις δύο παραπάνω σχέσεις προκύπτει πως:

$$Div_1 = DPR * EPS_0 * (1 + g) \quad (2),$$

Αντικαθιστώντας την σχέση (2) στην σχέση (1) προκύπτει πως :

$$P_0 = \frac{DPR * EPS_0 * (1 + g)}{(C_e - g)}$$

Αν διαιρέσουμε με το EPS_0 και τα δύο μέρη της εξίσωσης λαμβάνουμε ως αποτέλεσμα πως ο δείκτης PE ισούται είτε με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής (P) διά τα κέρδη ανά μετοχή (EPS), είτε με την συνολική χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας διαιρεμένη με τα κέρδη αντίστοιχα.

$$PE = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{DPR*(1+g)}{C_e-g}$$

Επίσης στον PE εφαρμόζεται μία ακόμα διάκριση η οποία έχει να κάνει με το αν τα κέρδη που υπολογίζονται στην εφαρμογή του υποδείγματος αφορούν τα κέρδη της τελευταίας λογιστικής χρήσης, όπου προκύπτει το historic ή trailing υπόδειγμα ή αν υπολογίζονται τα προβλεπόμενα κέρδη ανά μετοχή για τις επόμενες λογιστικές χρήσεις, που στην περίπτωση αυτή έχουμε το prospective η leading υπόδειγμα.

Συνήθως γίνεται χρήση του prospective model το οποίο απαιτεί προβλέψεις των κερδών ανά μετοχή για χρονικό ορίζοντα ενός έτους με τα κέρδη να υπολογίζονται ύστερα από την αφαίρεση των φόρων.

Αποτίμηση και θέση της επιχείρησης στην αγορά

Επεκτείνοντας την παραπάνω ανάλυση, πως το σημείο με τη μεγαλύτερη βαρύτητα όσον αφορά την αποδοτικότητα είναι ο χρονικός ορίζοντας που μία επιχείρηση θα είναι σε θέση να παράγει επενδυτικές αποδόσεις μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες απαιτήσεις των επενδυτών, καθώς αυτή είναι η φάση στην οποία η επιχείρηση μπορεί να αναπτυχθεί και πετύχει την αύξηση των μεγεθών της. Για να είναι σε θέση όμως μία επιχείρηση να πετύχει κάτι τέτοιο θα πρέπει να έχει προηγηθεί η επίτευξη του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος καθώς και να προσδιοριστεί η περίοδος διατήρησής του. Είναι προφανές πως όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος αυτή τόσο μεγαλύτερη θα πρέπει να είναι και η αξία που θα επιστρέφει ως αποτέλεσμα το μοντέλο αποτίμησης.

Σύμφωνα με το στρατηγικό μανάτζμεντ ο χρόνος διακράτησης του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος στην αγορά εξαρτάται από :

- Την ευκολία εισόδου νέων επιχειρήσεων στον κλάδο
- Την φάση στην οποία βρίσκεται ο κλάδος δραστηριοποίησης (ακμή/ύφεση)
- Την πιθανότητα αντιγραφής της στρατηγικής της εταιρίας από τον ανταγωνισμό καθώς και του απαιτούμενου κόστους
- Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας (brand, φήμη, ευρεσιτεχνίες)

Σαν συμπέρασμα από τα ανωτέρω μπορούμε να πούμε πως ο ρυθμός ανάπτυξης μίας επιχείρησης, έννοια η οποία είναι σε αλληλεξάρτηση με το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, είναι απαραίτητο να ενσωματώνεται στην αξία των μελλοντικών κερδών έτσι ώστε το PE να παράγει αξιόπιστα αποτελέσματα.

Θα πρέπει δηλαδή να ισχύει επίσης πως οι επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται υψηλό ρυθμό ανάπτυξης θα πρέπει να έχουν υψηλότερους δείκτες PE σε σχέση με επιχειρήσεις που τα μεγέθη τους παραμένουν στάσιμα ή αυξάνονται σε μικρότερη κλίμακα. Επίσης σημαντικό ρόλο στην εξαγωγή του PE παίζει ο κίνδυνος που σχετίζεται με τα κέρδη μίας επιχείρησης, αφού όσο μεγαλύτερος είναι αυτός τόσο υψηλότερες είναι και οι απαιτήσεις των επενδυτών περιορίζοντας τα σε χαμηλότερες αξίες. Το στοιχείο αυτό έχει ως συνέπεια ένα χαμηλότερο PE.

Υπολογισμός αξίας επιχείρησης στόχου με χρήση του υποδείγματος PE

Τα βήματα που ακολουθεί η διαδικασία είναι τα εξής :

- Ανάλυση στην τρέχουσα κερδοφορία της εταιρίας καθώς και στην αναμενόμενη μελλοντική.

Ο έλεγχος απαιτείται να καλύπτει τη λεπτομερή ανάλυση και σύγκριση στοιχείων που είναι ευαίσθητα σε λογιστικές μεθόδους και πρακτικές όπως για παράδειγμα : αποσβέσεις υλικών και άυλων στοιχείων, συναλλαγματικές διαφορές, έκτακτα έσοδα και μη επαναλαμβανόμενα κέρδη, αναβαλλόμενη φορολογία.

Κύριος σκοπός της διεργασίας αυτής είναι να εντοπίσει τα πραγματικά κέρδη και υποχρεώσεις της επιχείρησης στόχου όπως αυτά προκύπτουν από τα κανονικά μεγέθη και όχι από τη χρήση λογιστικών πρακτικών και τεχνασμάτων.

- Επανυπολογισμός των μεγεθών συμπεριλαμβάνοντας τυχόν διακυμάνσεις σύμφωνα με το πλάνο αλλαγών που σκοπεύει η αγοράστρια εταιρία να εφαρμόσει.

Η διαδικασία αυτή θα πρέπει να καλύπτει όλες τις επερχόμενες αλλαγές που έχει σχεδιάσει η αγοράστρια εταιρία καθώς και τις συνέπειές τους, όπως για παράδειγμα πιθανά υψηλότερα περιθώρια κέρδους ή ενδεχόμενες αυξήσεις στα κόστη ανεξάρτητα με το από πού προέρχονται αυτά. Επίσης κρίσιμος παράγοντας είναι η κεφαλαιακή δομή (capital structure) της επιχείρησης στόχου καθώς και η μορφή που θα αποκτήσει από την εξαγορά και έπειτα. Είναι σημαντικό τα μεγέθη να υπολογίζονται στον σωστό χρονικό ορίζοντα έτσι ώστε να προκύπτουν πιο έγκυρα αποτελέσματα.

- Επιλογή ενός προτύπου υποδείγματος PE, σύμφωνα με το οποίο θα γίνονται οι συγκρίσεις των αποτελεσμάτων.

Για την επιλογή του προτύπου benchmarking μπορούν να χρησιμοποιηθούν τέσσερις τύποι προτύπου PE.

- i. Το prospective PE της επιχείρησης στόχου κατά την χρονική στιγμή που γίνεται η προσφορά.
- ii. Ο μέσος όρος του PE του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση στόχος.
- iii. Το PE συγκρίσιμων εταιριών με την επιχείρηση στόχο.
- iv. Ένας μέσος όρος των ανωτέρω.

- Υπολογισμός των διατηρήσιμων κερδών

Σκοπός αυτής της εργασίας είναι να προσδιορίσει τα διατηρήσιμα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας στόχου ενσωματώνοντας μέσα σε αυτά το πλάνο των επενδύσεων που θα ακολουθήσουν. Με τον τρόπο αυτό μπορεί να επιτευχθεί η αναγνώριση εκείνων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης στόχου τα οποία δεν χρειάζονται και μπορούν να πωληθούν, καθώς και η αναγνώριση των αναγκαίων επενδύσεων που θα πρέπει να αναλάβει η αγοράστρια εταιρία αλλά και όλων των εσόδων και εξόδων που σχετίζονται με την αλλαγή της διοίκησης και τη σύσταση της νέας εταιρίας.

- Καθορισμός της αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης στόχου

Ο υπολογισμός της τελικής τιμής της εξαγοράς ισούται με το γινόμενο του προτύπου PE επί τα διατηρήσιμα κέρδη, τιμή στην οποία θα προστεθεί η αξία των προαναφερόμενων στοιχείων που σχετίζονται με την εξαγορά.

Αξιολόγηση υποδείγματος PE

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα τα οποία έχουν κάνει αρκετά δημοφιλές το υπόδειγμα PE είναι η απλότητα και η ευκολία του κατά την εφαρμογή. Ωστόσο όμως υπάρχουν και κάποια σημεία στα οποία υστερεί και που κατά καιρούς έχουν δημιουργήσει διχογνωμίες. Μερικά από αυτά είναι το γεγονός ότι το υπόδειγμα PE κάνει χρήση λογιστικών κερδών και όχι ταμειακών ροών, ότι δεν λαμβάνει υπόψη του τον κίνδυνο που είναι συνδεδεμένος με τα κέρδη των επιχειρήσεων, ότι δεν εφαρμόζεται στην περίπτωση που υπάρχουν ζημιές, καθώς επίσης και ότι επηρεάζεται από τις διαφοροποιήσεις των λογιστικών μεθόδων καθώς δημιουργούνται προβλήματα συγκρισιμότητας.

2.1.2 Υπόδειγμα αποτίμησης βάσει πολλαπλασιαστών ενεργητικού

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα βασίζεται στον δείκτη Tobin's Q ratio (Tobin 1969) ο οποίος είναι το αποτέλεσμα της αγοραίας αξίας της επιχείρησης διά το τρέχον κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων της (current replacement cost of Assets). Όπου, η αγοραία αξία της επιχείρησης ισούται με το άθροισμα της αξίας των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων, ενώ το κόστος αντικατάστασης ισούται με το κόστος που προκύπτει για την αντικατάσταση κάποιου περιουσιακού στοιχείου με κάποιο αντίστοιχο.

Όταν το αποτέλεσμα της παραπάνω σχέσης είναι μεγαλύτερο της μονάδας, $Q > 1$, εξάγεται το συμπέρασμα πως η αγορά προσδίδει υπεραξία στην επιχείρηση γεγονός που αποδίδεται σε πιθανές μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Σύμφωνα με την τοποθέτηση αυτή συμπεραίνεται πως η αξία της επιχείρησης ισούται με το κόστος αντικατάστασης περιουσιακών στοιχείων συν την αξία επενδυτικών ευκαιριών.

Πρακτικά όμως το Tobin's Q ratio αντιμετωπίζει προβλήματα κατά την εφαρμογή του κυρίως λόγω των δυσκολιών που εμφανίζονται κατά την αποτίμηση των αναπτυξιακών/επενδυτικών επιλογών αλλά και στον υπολογισμό του κόστους αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων.

Μία ακόμα δυσχέρεια που προκύπτει κατά την εφαρμογή του υποδείγματος προέρχεται από την αποτίμηση του δανεισμού της επιχείρησης, ο οποίος περιλαμβάνεται στην συνολική της αξία. Στην πράξη, αυτό που λαμβάνεται ως

στοιχείο για τον δανεισμό είναι η λογιστική του αξία η οποία προστίθεται στην αξία του μετοχικού κεφαλαίου.

Για να διευκολυνθεί η διαδικασία της αποτίμησης μέσω του υποδείγματος που βασίζεται στο Tobin's Q ratio, χρησιμοποιείται το Market to Book ratio (MB ratio) ή Valuation Ratio το οποίο ισούται με την αγοραία αξία των κοινών μετοχών προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων που στην ουσία είναι μια παραλλαγή του αρχικού υποδείγματος.

Ωστόσο εκτός από το MB ratio υπάρχουν και κάποιοι ακόμα δείκτες οι οποίοι προκύπτουν από το πηλίκο της χρηματιστηριακής τιμής της επιχείρησης προς κάποιο μέτρο αποτελεσμάτων (εσόδων ή εξόδων) . Ορισμένα παραδείγματα δεικτών είναι :

- Τιμή προς συνολικές πωλήσεις
- Τιμή προς Κέρδη προ φόρων και τόκων
- Τιμή προς Κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων.

2.2 Άποτίμηση με βάση το υπόδειγμα προεξοφλημένων μερισμάτων και ταμειακών ροών

2.2.1 Discount Dividends Model – DDM

Το υπόδειγμα αυτό βασίζεται στο υπόδειγμα του Gordon¹⁴ το οποίο αρχικά υπολογίζεται για μία περίοδο με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης (g) και στη συνέχεια ανάγεται σε ένα υπόδειγμα πολλαπλών σταδίων για διαφορετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, με προϋπόθεση ότι ισχύουν οι ακόλουθες αρχές.

- Η αξία της μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των μερισμάτων συν την παρούσα αξία της προσδοκώμενης τιμής στο τέλος της προβλεπόμενης περιόδου.
- Οι μετοχές δεν έχουν χρονική περίοδο λήξης σε αντίθεση με τα ομόλογα.
- Η συνολική παρούσα αξία της επιχείρησης δεν σχετίζεται με τον επενδυτικό ορίζοντα.
- Όσο ο επενδυτικός ορίζοντας επεκτείνεται το τμήμα που αντιστοιχεί στην παρούσα αξία των μερισμάτων μεγαλώνει, σε αντίθεση με το τμήμα που αντιστοιχεί στην παρούσα αξία της τελικής τιμής.
- Καθώς ο χρονικός ορίζοντας τείνει στο άπειρο η παρούσα αξία της τελικής τιμής τείνει στο μηδέν.

Το υπόδειγμα πολλαπλών σταδίων που προκύπτει είναι το εξής :

$$V_0 = \frac{D_1}{1+Ke} , \quad V_0 = \frac{D_1}{1+Ke} + \frac{D_2+P_2}{1+Ke}, \quad V_0 = \frac{D_1}{1+Ke} + \frac{D_2+P_2}{1+Ke} + \frac{D_n+P_n}{(1+Ke)^n}$$

Όπου V_0 είναι η θεωρητική αξία της μετοχής στο σήμερα , D είναι τα μερίσματα για n χρονικές περιόδους, k το κόστος κεφαλαίου ή αλλιώς προεξοφλητικό επιτόκιο.

¹⁴ Το μοντέλο αυτό (constant growth model) αναπτύχθηκε πρώτα από τους Gordon και Shapiro το 1956 και για το λόγο αυτό είναι γνωστό στη βιβλιογραφία και ως Gordon Growth model. Είναι ένα σχετικά απλό μοντέλο γιατί υποθέτει ότι τα μελλοντικά μερίσματα αυξάνονται κατά έναν σταθερό ρυθμό. Οηλαδή το μέρισμα ενός έτους θα εξαρτάται από το μέρισμα του προηγούμενου έτους σύμφωνα με την παρακάτω μαθηματική εξίσωση :
 $D_t = D_{t-1} \times (1+g)$ όπου g είναι ο αναμενόμενος σταθερός ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος και D_t το μέρισμα που θα εισπράξει ο επενδυτής στο χρόνο t .

Για το Dividen Discount Model συναντάμε δύο παραλλαγές,

- 1) Την περίπτωση DDM με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης
- 2) Την περίπτωση DDM με μηδενικό ρυθμό ανάπτυξης

Στην περίπτωση που δεν προσδοκείται ανάπτυξη, η αποτίμηση δίνεται από την σχέση:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r}$$

Στην περίπτωση που προσδοκείται ανάπτυξη (g) και εφόσον ο ρυθμός αυτής είναι μικρότερος από το discount rate (r), ο γενικός τύπος για την αποτίμηση είναι :

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+r} + \frac{Div_1(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{Div_1(1+g)^2}{(1+r)^3} + \frac{Div_1(1+g)^3}{(1+r)^4} + \dots$$

Όπου ο παραπάνω τύπος απλοποιείται και γίνεται : $P_0 = \frac{Div_1}{r-g}$.

Από το υπόδειγμα του Gordon προκύπτει ότι στο διηνεκές η τιμή θα ισούται με την παρούσα αξία όλων των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων. Ακόμα και στην περίπτωση που οι μετοχές στο σήμερα δεν πληρώνουν μερίσματα, αναμένεται πως μελλοντικά θα ξεκινήσουν να αποδίδουν.

Το υπόδειγμα λαμβάνει ως δεδομένο ότι τα μερίσματα αυξάνονται με έναν σταθερό ρυθμό και ότι το κόστος κεφαλαίου είναι σταθερό, εκτός κάποιων περιπτώσεων όπου και στα δύο υπάρχει διακύμανση. Λόγω αυτών των περιπτώσεων καθώς και λόγω του ότι ένα μεγάλο ποσοστό εταιριών δεν πληρώνουν μερίσματα, αλλά επιλέγουν την επανεπένδυση των κερδών χρησιμοποιούνται υποδείγματα προεξόφλησης πολλαπλών σταδίων, εκτιμώντας ότι η συνολική αξία της επιχείρησης προκύπτει από τις επιμέρους αξίες σε κάθε στάδιο εξέλιξης. Το υπόδειγμα πολλαπλών σταδίων εξυπηρετεί στην αποτίμηση εταιριών υψηλής ανάπτυξης, ωστόσο όμως γίνεται αρκετά πολύπλοκο αφού διαφοροποιείται από περίπτωση σε περίπτωση.

2.2.2 Discount Cash Flow Model – DCFM

Για την εφαρμογή του συγκεκριμένου μοντέλου τα στάδια που ακολουθούνται είναι τα εξής :

- i. Υπολογισμός των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών της εταιρίας στόχου για μία περίοδο έως και δέκα έτη μετά.
- ii. Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους (WACC) της εταιρίας στόχου κρίνοντας από την παρούσα κεφαλαιακή δομή και από τον κίνδυνο που την χαρακτηρίζει στο σήμερα.
- iii. Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας αυτής στο τέλος της εκτιμώμενης περιόδου.
- iv. Προσδιορισμός της τρέχουσας αξίας μη λειτουργικών στοιχείων
- v. Προσδιορισμός αξίας Ιδίων Κεφαλαίων και συνολικού δανεισμού
- vi. Υπολογισμός επιπλέον ταμειακών ροών (εισροών και εκροών)
- vii. Προσδιορισμός της προστιθέμενης αξίας της αγοράς
- viii. Καθορισμός του ύψους του premium που θα αποδοθεί στους μετόχους λόγω της προστιθέμενης αξίας.

Υπολογισμός των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών της εταιρίας στόχου για μία περίοδο έως και δέκα έτη μετά.

Αναφορικά με το πρώτο στάδιο , αρχικά απαιτείται να αναλυθεί το ιστορικό των διαθέσιμων στοιχείων σχετικά με τις ταμειακές ροές για χρήσεις που έχουν παρέλθει.

Αυτό μπορεί αρχικά να επιτευχθεί μέσω της ανάλυσης της χρηματοοικονομικής απόδοσης της επιχείρησης, αντλώντας πληροφορίες από οικονομικές καταστάσεις τελευταίων ετών καθώς και με τη χρήση σχετικών αριθμοδεικτών. Στη συνέχεια πρέπει να ακολουθήσει μελέτη και ανάλυση του εξωτερικού περιβάλλοντος της εταιρίας και να επισημανθούν σημαντικά χρονικά σημεία για την μέχρι τώρα αλλά και τη μελλοντική πορεία αυτής. Τελική ενέργεια είναι η ανάλυση του εσωτερικού περιβάλλοντος, του κλάδου και του ανταγωνισμού, καθώς και ο προσδιορισμός και η σύγκριση της απόδοσης αυτού.

Το σύνολο αυτών των κινήσεων αποσκοπεί στην όσο το δυνατόν πληρέστερη κατανόηση των πραγματικών συνθηκών λειτουργίας της εταιρίας άλλα και του

περιβάλλοντος της. Επίσης συμβάλλουν στην διενέργεια προβλέψεων για τη μελλοντική απόδοση μέσω του προσδιορισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών, στη δημιουργία προβλεπόμενων χρηματοοικονομικών καταστάσεων αλλά και στην αναγνώριση των οοδηγών αξίας.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προκύπτουν από την διαφορά των ταμειακών εκροών από τις ταμειακές εισροές. Ως ταμειακές εισροές ορίζονται οι λειτουργικές ταμειακές εισροές που προκύπτουν από τη λειτουργία της επιχείρησης αφού όμως έχουν έχει εξαιρεθεί η πληρωμή των φόρων και η καταβολή των χρεωστικών τόκων των δανείων που έχουν χορηγηθεί στην επιχείρηση. Οι ταμειακές εκροές αντίστοιχα, προκύπτουν από τις λειτουργικές ταμειακές εκροές που αξιοποιούνται σε επενδύσεις σε πάγια αλλά και κεφάλαιο κίνησης. Αυτό που επιτυγχάνεται με το ν προσδιορισμός των ελευθέρων ταμειακών ροών είναι να διαχωριστούν τα λειτουργικά έσοδα και έξοδα από τα χρηματοοικονομικά.

Οι οδηγία αξίας σχετίζονται με το επίπεδο των ταμειακών ροών μίας επιχείρησης και βοηθούν στην αποτίμηση της. Στην ουσία πρόκειται για ένα σύνολο προβλέψεων και υποθέσεων που προκύπτουν από την άντληση στοιχείων από μεγέθη όπως ο προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης των εσόδων, το επενδυτικό πλάνο ή οι φορολογικοί συντελεστές. Ιδιαίτερα σημαντικός είναι ο προσδιορισμός του προβλεπόμενου ρυθμού αύξησης των εσόδων, αφού ο συγκεκριμένος παράγοντας διαμορφώνεται σύμφωνα και με άλλες σημαντικές παραμέτρους πχ ανταγωνισμός, πορεία κλάδου και ο ακριβής υπολογισμός του αποτελεί μία δυσχερή διαδικασία.

Ένα στοιχείο ακόμα από το οποίο αντλούν πληροφόρηση οι οδηγοί αξίας είναι το περιθώριο λειτουργικού κέρδους, το οποίο καθορίζεται ως ένα σταθερό ποσό επί των πωλήσεων και υπολογίζεται ύστερα από την αφαίρεση συγκεκριμένων λειτουργικών εξόδων, όπως το κόστος πωληθέντων, τα έξοδα διοίκησης διάθεση και διανομής και τις αποσβέσεις. Τέλος να αναφερθεί πως οι οδηγοί αξία διαμορφώνονται αναλόγως για περιόδους μη σταθερής ανάπτυξης καθώς και πως επηρεάζονται άμεσα από οργανωτικές και λειτουργικές αλλαγές.

Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους (Weighted Average Cost Capital)

Για να υπολογιστεί το WACC πρέπει πρώτα να υπολογιστεί τα κόστος δανεισμού και το κόστος των κοινών και προνομιούχων μετοχών, στοιχεία τα οποία είναι παράγοντες της ακόλουθής σχέσης:

$$WACC = (C_e * E/V) + ([C_d * (1 - T)] + C_p * P/V) \quad \text{όπου,}$$

- C_e είναι το κόστος των κοινών μετοχών που προκύπτει από το Capital Asset Pricing Model μέσα από την σχέση :

$$C_e = R_f + \beta * (R_m - R_f), \quad \text{όπου:}$$

R_f είναι οι αποδόσεις χρεογράφων μηδενικού κινδύνου,

β το market beta το οποίο προσδιορίζει τον κίνδυνο της αγοράς,

R_m η απόδοση του γενικού δείκτη,

R_f η απόδοση της μετοχής.

Η διαφορά των δύο τελευταίων ορίζει το market risk premium.

- $C_d * (1 - T)$ το κόστος δανεισμού με συνυπολογισμένη τη διαφορά από τις φορολογικές εκπτώσεις των τόκων.
- C_p το κόστος των προνομιούχων μετοχών,
- E η αγοραία αξία των κοινών μετοχών, των εγγυήσεων και των δικαιωμάτων μετατροπής των μετατρέψιμων ομολόγων,
- D η αγοραία αξία των δανειακών κεφαλαίων,
- P η αγοραία αξία των προνομιούχων μετοχών,
- V η αγοραία αξία του συνόλου της επιχείρησης,
- T ο οριακός φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης.

Υπολογισμός αξιών της επιχείρησης

Πρώτο βήμα για τον υπολογισμό της αξία της επιχείρησης είναι ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των ελεύθερων ταμειακών ροών, ύστερα από τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών (ETP) και την προεξόφλησή τους με το WACC. Στη συνέχεια θα πρέπει να υπολογισθεί η αξία της επιχείρησης μετά το τέλος της περιόδου των προβλέψεων. Κατά τον υπολογισμό της τελικής αξίας και με βάση την πορεία των ελεύθερων ταμειακών ροών διακρίνονται τρεις περιπτώσεις :

i. Μηδενικός ρυθμός ανάπτυξης

Σε αυτήν την περίπτωση γίνεται η υπόθεση ότι οι ETP θα είναι σταθερές επ άοριστο, άρα η αξία της επιχείρησης θα είναι ίση με την προεξόφληση των ETP με το WACC.

Ισχύει δηλαδή : $PV = FCF/WACC$

ii. Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης

Στο υπόδειγμα αυτό, το οποίο ταυτίζεται με το Gordons model που είδαμε και προηγουμένως, οι ETP της τρέχουσας χρονιάς σε σύγκριση με αυτές που προβλέπονται για το επόμενο έτος χαρακτηρίζονται από ένα σταθερό αυξητικό ρυθμό ανάπτυξης.

$$PV = (FCF * (1 + g))/(WACC - g)$$

iii. Μεταβλητός ρυθμός ανάπτυξης

Στην περίπτωση αυτή ανήκουν οι επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από ένα μεταβλητό ρυθμό ανάπτυξης ο οποίος συνδέεται με τον κύκλο ζωής των προϊόντων και των εταιριών γενικότερα. Η προεξόφληση διενεργείται πάλι με το WACC στις ETP ,όπως και στο υπόδειγμα του Gordon με την διαφορά ότι μεσολαβούν οι εκτιμήσεις για τον ρυθμό ανάπτυξης στο τέλος κάθε περιόδου.

Μέσα από εκτιμήσεις που γίνονται για τις προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές γίνεται εκτίμηση για την τελική αξία της επιχείρησης, όπου ο υπολογισμός της είναι πολύ σημαντικό στοιχείο για την διαδικασία της αποτίμησης. Για την πιο συνηθισμένη περίπτωση όπου εκτίμησης όπου οι ETP συνεχίζονται να παράγονται με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης από την τρέχουσα χρονιά, ο τύπος για την τελική αξία είναι :

$$TV = \frac{ETP * (1 + g)}{WACC - g}$$

Όπου WACC είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της εταιρίας και g ο ρυθμός ανάπτυξης. Σύμφωνα με τα παραπάνω ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης μέσω του υποδείγματος DCF προκύπτει από το άθροισμα της παρούσας αξίας των λειτουργικών ελεύθερων ταμειακών ροών και της παρούσας αξίας της τερματικής αξίας της επιχείρησης.

2.3 Αναφορά σε μεθόδους αποτίμησης με χρήση στοιχείων της αγοράς

Μέθοδος χρηματιστηριακών τιμών

Η συγκεκριμένη μέθοδος αφορά αποκλειστικά εισηγμένες εταιρίες και εξετάζει τα ιστορικά στοιχεία της χρηματιστηριακής τιμής της εταιρίας στόχου καθώς και την αλληλεπίδραση της σε σχέση με την κίνηση συγκεκριμένων χρηματιστηριακών δεικτών.

Μέθοδος δεικτών συγκρίσιμων εταιριών

Η εφαρμογή της μεθόδου αυτής περιλαμβάνει τα ακόλουθα στάδια:

- i. Κατασκευή του δείγματος των εταιριών λαμβάνοντας υπόψη ως κριτήρια το μέγεθος και την ηλικία αυτών καθώς επίσης και τις μεθόδους παραγωγής αλλά και τις τάσεις της αγοράς.
- ii. Προσδιορισμός συγκεκριμένων βασικών δεικτών, όπως :
 - Αξία (χρηματιστηριακή) Ιδίων Κεφαλαίων προς πωλήσεις
 - Χρηματιστηριακή αξία Ιδίων Κεφαλαίων προς λογιστική αξία αυτών
 - Αξία επιχείρησης προς EBITDA
 - Αξία πωλήσεων προς ενεργητικό
 - Καθαρά κέρδη ανά εργαζόμενο
- iii. Υπολογισμός της μέσης τιμής των βασικών δεικτών για το δείγμα των εταιριών

Η αποτίμηση με τη μέθοδο δεικτών συγκρίσιμων εταιριών χαρακτηρίζεται από τα πλεονεκτήματα ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση εταιρίας που δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, ότι κάνει χρήση των τιμών της αγοράς, ότι εξυπηρετεί στην εύρεση της δίκαιης αξίας. Ωστόσο όμως υστερεί στο γεγονός ότι η εύρεση πραγματικά συγκρίσιμων εταιριών δεν είναι ιδιαίτερα εύκολη καθώς και στο ότι οι δείκτες μπορεί να παρουσιάζουν αποκλίσεις μεταξύ των εταιριών του δείγματος.

Μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών

Σε αυτήν την περίπτωση συγκεντρώνονται και εξετάζονται περιπτώσεις εξαγορών με μεγάλη συγκρίσιμα με αυτά της επιχείρησης στόχου. Το σημαντικότερο σημείο στη διαδικασία αυτή είναι η αναγνώριση των σωστών χαρακτηριστικών των συγκρίσιμων εταιριών. Έπειτα υπολογίζονται οι αντίστοιχοι δείκτες, (όπως και στην προηγούμενη περίπτωση) για όλες τις συγκρίσιμες συναλλαγές, καθώς και οι μέσες τιμές αυτών. Η μέθοδος αυτή πλεονεκτεί ως προς το ότι χαρακτηρίζεται ως πιο άμεσα εφαρμόσιμη σε σχέση με εκείνη των συγκρίσιμων εταιριών, αλλά μειονεκτεί στο γεγονός ότι οι επιλεγμένες συναλλαγές ενδέχεται να μην είναι πραγματικά συγκρίσιμες αλλά φαινομενικά, καθώς και στο ότι ο εντοπισμός τους αποτελεί χρονοβόρα διαδικασία. Επίσης να αναφερθεί πως η εμπειρία κατέχει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην σωστή εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου.

2.4 Μέθοδοι αποτίμησης βάσει άλλων στοιχείων ενεργητικού και μη κανονικών κερδών

Βάσει της προσαρμοσμένης θέσης της επιχείρησης

Στόχος της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ο προσδιορισμός της καθαρής θέσης της επιχείρησης στόχου, λαμβάνοντας υπόψη και άλλα στοιχεία όπως το χαρτοφυλάκιο της εταιρίας και τις υπεραξίες των χρεογράφων, την διακύμανση των φορολογικών υποχρεώσεων, τις μελλοντικές αυξήσεις ή μειώσεις της αξίας των παγίων στοιχείων.

Βάσει των μη κανονικών κερδών

Στην περίπτωση αυτή η αποτίμηση προκύπτει από τον συνδυασμό των ιδίων κεφαλαίων και των μη κανονικών κερδών. Με τον όρο μη κανονικά κέρδη γίνεται αναφορά στη διαφορά μεταξύ των κερδών στο τέλος της χρήσης και της αναμενόμενης απόδοσης της αξίας των ιδίων κεφαλαίων στην αρχή της χρήσης. Πρακτικά, αυτό που προσπαθεί να αποδείξει η μέθοδος αυτή είναι το αν τα πραγματοποιηθέντα κέρδη της εταιρίας υπερβαίνουν το κόστος χρήσης των ιδίων κεφαλαίων και σύμφωνα με την τοποθέτηση αυτή η αποτίμηση προκύπτει από το άθροισμα των λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων με το προεξοφλημένο με το κόστος κεφαλαίου σύνολο των μη κανονικών κερδών.

2.5 Αποτίμηση μη εισηγμένων εταιριών

Η κυριότερη διαφορά των μη εισηγμένων εταιριών με τις εισηγμένες, όσον αφορά την διαδικασία της αποτίμησής τους είναι η ανυπαρξία της αγοραίας αξίας των πρώτων. Το γεγονός αυτό έχει ως συνέπεια την αναγκαία εκτίμηση του μεγέθους του market value, κυρίως μέσα από τη μελέτη του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρία. Για να προκύψει το market proxy, (όπως αλλιώς είναι γνωστή η συγκεκριμένη πρόβλεψη), η εκτίμηση αφορά κατά βάση το κόστος κεφαλαίου και τα συστατικά αυτού. Για τον προσδιορισμό του beta γίνεται χρήση σε πρότυπο αναφοράς (benchmark) που προκύπτει από το μέσο beta¹⁵ του κλάδου.

Ένα ακόμα σημαντικό στοιχείο στο οποίο διαφέρουν οι μη εισηγμένες εταιρίες και που θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την αποτίμηση αυτών είναι η μη εμπορευσιμότητα των μετοχών τους (non – marketability), στοιχείο που θα πρέπει να αποτυπώνεται στην τελική αξία της αποτίμησης περιορίζοντάς την σε κάποιο βαθμό. Επομένως, λόγω των διαφορών που εντοπίζονται μεταξύ των δύο κατηγοριών κατά την αποτίμηση των μη εισηγμένων εταιριών συνήθως χρησιμοποιούνται τροποποιημένα υποδείγματα που λαμβάνουν υπόψη τους και κάποιες άλλες παραμέτρους, όπως είναι για παράδειγμα το ασφάλιστρο κινδύνου μικρού μεγέθους εταιριών, το ασφάλιστρο κινδύνου του κλάδου, αλλά και τον επαυξημένο κίνδυνο που εμπεριέχει η δραστηριοποίηση μίας μικρότερης επιχείρησης λόγω της απειρίας των στελεχών αλλά και της περιορισμένης πρόσβασης σε εξωτερικά κεφάλαια.

¹⁵ Συντελεστής βήτα (beta coefficient) είναι ένας δείκτης που περιγράφει τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας μιας επένδυσης/ χρεογράφου / χαρτοφυλακίου και της μεταβλητότητας της αγοράς. Υψηλός συντελεστής βήτα συνεπάγεται ότι η τιμή, και κατ' επέκταση η απόδοση, μιας μετοχής ή ενός χρεογράφου επηρεάζεται σημαντικά από τις κινήσεις της αγοράς. Στον υπολογισμό του beta οι κινήσεις της αγοράς αντιπροσωπεύονται συνήθως από το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου, όπως ο S&P500 αν και μπορούν να χρησιμοποιηθούν κι άλλοι πιο συγκεκριμένοι (industry specific) δείκτες, ανάλογα με τις ανάγκες των επενδυτών. Μικρές τιμές του συντελεστή beta σημαίνει ότι η απόδοση της επένδυσης μένει σχετικά ανεπηρέαστη από τις διακυμάνσεις της απόδοσης της αγοράς. Αρνητικό βήτα σημαίνει ότι όταν οι αποδόσεις της αγοράς είναι θετικές η απόδοση του υποκείμενου χρεογράφου ή της επένδυσης θα είναι αρνητικές και το ανάποδο. Είναι δυνατόν επίσης μία επένδυση να έχει θετικό βήτα και αρνητική απόδοση ή αντίθετα, θετική απόδοση και αρνητικό βήτα. Ο συντελεστής βήτα στηρίζεται σε δύο σημαντικούς παράγοντες: τη σχετική μεταβλητότητα (volatility) των αποδόσεων μιας συγκεκριμένης επένδυσης / χρεογράφου σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς τη συσχέτιση (correlation) μεταξύ της απόδοσης της επένδυσης και της απόδοσης της αγοράς.

2.6 Αποτίμηση Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων

Στην περίπτωση των ιδρυμάτων του χρηματοπιστωτικού τομέα, (τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, χρηματιστηριακές εταιρίες), η διαδικασία της αποτίμησης παρουσιάζει μεγαλύτερη πολυπλοκότητα κυρίως λόγω της δυσκολία που υπάρχει στον καθορισμό του ύψους του δανεισμού τους, αφού αυτός προέρχεται (κυρίως όσον αφορά τις τράπεζες) από καταθέσεις πελατών οι οποίες μετασχηματίζονται σε άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα από τα οποία το εκάστοτε ίδρυμα παράγει κέρδη.

Ένα ακόμα πρόβλημα που δυσχεραίνει την διαδικασία της αποτίμησης στις περιπτώσεις αυτές είναι το ζήτημα των επανεπενδύσεων για τα συγκεκριμένα ιδρύματα. Ειδικότερα, οι επενδύσεις αυτών καλύπτουν κυρίως ενίσχυση του ανθρώπινου δυναμικού ή επεκτατικές καμπάνιες και όχι τόσο επενδύσεις σε πάγια στοιχεία. Αυτής της μορφής οι επενδύσεις κατηγοριοποιούνται στις λογιστικές καταστάσεις ως λειτουργικά έξοδα με αποτέλεσμα οι καταστάσεις ταμειακών ροών να εμφανίζουν πολύ χαμηλές κεφαλαιακές επενδύσεις.

Με δεδομένα τα παραπάνω προκύπτουν οι αρχές ότι για κατά την αποτίμηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αναγκαίο είναι είτε να γίνει η αποτίμηση αποκλειστικά στα ίδια κεφάλαια της εταιρίας, είτε να γίνει χρήση κάποιου μέτρου ταμειακών ροών που δεν θα λαμβάνει υπόψη τις επενδύσεις σε πάγια και κεφάλαιο κίνησης. Τα υποδείγματα που χρησιμοποιούνται κατά κύριο λόγο είναι τα ακόλουθα:

Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων

Το συγκεκριμένο μοντέλο είναι αυτό που βασίζεται στο Gordon Growth Model και που έχει περιγραφεί σε προηγούμενο κεφάλαιο με την διαφορά όμως ότι στην θέση του WACC βρίσκεται το κόστος κεφαλαίου - Cost of Equity¹⁶, και στη θέση των FCFE θα βρίσκονται τα μερίσματα ανά μετοχή, αρχικά για υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και στην συνέχεια για σταθερό. Όσον αφορά τον δείκτη διανομής μερίσματος (payout ratio), όπως και στις άλλες επιχειρήσεις έτσι και εδώ ισούται με το μέρισμα που καταβάλλεται διαιρεμένο με το σύνολο των κερδών. Να σημειωθεί ότι για μερίσματα που προκύπτουν από παρακρατηθέντα κέρδη προηγούμενων ετών καθοριστικός παράγοντας του ύψους αυτών είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρίας.

¹⁶ Κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίο το οποίο εφαρμόζεται με βάση το CAPM.

Υπόδειγμα ταμειακών ροών στους μετόχους

Στην περίπτωση αυτή γίνεται ενσωμάτωση των επενδύσεων σε ανθρώπινο κεφάλαιο και σε εποπτικά κεφάλαια (επαρκή ίδια κεφάλαια) στις ταμειακές ροές, αντί της ενσωμάτωσης των επενδύσεων σε πάγια και κεφάλαια κίνησης.

Αναφορικά με τις επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο, στην ουσία πρόκειται για τα έξοδα εκπαίδευσης και ανάπτυξης του ανθρώπινου δυναμικού. Η μέθοδος λαμβάνει υπόψη της παράγοντες όπως η διάρκεια παραμονής των υπαλλήλων στον οργανισμό ή η επιπλέον απόδοση που θα λάβει από την αξιοποίηση τους, ωστόσο όμως αντιμετωπίζει μία σημαντική δυσκολία η εγγυάται στον διαχωρισμό των καθαρών εξόδων μισθοδοσίας και λοιπών δαπανών για το ανθρώπινο δυναμικό από τα έξοδα εκπαίδευσης και ανάπτυξης για αυτό.

Οι επενδύσεις σε εποπτικά κεφάλαια αφορούν κέρδη που έχουν αποθεματοποιηθεί και που έχουν χρησιμοποιηθεί για την ενίσχυση των Ιδίων Κεφαλαίων, που στη συνέχεια αξιοποιούνται για την επέκταση του κύκλου εργασιών του ιδρύματος και αντιπροσωπεύουν επανεπένδυση.

Υπόδειγμα υπερβαλλουσών αποδόσεων

Το υπόδειγμα αυτό ορίζει την αξία των Ιδίων κεφαλαίων ως το άθροισμα των επενδυμένων ιδίων κεφαλαίων σε τρέχουσες επενδύσεις και των αναμενόμενων επιπλέον αποδόσεων των μετοχών από τις τρέχουσες και τις μελλοντικές επενδύσεις.

Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αντικατοπτρίζει την αξία των τρεχόντων επενδυμένων κεφαλαίων λόγω των χαμηλών αποσβέσεων και τη χρηματοοικονομικής φύσης των περιουσιακών τους στοιχείων. Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων πρέπει να είναι η αναμενόμενη μελλοντική απόδοση και όχι η παρούσα ή παρελθούσα απόδοση.

Αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων ενεργητικού

Ακολουθώντας τη μέθοδο αυτή επιτυγχάνεται η αποτίμηση αφού προηγηθεί αφαίρεση της αξίας του δανεισμού και των συνολικών υποχρεώσεων του ιδρύματος από την αξία των περιουσιακών στοιχείων αυτού. Αυτό θα μπορούσε να εκφραστεί και ως η διαφορά των υποχρεώσεων από το χαρτοφυλάκιο των δανείων, όπου η αποτίμηση του μπορεί να γίνει με δύο τρόπους. Ο πρώτος βασίζεται στην ανεύρεση

μίας τιμής στην οποία θα μπορούσε να πωληθεί το χαρτοφυλάκιο. Ο δεύτερος σχετίζεται με τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των αναμενόμενων ταμειακών ροών των δανείων αυτών.

Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται σε περιπτώσεις τραπεζών η ασφαλιστικών εταιριών με χαμηλό ή σταθερό ρυθμό ανάπτυξης, ωστόσο όμως χαρακτηρίζεται και από κάποια σημαντικά μειονεκτήματα, όπως ότι η χρήση του γίνεται ιδιαίτερα δύσκολη όταν το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έχει διαφορετικές πηγές εσόδων που προκύπτουν από την εκμετάλλευση προϊόντων με διαφορετικό επιτόκιο.

2.7 Συνέργειες κατά τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Ιδιαίτερα σημαντική διαδικασία η οποία συνήθως ακολουθεί την διαδικασία αποτίμηση της εταιρίας στόχου, αποτελεί ο προσδιορισμός της συνέργειας που θα προκύψει από την ενοποίηση των εταιριών. Η αξία της συνέργειας εφόσον προσδιοριστεί προστίθεται στην συνολική αξία της επιχείρησης που έχει οριστεί από την διαδικασία της αποτίμησης.

Οι συνέργειες προκύπτουν από συγκεκριμένες πηγές όπως :

- Ενδεχόμενες μειώσεις κόστους από διαμοιρασμό κοινών εξόδων
- Υπεραξίες υλικών στοιχείων και άυλων περιουσιακών στοιχείων
- Έσοδα από διεύρυνση πελατολογίου
- Επαυξημένη πιστοληπτική ικανότητα
- Φορολογικά οφέλη

Ωστόσο σύνηθες φαινόμενο είναι μέσα από τις συνέργειες να προκύπτουν και σημαντικά κόστη τα οποία είναι απαραίτητο να υπολογισθούν στην επιμέρους αποτίμηση της συνέργειας μεταξύ των επιχειρήσεων.

Τα κόστη αυτά προέρχονται:

- Από τη μείωση της ποιότητας των προϊόντων /υπηρεσιών
- Από υποχρεώσεις προς πελάτες που δεσμεύουν την εταιρία με συμβόλαιο
- Από κόστη εκπαίδευσεων του ανθρώπινου δυναμικού ή νέων προσλήψεων

- Από παρελθοντικές φορολογικές εκκρεμότητες
- Από κόστη ανασχεδιασμού και αλλαγής τακτικής

Καθορισμός ελάχιστης και ανώτατης τιμής εξαγοράς

Η παρούσα αξία της καθαρής συνέργειας η οποία προκύπτει από την διαφορά της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών από τις πηγές και τα κόστη των συνεργειών, χρησιμεύει στον προσδιορισμό της ανώτατης επιτρεπτής τιμής για την εξαγορά. Συγκεκριμένα, η ελάχιστη τιμή εξαγοράς για την επιχείρηση είναι η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία αυτής, ενώ η ανώτατη είναι το άθροισμα της ελάχιστης τιμής συν την Παρούσα Αξία της καθαρής συνέργειας. Η τελική τιμή προσφοράς για την εξαγορά είναι η ελάχιστη τιμή συν κάποιο ποσοστό της Παρούσας Αξίας της καθαρής συνέργειας, το οποίο αντιπροσωπεύει το premium της εξαγοράς.

Έκπτωση μειοψηφικής συμμετοχής

Στην περίπτωση της απόκτησης μειοψηφικής συμμετοχής συνήθως εφαρμόζεται κάποια έκπτωση στην τελική τιμή της απόκτησης του πακέτου η οποία προκύπτει λόγω του γεγονότος ότι η πλευρά που διατηρεί το πλειοψηφικό πακέτο διατηρεί τον έλεγχο της εταιρίας αφού έχει τη δυνατότητα να ορίζει Διοικητικό Συμβούλιο και κατ'επέκταση διατηρεί και τον έλεγχο στις ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρίας. Συνεπώς η δυνατότητα του ελέγχου της εταιρίας είναι ένα επιπρόσθετο χαρακτηριστικό που εμπεριέχεται στα πλειοψηφικά ποσοστά σε αντίθεση με τα μειοψηφικά και για το λόγο αυτό θα πρέπει να καταβάλλεται το αντίστοιχο premium.

Σημασία των συνεργειών

Πρόσφατες μελέτες αναφέρουν χαρακτηριστικά πως η ύπαρξη συνεργειών είναι ίσως ο βασικότερος παράγοντας για την επιτυχία μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Συγκεκριμένα αναφέρεται πως οι αγοράστριες εταιρίες που εστιάζουν στην αξιοποίηση των συνεργιών είναι κατά ένα μεγάλο ποσοστό πιθανότερο να καταφέρουν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους, συγκριτικά με εκείνες που δεν ακολουθούν αυτήν την τακτική. Χαρακτηριστικά αναφέρεται πως εταιρίες που στο στάδιο πριν την συγχώνευση έχουν κάνει εκτίμηση των συνεργειών αυξάνουν την πιθανότητα δημιουργίας αξίας έως και 25%. Επίσης η εκτίμηση των συνεργειών μπορεί ακόμα να προσφέρει αποφυγή μεγάλου κινδύνου εφόσον η αβεβαιότητα για τις μελλοντικές συνέργειες ερμηνεύεται ως ανάληψη μεγάλου ρίσκου.

2.8 Τρόποι πληρωμής του τιμήματος εξαγοράς

Το συμφωνημένο τίμημα από τον αγοραστή για την εξαγορά καταβάλλεται είτε με μετρητά είτε με χρήση χρεογράφων (μετοχές, ομόλογα) είτε ανά περιπτώσεις, με συνδυασμό και των δύο. Η καταβολή με χρήση μετρητών συναντάται συχνότερα, σε σχέση με την χρήση χρεογράφων ή την συνδυαστική πληρωμή του τιμήματος.

Η επιλογή του τρόπου πληρωμής καθορίζεται από συγκεκριμένους παράγοντες που είναι οι ακόλουθοι :

- i. Η ρευστότητα του αγοραστή και το ύψος των ελεύθερων ταμειακών ροών αυτού.
- ii. Το επίπεδο ύπαρξης ασυμμετρίας πληροφόρησης. Τόσο από πλευράς του αγοραστή όσο και από της εταιρίας στόχου, ο μεγάλος βαθμός ασυμμετρίας πληροφόρησης αποτρέπει την χρήση μετρητών για την καταβολή του τιμήματος.
- iii. Η ανοδική ή καθοδική φάση που βρίσκονται οι χρηματιστηριακές αγορές, αλλά και το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον. Σε περιπτώσεις όπου έχουμε ανοδική πορεία των μετοχικών αξιών συνηθίζεται η καταβολή να γίνει με προσφορά μετοχών. Αντίστοιχα σε περιπτώσεις ποσοτικής χαλάρωσης απαντώνται περισσότερες περιπτώσεις όπου η πληρωμή γίνεται με χρήση μετρητών.
- iv. Φορολογικές παράμετροι. Στις περισσότερες περιπτώσεις η πώληση των μετοχών από την εταιρία στόχο στον αγοραστή τοις μετρητοίς φορολογείται με υψηλούς συντελεστές, παράγοντας ο οποίος λειτουργεί αποτρεπτικά για την επιλογή του τρόπου αυτού.
- v. Η κεφαλαιακή διάρθρωση και των δύο εταιριών είναι επίσης ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τον τρόπο που θα επιλεγεί για την πληρωμή του ποσού της εξαγοράς. Τα υψηλά επίπεδα χρέους είτε από τη μία αλλά είτε και από την άλλη πλευρά συνδέονται με περιπτώσεις όπου χρησιμοποιείται η προσφορά μετοχών, ενώ αντίστοιχα ένα χαμηλό επίπεδο χρέους ενθαρρύνει μια συμφωνία που θα ολοκληρωθεί με την καταβολή του τιμήματος σε μετρητά.

2.8.1 Αραίωση κερδών

Η περίπτωση της ανταλλαγής μετοχών σε αντίθεση με την χρήση μετρητών χαρακτηρίζεται από ένα επιπρόσθετο, μη εμφανές κόστος, το οποίο συνήθως παραμένει για σημαντικό χρονικό διάστημα. Το κόστος αυτό ονομάζεται αραίωση των κερδών ανά μετοχή (dilution of earnings per share) και έχει αντίκτυπο στον πλούτο των μετόχων. Το κόστος αυτό αφορά την εταιρία που έχει τον ρόλο του bidder και λαμβάνεται πάντα σοβαρά υπόψη από την διοίκηση.

Το στοιχείο αυτό προκύπτει λόγω του ότι η αγοράστρια εταιρία μπαίνει σε διαδικασία έκδοσης νέων μετοχών για να μπορέσει να καλύψει την εξαγορά, με αποτέλεσμα, ύστερα από την ενοποίηση των μετοχών και των δύο εταιριών να αντιστοιχούν περισσότερες μετοχές για τα δεδομένα κέρδη και συνεπώς μικρότερα έσοδα ανά μετοχή. Ωστόσο όμως το πρόβλημα αυτό μπορεί να αποφευχθεί εάν επαληθευτούν οι προβλέψεις που έχουν προηγηθεί, οι οποίες συνήθως είναι συνδεδεμένες με αύξηση των κερδών, η οποία εξισορροπεί την απώλεια που δημιουργείται από την έκδοση των νέων μετοχών.

2.8.2 Κίνδυνος Αποτίμησης

Ο κίνδυνος αυτός σχετίζεται με την αβεβαιότητα για την αξία των μετοχών των επιχειρήσεων μελλοντικά. Εμφανίζεται σε μεγαλύτερο βαθμό κυρίως όταν υπάρχει ελλιπής πληροφόρηση για την πραγματική αξία των επιχειρήσεων, τόσο από πλευράς του bidder όσο όμως και του target, με αποτέλεσμα σε τέτοιες περιπτώσεις να γίνεται επιδίωξη από πλευράς του target να καταβάλλεται το τίμημα με χρήση μετρητών. Ο κίνδυνος της αποτίμησης κυρίως επηρεάζεται από τα συμφέροντα των μετόχων των εταιριών, την ασυμμετρία πληροφόρησης αλλά και από την κατάσταση του γενικότερου οικονομικού περιβάλλοντος των εταιριών.

2.8.3 Τρόποι χρηματοδότησης

Η απόφαση για την επιλογή του κατάλληλου τρόπου χρηματοδότησης πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις ιδιαιτερότητες της κάθε επιχείρησης αλλά και τις ευρύτερες συνθήκες και συγκυρίες. Επίσης, λόγω του ότι η χρηματοδότηση είναι άρρηκτα δεμένη με την πραγματοποίηση της συμφωνίας και τυχόν έλλειψη πόρων θα οδηγήσει στην ακύρωση της πράξης, το τίμημα της εξαγοράς θα πρέπει να επανεξετάζεται

ύστερα από την απόφαση του καταλληλότερου τρόπου χρηματοδότησης για την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Οι βασικότεροι τρόποι χρηματοδότησης είναι οι εξής :

- Εσωτερικές λειτουργικές ταμειακές ροές
- Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου¹⁷
- Δανεισμός
- Συνεργασία με επενδυτικούς οργανισμούς

Είναι δεδομένο πως ο τρόπος με τις μικρότερες οικονομικές απώλειες είναι η χρήση εσωτερικών κεφαλαίων, ο οποίος όμως δεν είναι πάντα εφικτός, ιδίως σε μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις. Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου συνδέεται συνήθως με την ένταξη της επιχείρησης σε ολοκληρωμένα, σταθερά επενδυτικά προγράμματα που παρουσιάζει όμως το μειονέκτημα της αλληλεπίδρασης με τις συνθήκες της εκάστοτε κεφαλαιαγοράς, καθώς και ότι δεν αποτελεί μία οικονομική λύση. Σχετικά με τον δανεισμό μπορούμε να πούμε πως ενδεχομένως να αποτελεί μια φθηνή λύση, αν αξιοποιηθούν φορολογικές παράμετροι που συνήθως ισχύουν, που οδηγεί σε μεγέθυνση των κερδών ανά μετοχή αλλά ταυτόχρονα που αυξάνει και το συνολικό leverage (μόχλευση)¹⁸ της εταιρίας και συνεπώς και τον κίνδυνο της χρεοκοπίας.

¹⁷ Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είναι η αύξηση του μεγέθους του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας, είτε με την έκδοση νέων μετοχών είτε με την αύξηση της ονομαστικής αξίας των υφισταμένων μετοχών. Η μέθοδος αυτή δίνει στους υφιστάμενους μετόχους το δικαίωμα εγγραφής στην έκδοση νέων μετοχών με αντάλλαγμα μετρητά, ενώ και νέοι επενδυτές έχουν την ευκαιρία να γίνουν μέτοχοι.

¹⁸ Μόχλευση είναι η πρακτική του πολλαπλασιασμού της επιρροής ενός χρηματικού ποσού μέσω της χρήσης διαφόρων χρηματοπιστωτικών προϊόντων ή δανειακών κεφαλαίων για να αυξηθεί η δυναμική απόδοση μιας επένδυσης. Υψηλή μόχλευση υπάρχει όταν το χρέος είναι μεγάλο σε σχέση με το Ένεργητικό ή με τα ίδια κεφάλαια, ενώ όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης. Οι εταιρίες που παρουσιάζουν μεγάλο βαθμό μόχλευσης αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας εάν βρεθούν σε αδυναμία αποπληρωμής των χρεών τους, ωστόσο παράλληλα μπορούν να αυξήσουν την απόδοση των μετοχών και συνήθως απολαμβάνουν φορολογικά πλεονεκτήματα που συνδέονται με το δανεισμό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ: ΕΞΑΓΟΡΑ VODAFONE - HELLAS ON LINE

3.1 Η τρέχουσα κατάσταση της ελληνικής αγοράς ηλεκτρονικών επικοινωνιών¹⁹

Ανατρέχοντας στα δεδομένα που είναι διαθέσιμα από την Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων (ΕΕΕΤ), η οποία αποτελεί τον κρατικό ρυθμιστικό και εποπτικό φορέα για τις τηλεπικοινωνίες στην Ελλάδα προκύπτουν τα ακόλουθα στοιχεία. Το 2016, ο αριθμός των αδειοδοτημένων παρόχων που δραστηριοποιούνταν στους κυριότερους τομείς της αγοράς ηλεκτρονικών επικοινωνιών αυξήθηκε οριακά ανερχόμενος στους 700 έναντι 691 το 2015 (Διάγραμμα 1.1) με την πλειονότητά τους (69%) να δραστηριοποιείται σε υπηρεσίες σχετικές με τη φωνητική τηλεφωνία και την ανάπτυξη σταθερού δικτύου. Ο αριθμός των παρόχων κινητής τηλεφωνίας και των κύριων παρόχων στη σταθερή τηλεφωνία ανήλθε (από τα μέσα του έτους) σε έξι και ειδικότερα, πέντε σε σταθερή και τέσσερις σε κινητή.

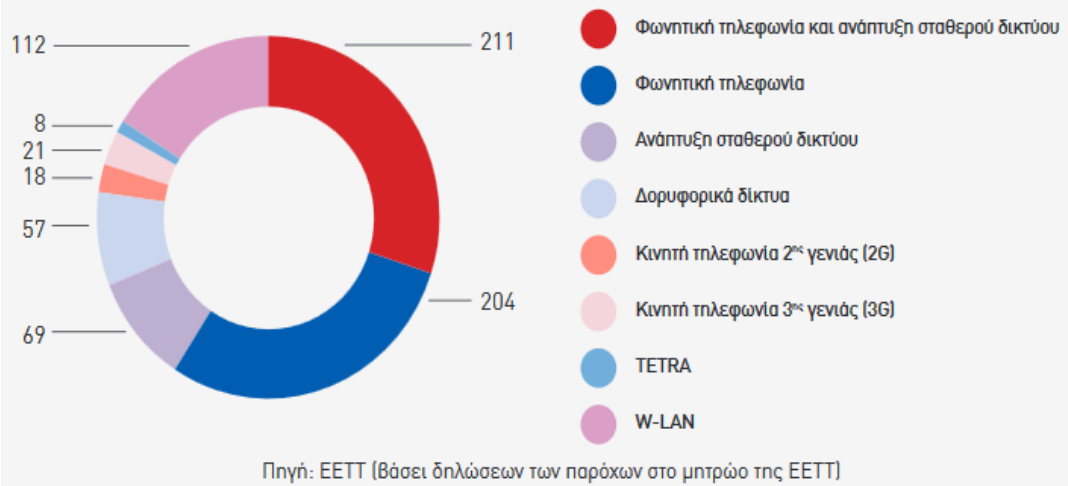
Τα βασικά οικονομικά μεγέθη του κλάδου (κύκλος εργασιών, μικτό κέρδος και ενεργητικό) παρουσίασαν σημαντικές μεταβολές, καθώς, ενώ ο κύκλος εργασιών παρέμεινε σχετικά αμετάβλητος κατά 1%, μικτά κέρδη και ενεργητικό μειώθηκαν κατά 22% και 10% αντίστοιχα, λόγω των αρνητικών επιδόσεων των εναλλακτικών παρόχων σταθερής τηλεφωνίας καθώς και των λοιπών παρόχων. Η συμβολή του κύκλου εργασιών του κλάδου στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) της Ελλάδας κυμάνθηκε στο 2,8% το 2016, περίπου στο ίδιο επίπεδο με το 2015 (Διάγραμμα 1.2). Επισημαίνεται ότι για την περίοδο 2006-2016, η μεσοσταθμική μείωση για το ΑΕΠ ήταν -1,9%, ενώ για τον τηλεπικοινωνιακό τζίρο ήταν -5,2%, γεγονός που καταδεικνύει τις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης στον κλάδο.

¹⁹ Στοιχεία δημοσιευμένα από την Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων.
<https://www.eett.gr/opencms/opencms/EETT/Journalists/MarketAnalysis/MarketReview/>

Ο αριθμός των εργαζομένων στις ηλεκτρονικές επικοινωνίες ανήλθε στις 16,8 χιλ. παρουσιάζοντας μείωση κατά 3,4% σε σχέση με το 2015 (περίπου 17,4 χιλ.), κυρίως λόγω της μείωσης των εργαζομένων στις εταιρίες σταθερής τηλεφωνίας.

Η γενικότερη εξέλιξη στο κόστος των υπηρεσιών ηλεκτρονικών επικοινωνιών αντικατοπτρίζεται στη διαχρονική πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΓΔΤΚ), όπως αυτή παρουσιάζεται στα διαγράμματα 1.4 και 1.5. Ο δείκτης επικοινωνιών, παρουσίασε για πρώτη φορά μετά από σχεδόν πέντε χρόνια, αυξητική τάση, γεγονός που, εν μέρει, οφείλεται στην επιβολή τέλους στη συνδρομητική τηλεόραση τον Ιούνιο του 2016, ενώ αντίθετα, ο ΓΔΤΚ συνέχισε τη φθίνουσα πορεία που ξεκίνησε το Μάρτιο του 2013. Σύμφωνα με την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ), ο συντελεστής στάθμισης των επικοινωνιών στο συνολικό καλάθι του νοικοκυριού για τον υπολογισμό του ΓΔΤΚ μειώθηκε στο 42,74 από 43 που ήταν το 2015, ωστόσο η συμμετοχή της καταναλωτικής δαπάνης για την αγορά συγκεκριμένων τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών στα συνολικά έξοδα ενός νοικοκυριού αυξήθηκε κυρίως λόγω της μείωσης των τιμών άλλων αγαθών και υπηρεσιών (π.χ. στέγαση, μεταφορές, ένδυση και υπόδηση κ.ά.) σε σχέση με το 2015.

Διάγραμμα 1.1: Αδειοδοτημένοι πάροχοι (2016)



Πίνακας 1.1: Ενεργοί πάροχοι σταθερής & κινητής τηλεφωνίας

Πάροχοι	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σταθερή τηλεφωνία	14	14	14	11	11	11	9	8	8	6	5
Κινητή τηλεφωνία	4	4	3	3	3	3	3	3	4	4	4

Πηγή: ΕΕΤΤ

Πίνακας 1.2: Οικονομικά μεγέθη παρόχων ηλεκτρονικών επικοινωνιών (σε δισ. ευρώ)

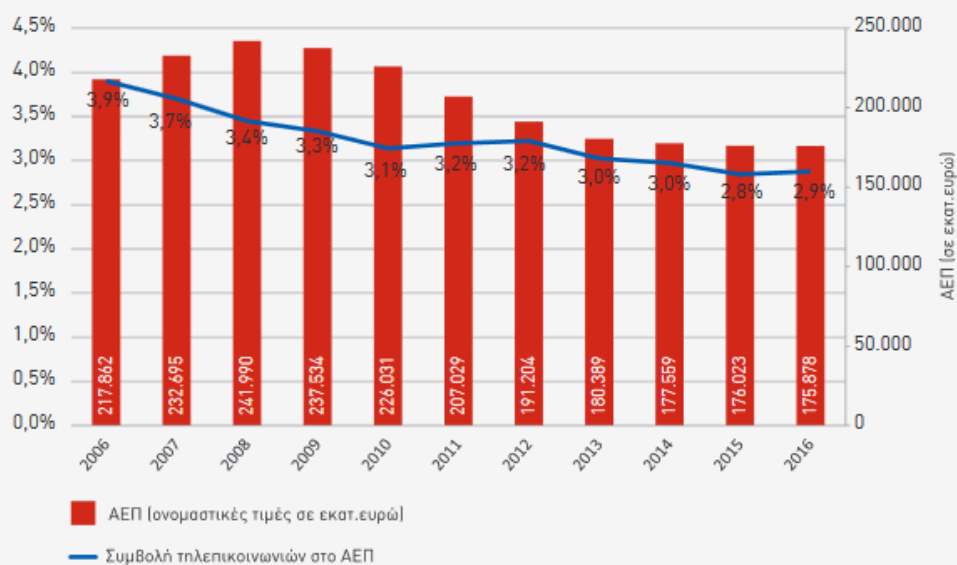
Κύκλος εργασιών	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ΟΤΕ	2,17	1,91	1,7	1,56	1,51	1,54	1,57
ΕΚΤ	3,58	3,23	2,99	2,51	2,37	2,17	2,15
Εναλλακτικοί πάροχοι σταθερής τηλεφωνίας (*)	0,57	0,62	0,63	0,58	0,55	0,81	0,58
Λοιποί πάροχοι (**)	0,77	0,86	0,84	0,81	0,85	0,49	0,71
Σύνολο	7,1	6,62	6,16	5,46	5,28	5,01	5,01
Μικτά κέρδη							
ΟΤΕ	0,14	0,20	0,06	-0,01	0,31	0,23	0,15
ΕΚΤ	0,73	0,75	0,64	0,48	0,49	0,14	0,15
Εναλλακτικοί πάροχοι σταθερής τηλεφωνίας (*)	0,01	0,05	0,09	0,09	0,07	-0,03	-0,03
Λοιποί πάροχοι (**)	0,17	0,18	0,16	0,14	0,15	0,18	-0,03
Σύνολο	1,06	1,18	0,96	0,70	1,02	0,53	0,42
Ενεργητικό							
ΟΤΕ	7,95	7,76	6,61	6,31	6,48	6,05	6,20
ΕΚΤ	7,11	6,81	6,94	6,10	5,98	6,04	5,94
Εναλλακτικοί πάροχοι σταθερής τηλεφωνίας (*)	1,41	1,12	0,92	0,85	0,85	0,77	0,42
Λοιποί πάροχοι (**)	1,69	1,62	1,54	1,53	1,25	2,14	0,86
Σύνολο	18,16	17,31	16,01	14,78	14,59	14,99	13,42

Πηγή: ΕΕΤΤ (βάσει ισολογισμών και ερωτηματολογίων)

* Περιλαμβάνονται όλοι οι αδειοδοτημένοι πάροχοι σταθερής τηλεφωνίας.

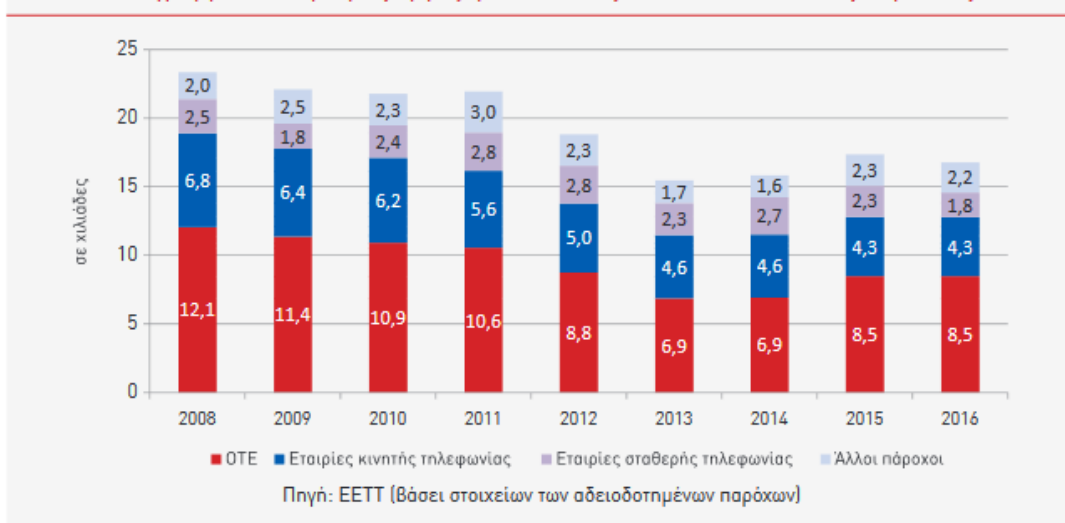
**Περιλαμβάνονται οι υπόλοιποι ενεργοί αδειοδοτημένοι πάροχοι.

Διάγραμμα 1.2: Συμβολή τηλεπικοινωνιών στο ΑΕΠ



Πηγή: ΕΕΤΤ (βάσει ερωτηματολογίων) και ΕΛΣΤΑΤ

Διάγραμμα 1.3: Αριθμός εργαζομένων στους τηλεπικοινωνιακούς παρόχους



3.2 Εξέλιξη βασικών μεγεθών της αγοράς ηλεκτρονικών επικοινωνιών - Παρουσίαση οικονομικών στοιχείων

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται τα βασικά οικονομικά στοιχεία της αγοράς ηλεκτρονικών επικοινωνιών, λαμβάνοντας υπόψη στοιχεία που συλλέγει η EETT από τους αδειοδοτημένους παρόχους σε εξαμηνιαία βάση, αναφορικά με τον κύκλο εργασιών, τις επενδύσεις κ.ά.. Σε αυτό το πλαίσιο, παρατίθενται τα έσοδα που αφορούν σταθερές και κινητές επικοινωνίες, τηλεπικοινωνιακό εξοπλισμό και συνδρομητική τηλεόραση από ενεργούς αδειοδοτημένους παρόχους με ετήσιο κύκλο εργασιών άνω των 150 χιλ. ευρώ.

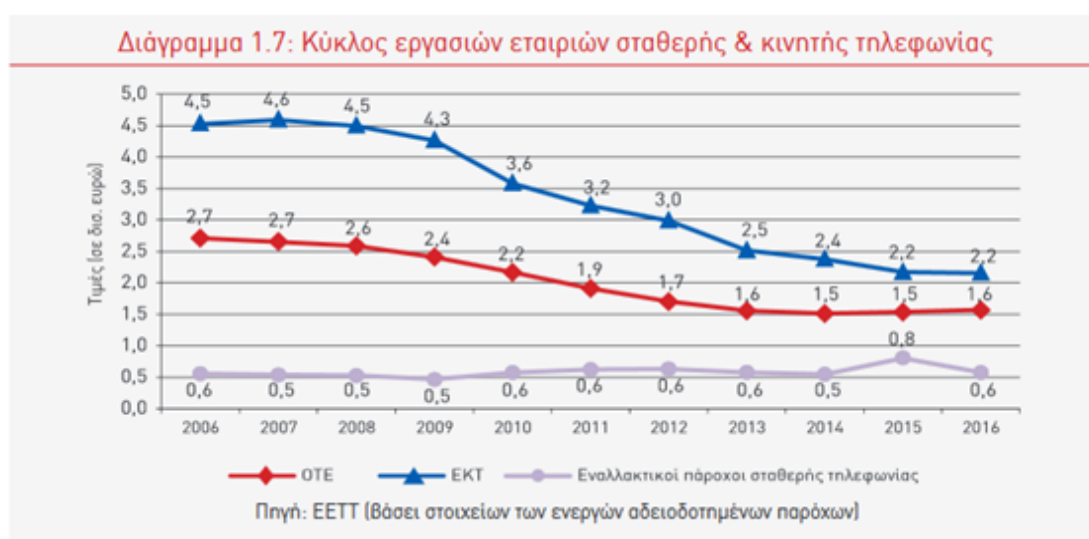
- Ο κύκλος εργασιών στον τηλεπικοινωνιακό κλάδο για το 2016 ανήλθε στα ίδια επίπεδα με το 2015 υπερβαίνοντας οριακά τα 5 δις. ευρώ (Διάγραμμα 1.6). Ο κύκλος εργασιών του ΟΤΕ παρουσίασε αύξηση κατά 2,1%, που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των εσόδων από τις ευρυζωνικές υπηρεσίες (αύξηση ευρυζωνικών γραμμών κατά 8,6%) και τις υπηρεσίες συνδρομητικής τηλεόρασης (αύξηση συνδρομητών τηλεόρασης κατά 12,7%) (Διάγραμμα 1.7).

- Τα έσοδα από τηλεπικοινωνιακές υπηρεσίες καθόρισαν συντριπτικά τον κύκλο εργασιών (88%) (Διάγραμμα 1.8), ενώ και τα έσοδα από υπηρεσίες συνδρομητικής τηλεόρασης αύξησαν το μερίδιό τους στο 5,3% (έναντι 5% που ήταν το 2015).

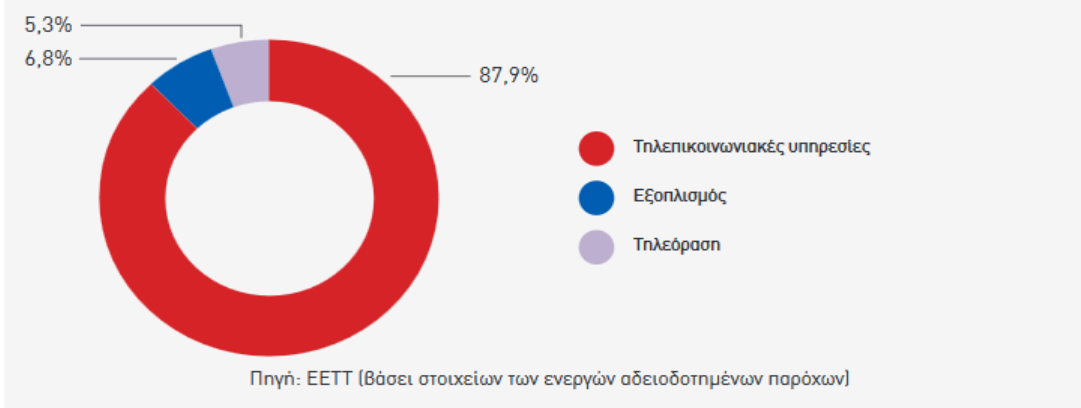
- Τα έσοδα από την παροχή υπηρεσιών σταθερών επικοινωνιών αποτέλεσαν το 53,5% των εσόδων από την παροχή τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών (Διάγραμμα 1.9). Περιλαμβάνουν τόσο έσοδα από λιανική παροχή τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών (τηλεφωνία και διαδίκτυο συμπεριλαμβανομένης της πρόσβασης στο τηλεφωνικό δίκτυο, μισθωμένες γραμμές κ.λπ.) όσο και από χονδρική παροχή τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών. Αντίστοιχα, τα έσοδα από την παροχή υπηρεσιών κινητής επικοινωνίας περιλαμβάνουν τα λιανικά έσοδα από την παροχή υπηρεσιών φωνής και δεδομένων κινητής τηλεφωνίας, καθώς και χονδρικά έσοδα διασύνδεσης, περιαγωγής κ.λπ.
- Τα λιανικά έσοδα από υπηρεσίες τηλεφωνίας και διαδικτύου αποτέλεσαν περίπου το 69% των συνολικών εσόδων από σταθερά δίκτυα και έπονται τα έσοδα από υπηρεσίες πρόσβασης χονδρικής με 11,4% (Διάγραμμα 1.10). Από την πλευρά των κινητών δικτύων και υπηρεσιών, τα λιανικά έσοδα από υπηρεσίες φωνής και δεδομένων αποτέλεσαν την συντριπτική πλειονότητα με ποσοστά 66% και 21% αντίστοιχα (Διάγραμμα 1.11).
- Το σύνολο των επενδύσεων των παρόχων ηλεκτρονικών επικοινωνιών (Διάγραμμα 1.12) παρουσιάζει θεαματική αύξηση κατά 69% και αντιστοιχεί στο 22,6% του συνολικού κύκλου εργασιών του κλάδου, γεγονός που οφείλεται κυρίως στις αυξημένες επενδύσεις σε σταθερά δίκτυα της VODAFONE (έπειτα και από την απορρόφηση της HOL). Συνεπώς, οι επενδύσεις σε σταθερά δίκτυα για το 2016 αποτέλεσαν περίπου το 70% των συνολικών επενδύσεων και το υπόλοιπο 30% έχει επενδυθεί σε κινητά δίκτυα.
- Η πλειονότητα των επενδύσεων των παρόχων ηλεκτρονικών επικοινωνιών για το 2016 (Διάγραμμα 1.13) πραγματοποιήθηκε στην τηλεπικοινωνιακή υποδομή και στην έρευνα και ανάπτυξη (π.χ. λογισμικό, νέες υπηρεσίες κ.λπ.).
- Η μεσοσταθμική μείωση που παρουσίασε ο κύκλος εργασιών την περίοδο 2010-2016 κυμάνθηκε στα ίδια περίπου επίπεδα με την αντίστοιχη της περιόδου 2010-2015 (-6,7% και -6,1%). Αντίθετα, οι επενδύσεις επέστρεψαν σε μεσο σταθμική αύξηση 1,1% (Διάγραμμα 1.14). Κατά συνέπεια, για την ίδια περίοδο, ο ΟΤΕ μπορεί μεσοσταθμικά να έχασε 6,3% των εσόδων του, ωστόσο σημείωσε αύξηση 5,7% στις επενδύσεις του.
- Για τις μεγαλύτερες εταιρίες σταθερής και κινητής τηλεφωνίας, οι επενδύσεις συγκεντρώθηκαν μεταξύ του 5% και του 22% της αξίας των συνολικών εσόδων τους από υπηρεσίες ηλεκτρονικών επικοινωνιών. Εξαιρέση αποτέλεσε η VODAFONE, το

ποσοστό της οποίας λόγω της απορρόφησης της HOL εκτινάχθηκε περίπου στο 60%. (Διάγραμμα 1.15).

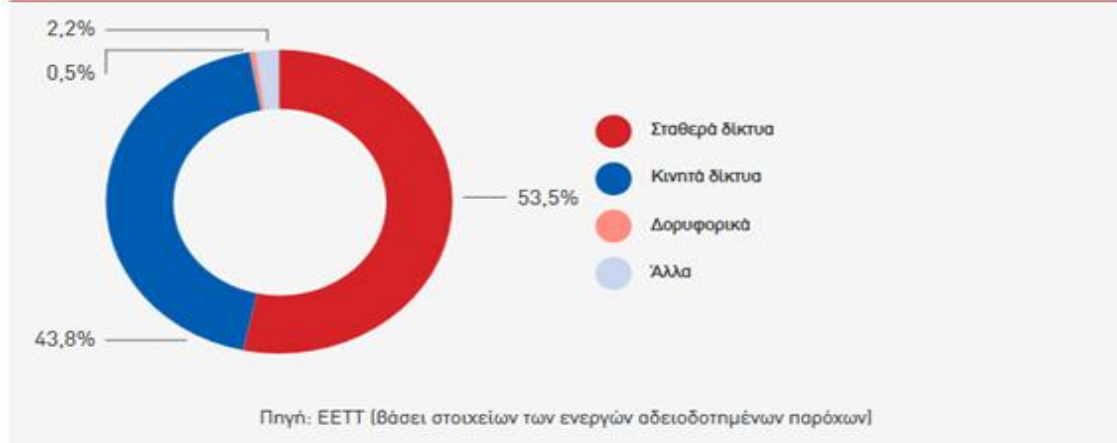
- Για τις μεγαλύτερες εταιρίες σταθερής και κινητής τηλεφωνίας, τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) αυξήθηκαν κατά 2,8% σε σχέση με το 2015. Επισημαίνεται ότι, σε σχέση με το 2008 και λαμβάνοντας υπ' όψη αποτελέσματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, ο δείκτης κερδοφορίας EBITDA φαίνεται να ανακάμπτει σταδιακά τα τελευταία χρόνια ανερχόμενος στο 1,3 δισ. ευρώ έναντι περίπου 2 δισ. ευρώ που ήταν το 2008 (Διάγραμμα 1.16)



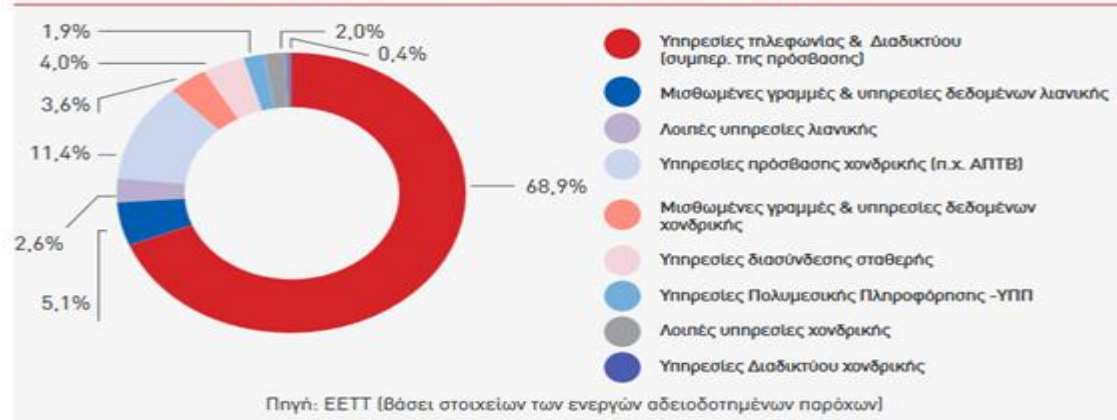
Διάγραμμα 1.8: Ανάλυση κύκλου εργασιών



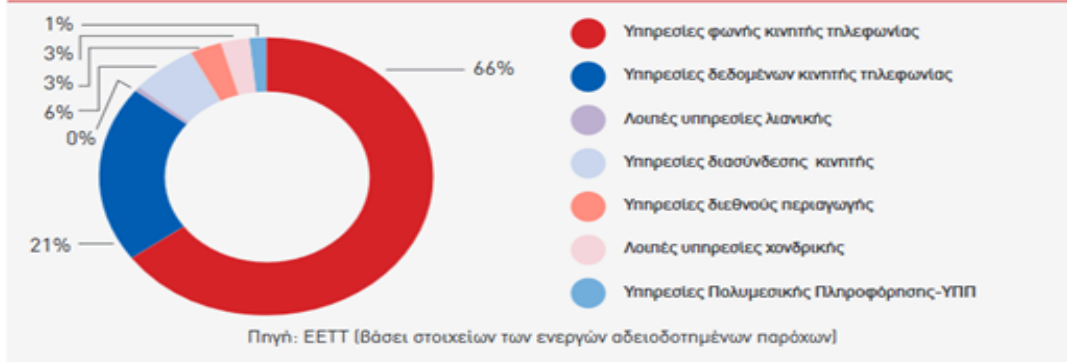
Διάγραμμα 1.9: Ανάλυση τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών



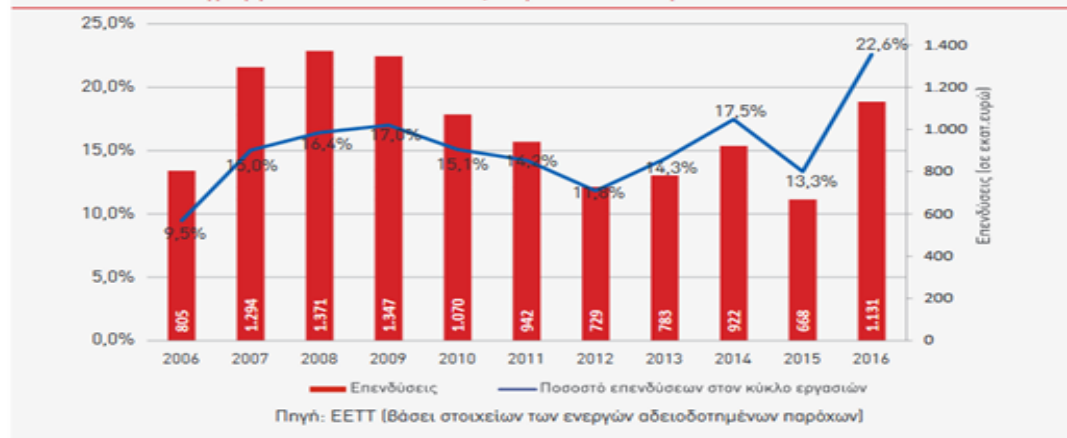
Διάγραμμα 1.10: Ανάλυση εσόδων από σταθερά δίκτυα



Διάγραμμα 1.11: Ανάλυση εσόδων από κινητά δίκτυα



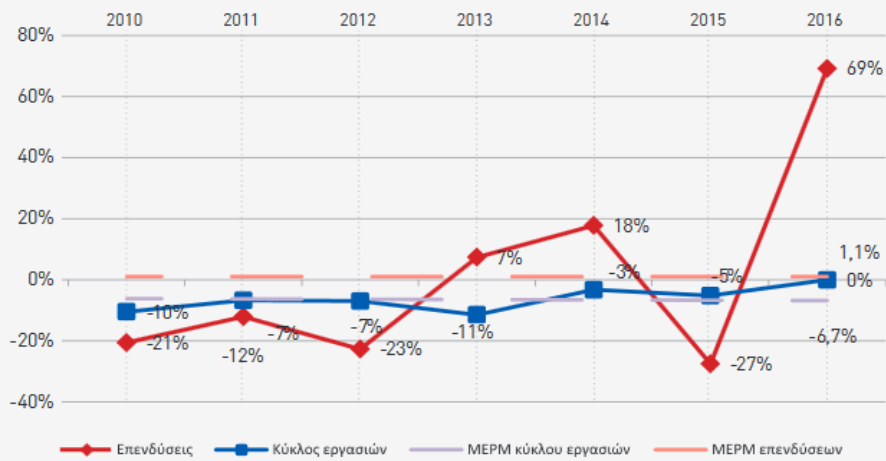
Διάγραμμα 1.12: Επενδύσεις παρόχων Ηλεκτρονικών Επικοινωνιών



Διάγραμμα 1.13: Ανάλυση επενδύσεων παρόχων Ηλεκτρονικών Επικοινωνιών για το 2016

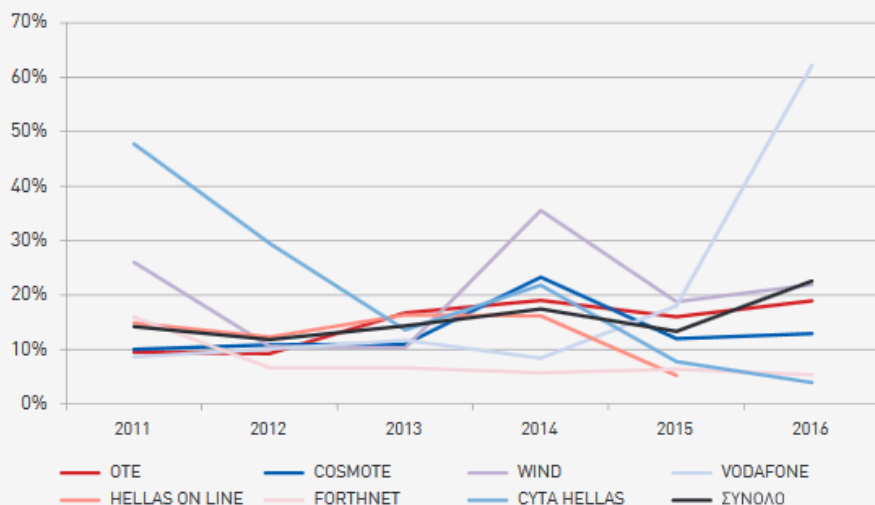


Διάγραμμα 1.14: Ρυθμός μεταβολής επενδύσεων-κύκλου εργασιών



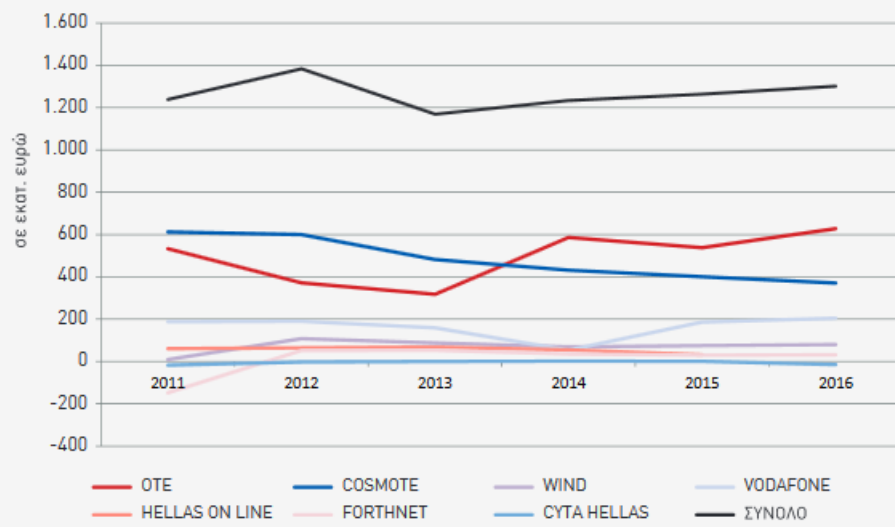
Πηγή: EETT (βάσει στοιχείων των ενεργών αδειοδοτημένων παρόχων)

Διάγραμμα 1.15: Επενδύσεις προς κύκλο εργασιών



Πηγή: EETT (βάσει στοιχείων των ενεργών αδειοδοτημένων παρόχων)

Διάγραμμα 1.16: Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA)



Πηγή: EETT (Βάσει στοιχείων των ενεργών αδειοδοτημένων παρόχων)

3.3 Μελέτη Περίπτωσης Εξαγοράς Vodafone – Hellas On Line

Η συμφωνία για την εξαγορά της Hellas On Line (στο εξής HOL) από την Vodafone αποτελεί τη συνέχεια της συνεργασίας μεταξύ των εταιριών, η οποία ξεκίνησε το 2009, όταν η Vodafone απέκτησε ποσοστό άμεσης συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της Hellas On line. Η Vodafone Ελλάδα μέσα από τη συμφωνία αυτή επιδίωξε την ισχυροποίηση του ονόματός της στην αγορά, αξιοποιώντας την συνδρομητική βάση της Hellas On line, με 519.000 πελάτες σταθερής τηλεφωνίας και internet, αριθμός ο οποίος μεταφράζεται σε μερίδιο αγοράς για τις σταθερές επικοινωνίες ύψους 11% στο τέλος του 2013.

3.3.1 Σκοπός της εξαγοράς

Με δεδομένο ότι η Vodafone στην Ελλάδα μέχρι και το 2013 δραστηριοποιούνταν κατά κύριο λόγο στον τομέα της κινητής τηλεφωνίας, την στιγμή που ο ανταγωνισμός επέκτεινε τις δραστηριότητές του προωθώντας συνδυαστικά προϊόντα κινητής, σταθερής αλλά και internet, η εταιρία για να παραμείνει ανταγωνιστική θα έπρεπε είτε να επενδύσει στην δημιουργία ενός νέου δικτύου και υποδομής για την παροχή σταθερής τηλεφωνίας και ευρυζωνικού internet, είτε να κινηθεί στρατηγικά αναπτύσσοντας συνεργασία με κάποιον από τους υφιστάμενους παρόχους.

Το δεύτερο σενάριο κρίθηκε ως καταλληλότερη επιλογή ως προς τα συμφέροντα της εταιρίας, με αυτό να σημαίνει την έναρξη των διαδικασιών για την προσέγγιση της Hellas on Line η οποία ήδη δραστηριοποιούνταν στον χώρο, εκμεταλλευόμενη μάλιστα και την υπάρχουσα συνεργασία τους.

Να αναφερθεί πως η κίνηση αυτή είχε ήδη ενταχθεί στα στρατηγικά σχέδια ολόκληρου του ομίλου της εταιρίας (Vodafone Group), επιδιώκοντας να ακολουθήσει την παγκόσμια τάση των ηγετών στον χώρο των τηλεπικοινωνιών που θέλει τους παρόχους να κινούνται προς την απόκτηση ενός ολοκληρωμένου πακέτου υπηρεσιών κινητής και σταθερής τηλεφωνίας, internet αλλά και συνδρομητικής τηλεόρασης. Μέχρι και την στιγμή της εξαγοράς, στην Ελλάδα η μόνη εταιρία που παρείχε συνολικά τις παραπάνω υπηρεσίες ήταν ο ΟΤΕ.

Η στρατηγική αυτή στόχευε σε σημαντική αύξηση των περιθωρίων κέρδους της εταιρίας, αφού η συμφωνία θα είχε ως επακόλουθο το λανσάρισμα μίας σειράς νέων προϊόντων και υπηρεσιών που θα επέκτειναν και θα ενίσχυαν την διείσδυση της εταιρίας στην αγορά.

Η απόκτηση από την Vodafone των μετοχών της HOL στόχευε παράλληλα στην εδραίωση της παρουσίας της στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα και όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, εντάσσεται στο πλαίσιο της γενικότερης στρατηγικής του ομίλου για την παροχή ολοκληρωμένων υπηρεσιών επικοινωνίας.

Ειδικότερα οι στόχοι της εν λόγω εξαγοράς ήταν οι εξής :

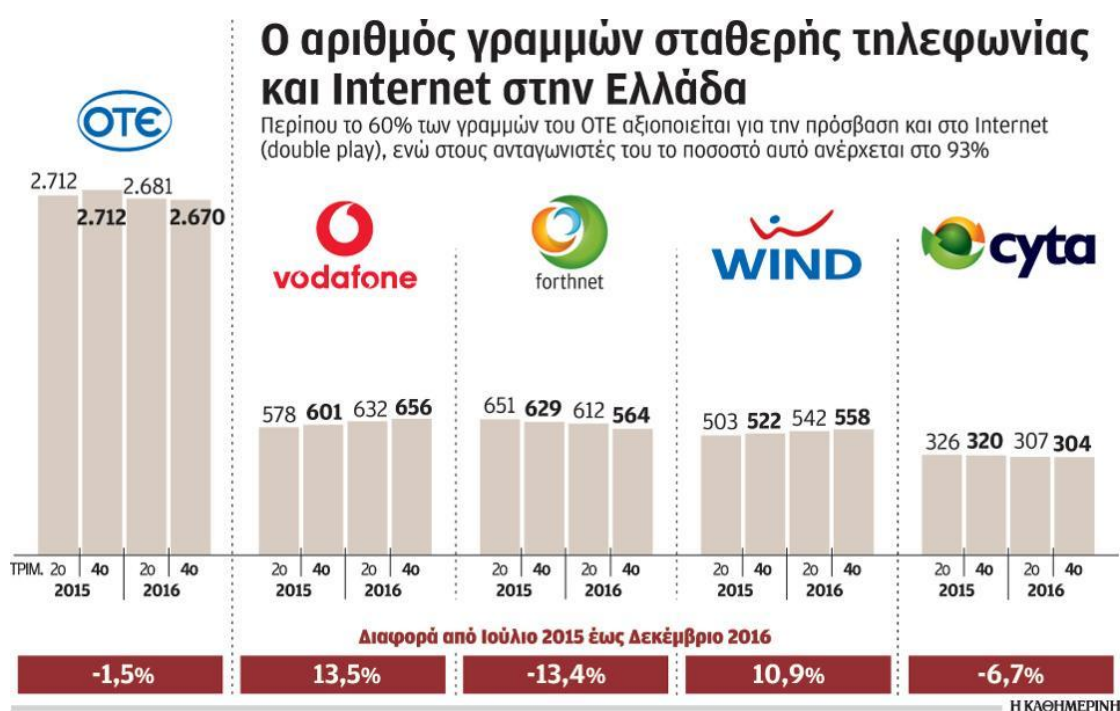
- Η δημιουργία μεγαλύτερης πελατειακής βάσης στην οποία θα παρέχονται συνδυαστικές υπηρεσίες και όπου θα αναπτυχθούν τεχνολογίες σύγκλισης σταθερής και κινητής τηλεφωνίας (FMC – Fixed Mobile Convergence).
- Η δημιουργία κοινών δικτύων διάδοσης φωνής και δεδομένων και κοινών υποδομών κορμού (core network).
- Η επέκταση των εμπορικών συνεργασιών, ώστε να δημιουργηθεί μία κοινή γκάμα προϊόντων διαθέσιμη στους πελάτες και των δύο εταιρειών.
- Η κοινή χρήση δικτύου και υποδομών πληροφορικής και η ενοποίηση των μηνιαίων λογαριασμών για κοινούς πελάτες.
- Τέλος, αναμένεται η διευρυμένη πελατειακή βάση να δημιουργήσει συνθήκες που θα διευκολύνουν μελλοντικές επενδύσεις σε δίκτυα νέας γενιάς και σε επέκταση της γεωγραφικής κάλυψης του δικτύου.

3.3.2 Επίδραση στην αγορά των τηλεπικοινωνιών

Η αγορά της σταθερής τηλεφωνίας χαρακτηρίζεται ως απελευθερωμένη από τον Ιανουάριο του 2001 όπου έπαψε να ισχύει το κρατικό μονοπώλιο μέσω του ΟΤΕ. Εκτοτε η επικράτηση και η πορεία των παρόχων στην αγορά περιγράφεται από σημαντικές ανατροπές και διακυμάνσεις όσον αφορά το πλήθος αυτών αλλά και τα μερίδιά τους. Αρχικά στον κλάδο εμφανίστηκε έντονη δραστηριότητα με υψηλό επίπεδο ανταγωνισμού, δραστηριότητα όμως που τα τελευταία χρόνια τείνει να συρρικνώνεται, αφού από τους δεκαπέντε εναλλακτικούς παρόχους που υπήρχαν στην αγορά στα μέσα του 2008, πλέον έχουν μείνει μόνο πέντε. Ηγέτης στο μερίδιο

της πελατειακής βάσης σε όλο το χρονικό διάστημα παραμένει ο ΟΤΕ, με τη μάχη μεταξύ των υπολοίπων εταιριών να επικεντρώνεται για τις ακόλουθες θέσεις. Έτσι, μέσα στο 2016, η αγορά σταθερής τηλεφωνίας υπέστη ξανά σημαντικές αλλαγές, με πιο σημαντική εκείνη που έφερε τη Vodafone στη δεύτερη θέση, πίσω από τον ΟΤΕ στην παροχή σταθερών επικοινωνιών. Τη θέση αυτή ιστορικά κατείχε η Forthnet, η οποία για πρώτη φορά μέσα στο α' εξάμηνο του 2016 υποχώρησε στην τρίτη θέση. Η επιθετική πολιτική μάλιστα της Vodafone που ακολουθήθηκε και στους επόμενους μήνες, διεύρυνε την απόσταση των δύο επιχειρήσεων, δεδομένου ότι στο τέλος του Δεκεμβρίου του 2016 τα μερίδια των δύο επιχειρήσεων απείχαν κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες. Συγκεκριμένα το μερίδιο της Vodafone ανήλθε σε 13,8% και της Forthnet σε 11,9%.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί πως η Vodafone πριν από την αρχική συνεργασία της με την Hellas on Line και την μετέπειτα ενοποίηση των εταιριών, στην αγορά της σταθερής τηλεφωνίας κατείχε ένα πολύ μικρό ποσοστό συνδρομητικής βάσης που την έφερνε στις τελευταίες θέσεις των ανταγωνιστικών παρόχων της σταθερής τηλεφωνίας. Πλέον όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα κατέχει σημαντικό μερίδιο της αγοράς αφού πλέον έχει τον πρώτο λόγο μεταξύ των εναλλακτικών παρόχων.



Πηγή : <http://www.kathimerini.gr/>

Η μέχρι στιγμής διαμορφωμένη εικόνα στην αγορά των τηλεπικοινωνιών έχει τα εξής αποτελέσματα :

- Σημαντικά οφέλη για τον τελικό καταναλωτή που πλέον έχει εύκολη πρόσβαση σε υπηρεσίες υψηλότερης ποιότητας και αξιοπιστίας σε σχέση με αυτές του παρελθόντος σε μακράν πιο συμφέρουσες τιμές.
- Υλοποίηση σημαντικών επενδύσεων από τις εταιρίες που παραμένουν στον χώρο που έχουν ως αποτέλεσμα την ισχυροποίηση και την βιωσιμότητα τους.
- Εφαρμογή νέων τεχνολογιών και καινοτόμων λύσεων όπου στα πλαίσια του ανταγωνισμού και της επικράτησης στην αγορά μεταξύ των εταιριών ανέρχεται σημαντικά το συνολικό επίπεδο των ψηφιακών επικοινωνιών.

3.3.3 Στοιχεία για την αγοράστρια εταιρία - Vodafone Ελλάδος

3.3.3.1 Γενικές πληροφορίες

Η Vodafone είναι ανώνυμη εταιρεία παροχής υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας βάσει άδειας λειτουργίας τηλεπικοινωνιακού δικτύου, την οποία έλαβε κατόπιν διαγωνισμού από την Ελληνική Δημοκρατία το Σεπτέμβριο του 1992 (ΦΕΚ 587/30-9-92). Η εταιρεία ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1992 υπό την εταιρική επωνυμία «ΠΑΝΑΦΟΝ ΑΕΕΤ» και το διακριτικό τίτλο «ΠΑΝΑΦΟΝ», με την αρχική συμμετοχή των ιδρυτριών εταιρειών Intracom, Vodafone Group Plc και US West International B.V., ενώ το Μάρτιο του 2002 μετονομάστηκε σε «VODAFONE ΠΑΝΑΦΟΝ ΑΕΕΤ» και με διακριτικό τίτλο «VODAFONE – ΠΑΝΑΦΟΝ».

Το Δεκέμβριο του 1998, ξεκίνησε η διαπραγμάτευση των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αθηνών καθώς και στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, ενώ τον Ιούλιο του 2004 και κατόπιν σχετικού αιτήματος της προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, έπαυσε η διαπραγμάτευση των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Αντιστοίχως, τον Αύγουστο του ίδιου έτους σταμάτησε και η διαπραγμάτευση των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Λονδίνου. Η Vodafone Ελλάδος είναι μέλος του ομίλου Vodafone ο οποίος κατέχει ηγετική θέση παγκοσμίως στο χώρο της κινητής επικοινωνίας με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο. Η εταιρία παρέχει τηλεπικοινωνιακά προϊόντα και υπηρεσίες επικοινωνίας σε οικιακούς και εταιρικούς πελάτες στην Ελλάδα. Ο αριθμός των πελατών της τον Μάρτιο του 2014 (έτος κατάθεσης της προσφοράς), ανερχόταν σε περίπου 3.000.000 ενεργούς

πελάτες κινητής τηλεφωνίας και περίπου 12.000 πελάτες σταθερής τηλεφωνίας. Επίσης διαθέτει δίκτυο λιανικής πώλησης το οποίο αποτελείται από περίπου 420 καταστήματα στην Ελλάδα, ενώ την περίοδο 2014 - 2015 απασχολούσε 1.430 άτομα ως εργατικό δυναμικό.

Σκοπός της εταιρίας σύμφωνα με το καταστατικό της, μεταξύ άλλων είναι:

1. Η εγκατάσταση και λειτουργία συστημάτων κινητής τηλεφωνίας κυψελωτής μορφής, καθώς και η μελέτη, σχεδιασμός, εγκατάσταση και λειτουργία τηλεπικοινωνιακών συστημάτων.
2. Η προμήθεια και η διανομή του εξοπλισμού κ.λπ. που χρησιμοποιείται σε σχέση με τα παραπάνω συστήματα.
3. Η παροχή υπηρεσιών τηλεπικοινωνίας και προστιθέμενης αξίας μέσω των συστημάτων, καθώς και η παροχή συμβουλευτικών και εκπαιδευτικών υπηρεσιών σχετικά με τον σχεδιασμό, εγκατάσταση και λειτουργία τηλεπικοινωνιακών συστημάτων διαφορετικών τεχνολογιών.
4. Η προμήθεια, εμπορία και διανομή τηλεφωνικών συσκευών, παντός είδους ηλεκτρονικών υπολογιστών, τηλεπικοινωνιακού εξοπλισμού και εν γένει δικτύων μεταφοράς ήχου, εικόνας και δεδομένων, και προϊόντων επικοινωνίας, ανταλλακτικών και εξαρτημάτων αυτών, που χρησιμοποιούνται σε σχέση με την παροχή των ως άνω αναφερομένων τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών, η προμήθεια, εμπορία και διανομή ειδών που αφορούν στην προώθηση προς το κοινό των ως άνω τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών, καθώς και η ανάπτυξη, παραγωγή και διάθεση λογισμικού (software) για τη λειτουργία των ανωτέρω.
5. Η ανάπτυξη, παραγωγή και εκμετάλλευση software (λογισμικού) σχετικού με τις τηλεπικοινωνίες.
6. Η παροχή υπηρεσιών εγκατάστασης, επισκευής και, εν γένει, τεχνικής υποστήριξης των παραπάνω προϊόντων.
7. Η παροχή πάσης φύσεως υπηρεσιών διαδικτύου, υπηρεσιών πρόσβασης στο διαδίκτυο και συναφών υπηρεσιών πολυμέσων για την μεταφορά ήχου, εικόνας και δεδομένων, αποκλειόμενης μόνον της παροχής μέσω του διαδικτύου και όχι μέσω οποιουδήποτε άλλου τηλεπικοινωνιακού μέσου, υπηρεσιών οπτικοακουστικού περιεχομένου, εφόσον το περιεχόμενο αυτό έχει ενημερωτικό χαρακτήρα και ειδικότερα περιλαμβάνει, κατά το πρότυπο των εντύπων εφημερίδων, ειδήσεις για πολιτικά ή κοινωνικά ή οικονομικά ή πολιτιστικά ή αθλητικά γεγονότα και

εκδηλώσεις, καθώς και άρθρα, σχόλια, συνεντεύξεις ή συζητήσεις για τα θέματα αυτά.

8. Η παροχή πάσης φύσεως υπηρεσιών διαχείρισης εμπορικών απαιτήσεων, που σχετίζονται με τα πιο πάνω προϊόντα και υπηρεσίες, για λογαριασμό τρίτων επιχειρήσεων ιδιωτικού και δημοσίου τομέα, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών.

9. Η παραγωγή και εμπορία ηλεκτρικής ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας.

10. Η ίδρυση ιδρυμάτων με κοινωφελές/φιλανθρωπικό σκοπό.

11. Η παροχή υπηρεσιών ασφαλιστικής διαμεσολάβησης σχετικά με τα προϊόντα / υπηρεσίες της.

12. Η παροχή υπηρεσιών είσπραξης πάσης φύσεως χρηματικών απαιτήσεων τρίτων μέσω των καταστημάτων της εταιρείας.

13. Η προμήθεια, εμπορία, διανομή και μεταπώληση παντός είδους ηλεκτρονικών υπολογιστών, ανταλλακτικών και εξαρτημάτων αυτών, και λογισμικού (software) καθώς και η προμήθεια, εμπορία, διανομή, μεταπώληση και υποστήριξη υπηρεσιών διαδικτύου και συναφούς λογισμικού.

14. Η δημιουργία και εκμετάλλευση ιστοσελίδας για τη διαφημιστική προβολή και προώθηση πωλήσεων υπηρεσιών και προϊόντων τρίτων μέσω διαδικτύου και η διαμεσολάβηση με κέρδος στην προώθηση και πώληση υπηρεσιών και προϊόντων τρίτων μέσω διαδικτύου.

15. Η ανάπτυξη, τεχνική υποστήριξη και διάθεση πληροφοριακών συστημάτων και η παροχή συναφών υπηρεσιών.

3.3.3.2 Μετοχικό κεφάλαιο και βασικοί μέτοχοι

Κατά την ημερομηνία κατάθεσης της προσφοράς, το καταβεβλημένο και εκδοθέν μετοχικό κεφάλαιο²⁰ της εταιρίας ανέρχονταν σε 184.759.200 ευρώ, ποσό που διαιρείται σε 513.220.000 κοινές ονομαστικές μετοχές, αξίας 0,36 ευρώ η κάθε μία.

²⁰ Ως μετοχικό κεφάλαιο ορίζεται το σύνολο των κεφαλαίων που εισφέρουν οι φορείς μιας ανώνυμης εταιρίας κατά την ίδρυση της ή και αργότερα κατά τη διάρκεια της παραγωγικής της ζωής. Το μετοχικό κεφάλαιο διακρίνεται σε: i) Καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο (ονομαστική αξία μετοχής * αριθμός μετοχών) ii) Διαφορά “υπέρ το άρτιο“ από την έκδοση νέων μετοχών. Αν κυκλοφορήσουν μετοχές με τιμή διάθεσης υψηλότερη της υφιστάμενης ονομαστικής αξίας της μετοχής τότε η διαφορά καταγράφεται στον εν λόγω Λογαριασμό και συνιστά “κατ’ αναλογία όφελος” των παλαιών μετόχων.

Η Vodafone Greece είναι κατά έμμεσο τρόπο θυγατρική εταιρεία της εταιρείας Vodafone Group Plc. Το 99,87% των μετοχών της εταιρείας κατέχεται μέσω της εταιρείας Vodafone Europe B.V., το σύνολο των μετοχών της οποίας ανήκει, μέσω άλλων εταιριών, στην εταιρεία Vodafone Group Plc.

3.3.3.3 Συμμετοχές σε μερίδια άλλων εταιριών

Ακολουθεί λίστα με τις θυγατρικές της Vodafone Ελλάδος, κατά την έννοια του άρθρου 42ε, παρ. 5, του Κ.Ν. 2190/1920, ως αυτές είχαν την περίοδο κατάθεσης της προσφοράς

ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ			
Επωνυμία Εταιρείας	% συμμετοχής (άμεση και έμμεση)	Δικαιοδοσία Σύστασης	Μέθοδος Ενοποίησης
Vodafone Panafon International Holdings BV (VPIHBV)	100% (άμεση)	Ολλανδία	Ολική
Vodafone Panafon UK (VPUK)	100% (έμμεση)	Ηνωμένο Βασίλειο	Ολική
Zeltron A.E.	100% (άμεση)	Ελλάδα	Ολική
Vodafone Albania	50% (έμμεση)	Αλβανία	Καθαρή Θέση
VICTUS NETWORK A.E.	50% (άμεση)	Ελλάδα	Ολική

Πηγή: Δημοσιευμένα συνοπτικά οικονομικά στοιχεία και πληροφορίες της Εταιρείας για τη χρήση που έληξε την 31.03.2014, σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Α., ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή

3.3.3.4 Οικονομικά μεγέθη

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται συνοπτικές ενοποιημένες και εταιρικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες της εταιρίας για τις χρήσεις 2012 και 2013, όπως αυτές προκύπτουν από τις δημοσιευμένες ετήσιες ενοποιημένες και εταιρικές οικονομικές καταστάσεις για τη χρήση 2013, οι οποίες συντάσσονται με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.).

Στοιχεία Κατάστασης Αποτελεσμάτων (σε € '000)	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	01.04.2013-31.03.2014	01.04.2012-31.03.2013	01.04.2013-31.03.2014	01.04.2012-31.03.2013
Κύκλος Εργασιών	709.529	912.881	708.339	912.020
Μικτά Κέρδη	316.064	366.259	315.389	366.026
Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	156.989	189.137	158.130	189.802
Κέρδη προ Φόρων	(16.629)	(11.488)	(25.790)	(27.570)
Καθαρά κέρδη/(ζημιές) χρήσης	(17.642)	66	(26.803)	(16.016)
Στοιχεία Ισολογισμού (σε € '000)	31.03.2014	31.03.2013	31.03.2014	31.03.2013
Πάγια και Μη Κυκλοφορούντα Στοιχεία Ενεργητικού	866.435	925.114	805.067	873.455
Λοιπά Στοιχεία Ενεργητικού	234.799	297.951	212.648	274.930
Σύνολο Ενεργητικού	1.101.234	1.223.065	1.017.715	1.148.385
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	297.297	365.128	297.297	365.128
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	256.540	294.027	254.393	291.657
Σύνολο Υποχρεώσεων	553.838	659.155	551.690	656.786
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	547.397	563.910	466.024	491.599

Πηγή: Δημοσιευμένα συνοπτικά οικονομικά στοιχεία και πληροφορίες της Εταιρείας για τη χρήση που έληξε την 31.03.2014, σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Α., ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή.

3.3.4 Στοιχεία για την εξαγοράζουσα εταιρία - Hellas On Line

3.3.4.1 Γενικές πληροφορίες

Η Εταιρεία προήλθε από τη συγχώνευση με απορρόφηση της «HELLAS ON LINE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΣΥΣΚΕΥΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ» από τη «ΓΙΟΥΝΙΜΠΡΕΪΝ (UNIBRAIN) ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ» η οποία ακολούθως μετονομάστηκε σε «HELLAS ONLINE ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» (στο εξής HOL).

Η HOL δραστηριοποιούνταν στον κλάδο της παροχής υπηρεσιών και δικτύων ηλεκτρονικών επικοινωνιών και ειδικότερα με την εγκατάσταση και εκμετάλλευση αυτών, παρέχοντας σχετικές υπηρεσίες (τηλεφωνίας και ευρυζωνικών συνδέσεων) και παράλληλα ασχολούνταν με την ανάπτυξη και παραγωγή συστημάτων υλικού (hardware) και λογισμικού (software) υψηλής τεχνολογίας.

Παρείχε ένα ευρύ φάσμα προϊόντων και υπηρεσιών, το οποίο κάλυπτε πλήρως τις τηλεπικοινωνιακές ανάγκες τόσο των οικιακών καταναλωτών όσο και των ελεύθερων επαγγελματιών, των μικρομεσαίων επιχειρήσεων αλλά και των μεγαλύτερων εταιρειών και οργανισμών.

Η HOL, προ της συγχώνευσης, παρείχε στη Vodafone Ελλάδος ευρυζωνικές υπηρεσίες και τηλεφωνία χονδρικής, ενώ επιπρόσθετα, στο πλαίσιο της στρατηγικής συνεργασίας με τη Vodafone διέθεταν στην αγορά συνδυαστικά προϊόντα πακέτων σταθερής τηλεφωνίας, internet και κινητής τηλεφωνίας σε οικιακούς πελάτες, προσφέροντας παράλληλα σημαντικό οικονομικό όφελος και υψηλό επίπεδο εξυπηρέτησης, μέσω του εκτεταμένου δικτύου πωλήσεων της Vodafone.

Σύμφωνα με το καταστατικό της στου σκοπούς της εταιρίας περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων:

(α) Η εγκατάσταση, λειτουργία, συντήρηση, διαχείριση, εκμετάλλευση, εμπορία και διάθεση: δικτύων ηλεκτρονικών επικοινωνιών κάθε μορφής ασύρματου, συμπεριλαμβανομένου του δορυφορικού, ή ενσύρματου μέσου μετάδοσης δεδομένων και συναφών ευκολιών που περιλαμβάνουν ιδίως εγκαταστάσεις, υποδομές, τεχνικά μέσα, λογισμικό κ.λπ., που σχετίζονται με δίκτυο ηλεκτρονικών επικοινωνιών

(β) Η παροχή δικτύου ηλεκτρονικών υπηρεσιών και πάσης φύσεως διαθέσιμων στο κοινό υπηρεσιών ηλεκτρονικών επικοινωνιών, υπηρεσιών μέσων επικοινωνίας, υπηρεσιών της κοινωνίας της πληροφορίας, υπηρεσιών παροχής περιεχομένου,

υπηρεσιών ψυχαγωγίας και υπηρεσιών τηλεόρασης, μέσω δημόσιων δικτύων ηλεκτρονικών επικοινωνιών και άλλων δικτύων ή υποδομών, τα οποία έχουν εγκατασταθεί και λειτουργούν κατά τους όρους της εκάστοτε ισχύουσας νομοθεσίας καθώς και η ανάπτυξη κάθε είδους τηλεπικοινωνιακής δραστηριότητας.

3.3.4.2 Μετοχικό κεφάλαιο

Κατά την ημερομηνία της κατάθεσης της προσφοράς, το καταβλημένο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε 56.521.026,90 ευρώ και διαιρείται σε 179.707.771 κοινές ονομαστικές μετοχές, αξίας 0,30 ευρώ η κάθε μία και σε 8.695.652 προνομιούχες²¹ ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 0,30 ευρώ η κάθε μία.

²¹ Προνομιούχες μετοχές είναι προνομιούχα μερίδια ιδιοκτησίας μιας εταιρίας με περισσότερα δικαιώματα πάνω στα κέρδη και τα περιουσιακά στοιχεία της από τις κοινές μετοχές.

3.3.4.3 Οικονομικά μεγέθη

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται συνοπτικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες για την εταιρεία για την περίοδο 01.01-30.09.2014 και την αντίστοιχη περίοδο για τη χρήση 2013, όπως αυτές προκύπτουν από τις δημοσιευμένες ενδιάμεσες εταιρικές οικονομικές καταστάσεις για την περίοδο, οι οποίες συντάσσονται με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.).

Στοιχεία Κατάστασης Αποτελεσμάτων (σε € '000)	01.01.-30.09.2014	01.01.-30.09.2013
Κύκλος Εργασιών	159.176	167.056
Μικτό Κέρδος	25.734	33.736
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	41.304	53.409
Κέρδη προ Φόρων	(2.059)	1.811
Καθαρά κέρδη/(ζημιές) χρήσης	(2.010)	775
Κέρδη/(ζημιές) ανά μετοχή βασικά και προσαρμοσμένα (σε €)	(0,01)	0,00

Στοιχεία Ισολογισμού (σε € '000)	30.09.2014	31.12.2013
Ενσώματα Πάγια Στοιχεία	155.588	162.234
Λοιπά Στοιχεία Μη Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	51.618	54.454
Μη Κυκλοφορούν Ενεργητικό	207.206	216.688
Εμπορικές Απαιτήσεις	49.721	50.732
Λοιπά Στοιχεία Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	15.876	13.657
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	65.597	64.389
Σύνολο Ενεργητικού	272.803	281.077
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	33.377	35.227
Προμηθευτές	70.881	72.992
Βραχυπρόθεσμα Δάνεια	165.397	166.48
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	16.411	16.961
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	252.689	256.433
Σύνολο Υποχρεώσεων	286.066	291.660
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	(13.263)	(10.583)

Πηγή: Δημοσιευμένες ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για την περίοδο 01.01-30.09.2014, σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Α., ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή.

3.3.5 Το προσφερόμενο τίμημα

Η Vodafone (στο εξής και Προτείνων) όρισε ως προσφερόμενο τίμημα το ποσό των 0,563 ευρώ ανά μετοχή της HOL, επιλέγοντας να καταβάλλει το τίμημα τοις μετρητοίς. Συγκεκριμένα, το προσφερόμενο τίμημα περιγράφεται από τα εξής δύο χαρακτηριστικά :

- Υπερβαίνει κατά 14,7% τη μεσοσταθμισμένη χρηματιστηριακή τιμή μετοχής των μετοχών της εταιρείας κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας κατά την οποία η Vodafone κατέστη υπόχρεος για Δημόσια Πρόταση²², η οποία ανερχόταν σε 0,491 ευρώ
- Είναι ίσο με την υψηλότερη τιμή στην οποία η αγοράστρια απέκτησε μετοχές της εξαγοράζουσας κατά τους δώδεκα μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας οριστικής υποβολής της δημόσιας πρότασης.

Επιπλέον του προσφερόμενου τιμήματος, ο προτείνων θα αναλάβει για λογαριασμό των αποδεχόμενων μετόχων²³, την καταβολή των προβλεπόμενων στον κανονισμό εκκαθάρισης δικαιωμάτων εκκαθάρισης της εξωχρηματιστηριακής μεταβίβασης των μετοχών υπέρ της E.X.A.E. (Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.), ανερχόμενων σε 0,08% επί της αξίας μεταβίβασης και η οποία υπολογίζεται ως το γινόμενο του αριθμού των μεταβιβαζόμενων μετοχών επί τη μεγαλύτερη από τις εξής τιμές: του προσφερόμενου τιμήματος και της τιμής κλεισίματος της μετοχής στο Χρηματιστήριο κατά την προηγούμενη εργάσιμη ημέρα της υποβολής των απαραίτητων εγγράφων στην E.X.A.E. και με ελάχιστη χρέωση ποσού ίση με το μικρότερο μεταξύ των 20 ευρώ ή του 20% της αξίας της συναλλαγής για κάθε αποδεχόμενο μέτοχο.

Κατά συνέπεια, οι αποδεχόμενοι μέτοχοι θα λάβουν το συνολικό ποσό του προσφερόμενου τιμήματος, δίχως την επιβάρυνση από τα δικαιώματα εκκαθάρισης, αλλά μειωμένο κατά το ποσό του φόρου χρηματιστηριακών συναλλαγών, ο οποίος ανέρχεται σήμερα σε ποσοστό 0,20% και υπολογίζεται επί της αξίας της εξωχρηματιστηριακής συναλλαγής για τη μεταβίβαση των μεταβιβαζόμενων μετοχών στην αγοράζουσα εταιρία.

²² Δημόσια Πρόταση νοείται η υποχρεωτική δημόσια πρόταση, την οποία απευθύνει ο Προτείνων (αγοράστρια εταιρία) προς όλους τους μετόχους για την απόκτηση των μετοχών της Δημόσιας Πρότασης, σύμφωνα με το νόμο.

²³ Αποδεχόμενος Μέτοχος ορίζεται ως ο Μέτοχος που αποδέχεται νόμιμα, έγκυρα και εμπρόθεσμα τη Δημόσια Πρόταση και προσφέρει τις Μετοχές που του ανήκουν στον Προτείνοντα

3.3.6 Χρηματοδότηση της Δημόσιας Πρότασης - Διαβεβαίωση για την ικανότητα της αγοράζουσας εταιρίας

Ο προτείνων χρηματοδότησε το συνολικό ποσό που απαιτήθηκε να καταβάλει στους αποδεχόμενους μετόχους και στην Ε.Χ.Α.Ε, για την καταχώρηση της εξωχρηματιστηριακής μεταβίβασης, με μετρητά προερχόμενα από Ίδια Κεφάλαια της εταιρίας. Την διαβεβαίωση για την ικανότητα της Vodafone Ελλάδος να καταβάλει άμεσα και ολοσχερώς τα ακόλουθα (α) και (β) παρείχε το πιστωτικό ίδρυμα CITIBANK INTERNATIONAL Ltd.

(α) ποσό ύψους 8.922.026,52 ευρώ, ποσό που προκύπτει από το γινόμενο του αριθμού των μετοχών της HOL, στις οποίες αφορά η Δημόσια Πρόταση, επί του προσφερόμενου τιμήματος των 0,563 ευρώ ανά μετοχή

(β) το συνολικό ποσό των δικαιωμάτων εκκαθάρισης που επιβάλλονται στον προτείνοντα και στους μετόχους της εταιρείας οι οποίοι αποδέχονται τη Δημόσια Πρόταση υπέρ της Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ.

3.3.7 Περίοδος αποδοχής και ανακοίνωση αποτελέσματος

Ως περίοδος αποδοχής της δημόσιας πρότασης, ορίστηκε η περίοδος από τις 03/03 2015 και ώρα 08:00 (ώρα Ελλάδος) έως τις 31/03/2015 με το τέλος του ωραρίου λειτουργίας των τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα. Τα αποτελέσματα της δημόσιας πρότασης ορίστηκε πως έπρεπε να ανακοινωθούν εντός δύο (2) εργάσιμων ημερών από τη λήξη της περιόδου αποδοχής, στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών, στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου και στην ιστοσελίδα του προτείνοντος.

3.3.8 Χρονικό Εξαγοράς – Απολογισμός

Η Vodafone Ελλάδος, στις 25/11/2014, προέβη στην αγορά του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών της εταιρίας Hellas On Line (72,75%), από τους προηγούμενους μεγαλομετόχους, καταβάλλοντας για 130,736,813 κοινές μετοχές και το σύνολο των 8,695,652 προνομιούχων μετοχών, ποσό €82,699,671 . Έτσι, η Vodafone μετά από την πράξη αυτή, κατείχε συνολικά το 91.18% του μετοχικού

κεφαλαίου των κοινών ονομαστικών μετοχών της εταιρίας Hellas On Line, συνυπολογιζομένου και του ποσοστού 18.43%, που ήδη κατείχε από προηγούμενες χρήσεις. Στις 4 Δεκεμβρίου 2014, η Vodafone ξεκίνησε τη διαδικασία της δημόσιας πρότασης ενημερώνοντας την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρίας και υποβάλλοντας το σχέδιο του Πληροφοριακού Δελτίου, σύμφωνα με το άρθρο 10 του Νόμου. Μέσω της δημόσιας πρότασης η εταιρία δεσμεύτηκε και τελικά απέκτησε το σύνολο των μετοχών της εταιρίας στόχου, τις οποίες δεν κατείχε, άμεσα ή έμμεσα, κατά την 25η Νοεμβρίου 2014. Συνεπώς, οι μετοχές που αποτελούσαν το αντικείμενο της δημόσιας πρότασης, ανέρχονται σε 15.847.294 μετοχές,

3.3.9 Μελλοντικές επενδύσεις

Για τα επόμενα έτη, οι αναμενόμενες αυξημένες απαιτήσεις των πελατών και η εξέλιξη της τεχνολογίας προϋποθέτουν επιπρόσθετες επενδύσεις σε κινητά και σταθερά δίκτυα. Ειδικότερα, η ανάπτυξη δικτύων νέας γενιάς αναμένεται να δημιουργήσει την απαιτούμενη ευρυζωνική δυναμικότητα που θα υποστηρίξει νέες υπηρεσίες 5G.

Οι εταιρίες τηλεπικοινωνιών έχουν ανακοινώσει επενδύσεις 2,5 δισ. € σε σταθερά και κινητά δίκτυα την τετραετία 2017-2020, ώστε να πετύχει η Ελλάδα τους στόχους που έχει θέσει η ΕΕ για την ευρυζωνικότητα.

Τα αποτελέσματα των επενδύσεων αυτών θα είναι:

- υπερ-υψηλές ταχύτητες mobile internet,
- δυνατότητα υποστήριξης καινοτόμων video streaming υπηρεσιών,
- επέκταση της γεωγραφικής κάλυψης

Η υλοποίηση των επενδύσεων θα δώσει ώθηση στην ελληνική οικονομία, ως δαπάνη με πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα, ενώ οι τεχνολογικές δυνατότητες που θα προσφέρουν τα νέα δίκτυα θα υποστηρίξουν επίσης την καινοτομία και την τεχνολογική επιχειρηματικότητα σε κλάδους με υψηλή προστιθέμενη αξία, όπως:

- οι κινητές εφαρμογές (mobile apps)
- το διαδίκτυο των πραγμάτων (Internet of Things)
- οι απομακρυσμένες υπηρεσίες υγείας

3.4 Συμπεράσματα

Κύριος σκοπός της μελέτης αυτής ήταν η προσέγγιση της στρατηγικής επέκτασης και ανάπτυξης των επιχειρήσεων μέσω των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών. Από την θεωρητική ανάλυση προκύπτει πως οι λόγοι και τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να επιλέξουν την τακτική αυτή σχετίζονται κυρίως με την επιδίωξή τους, για εδραίωση και κυριαρχία στην αγορά, αλλά και με την απόκτηση και την διακράτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Ιδιαίτερη σημασία για την επιτυχημένη έκβαση μίας τέτοιας κίνησης κατέχουν ο σωστός σχεδιασμός και η ακριβής εκτίμηση των μεγεθών που χαρακτηρίζουν και περιγράφουν τόσο το εσωτερικό, όσο και το εξωτερικό περιβάλλον των εταιριών.

Οι παράγοντες που απαραίτητως πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τη μελέτη που πραγματοποιείται πριν την υλοποίηση μίας Συγχώνευσης ή Εξαγοράς, σχετίζονται κυρίως με το οικονομικό, το κοινωνικό, το πολιτικό αλλά και το τεχνολογικό περιβάλλον των επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, σημαντικό ζήτημα αποτελεί ο δίκαιος και ρεαλιστικός προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης – στόχου, αποτέλεσμα το οποίο επιτυγχάνεται με χρήση των κατάλληλων υποδειγμάτων αποτίμησης και αξιολόγησης. Η λανθασμένη ή η ανεπαρκής αξιολόγηση έχει ως αποτέλεσμα μη ρεαλιστικές εκτιμήσεις, οι οποίες οδηγούν σε αποφάσεις που δεν ευνοούν το συμφέρον και την ευημερία της επιχείρησης.

Σε συνέχεια της θεωρητικής ανάλυσης των Σ&Ε ακολούθησε μελέτη της περίπτωσης εξαγοράς της HOL από την Vodafone. Η συγκεκριμένη εξαγορά επιλέχθηκε γιατί επίδρασή της στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών ήταν ιδιαίτερα σημαντική, αφού έπειτα και από ολοκλήρωσή της επαναπροσδιορίστηκαν τα μερίδια στην αγορά, προκαλώντας ανατροπή της μέχρι τότε παγιωμένης κατάστασης που ήθελε τον ΟΤΕ σε ηγετική θέση και όλους τους εναλλακτικούς παρόχους να περιορίζονται σε χαμηλές συνδρομητικές βάσεις.

Σε επίπεδο κλάδου, όπως αποτυπώνεται και στα στοιχεία της ΕΕΕΤ, διαπιστώνεται πως οι συνθήκες που επικρατούν πλέον στην αγορά έχουν αυξήσει σημαντικά τον ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων. Η καινοτομία, η γρήγορη ανταπόκριση, αλλά και η παροχή υψηλής ποιότητας ολοκληρωμένων προϊόντων και υπηρεσιών είναι βασικές προϋποθέσεις για να παραμένει ανταγωνιστική μία επιχείρηση. Το νέο επιχειρηματικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από την τεχνολογική σύγκλιση των

προϊόντων και των υπηρεσιών πληροφορικής, διαδικτύου και επικοινωνιών. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι εταιρείες κινητής και σταθερής τηλεφωνίας να μετατρέπονται σταδιακά σε παρόχους ολοκληρωμένων συνδυαστικών τηλεπικοινωνιακών λύσεων και να προσανατολίζονται όλο και περισσότερο προς τις συνεργασίες με κοντινές επιχειρήσεις, όπως για παράδειγμα είναι οι εταιρίες κατασκευής εξοπλισμού. Προκύπτει επομένως, πως τα χαρακτηριστικά του ανταγωνισμού δε σχετίζονται πλέον με τις απλές επικοινωνιακές λύσεις, αλλά με τα νέα, καινοτόμα προϊόντα και την τεχνολογική αναβάθμιση.

Με δεδομένο ότι οι νέες υπηρεσίες προσφέρονται σε υψηλότερες τιμές, δημιουργείται όπως είναι αναμενόμενο μια μεγαλύτερη πηγή εσόδων για τις εταιρείες, η οποία αυξάνει σημαντικά το περιθώριο κέρδους τους σε συνδυασμό πάντα με την εφαρμογή των κατάλληλων επενδυτικών πλάνων.

Έτσι, επηρεασμένη και υποκινούμενη από την εξέλιξη τόσο της εγχώριας όσο όμως και της παγκόσμιας αγοράς τηλεπικοινωνιών η Vodafone Ελλάδος αποφάσισε να επιδιώξει την απορρόφηση της HOL στα πλαίσια της επικράτησής της στην αγορά και της ισχυροποίησης του brand της.

Κατά την εξαγορά της Hellas on Line από την Vodafone, ως βασικοί στόχοι της συνεργασίας ορίστηκαν οι ακόλουθοι :

- Η δημιουργία οικονομιών κλίμακας με σκοπό τη μείωση των λειτουργικών εξόδων
- Η αύξηση της υφιστάμενης πελατειακής βάσης
- Η αύξηση του μέσου εσόδου ανα πελάτη (Average Revenue Per User)
- Η δημιουργία και η παροχή νέων, καινοτόμων προϊόντων και υπηρεσιών
- Η ενοποίηση των πληροφοριακών συστημάτων με σκοπό την απλούστευση των διαδικασιών.

Όπως προκύπτει και από τις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές εκθέσεις της εταιρίας, η στρατηγική κίνηση της πλήρους ενσωμάτωσης της Hellas on Line καθώς επίσης και η διάθεση τηλεπικοινωνιακών προϊόντων σταθερής και κινητής υπό νέα, ενιαία εμπορική ονομασία χαρακτηρίζεται ως επιτυχημένη αφού μέχρι και σήμερα η πλειονότητα των επιμέρους στόχων έχουν επιτευχθεί.

Ειδικότερα, η Vodafone προχώρησε επιτυχημένα στη διαδικασία ένταξης της Hellas on Line σε επίπεδο λειτουργιών, δραστηριοτήτων και ανθρώπινου δυναμικού, επιστεγάζοντας την εμπορική συνεργασία που είχε ξεκινήσει ήδη από το 2009.

Παράλληλα, στηριζόμενη στο διευρυμένο δίκτυο σταθερής τηλεφωνίας και την εμπειρία της Hellas on Line στη σχετική αγορά, η Vodafone επέκτεινε τη δυνατότητα να προσφέρει υπηρεσίες σταθερής τηλεφωνίας και συνδρομητικής τηλεόρασης σε οικιακούς και εταιρικούς συνδρομητές, και ως εκ τούτου, τη δυνατότητα παροχής συνδυαστικών προϊόντων.

Επιπλέον, η ανταγωνιστικότητα των τηλεπικοινωνιακών λύσεων σταθερής επιτάχυνε την αύξηση των συνδρομητών σταθερής πρόσβασης, που ξεπέρασε τις αντίστοιχες προβλέψεις, καθιστώντας τη Vodafone Ελλάδας τον πλέον ταχέως αναπτυσσόμενο πάροχο σταθερής τηλεφωνίας.

Επίσης, η παροχή συνδυαστικών υπηρεσιών και προϊόντων σταθερής και κινητής ενίσχυσε περαιτέρω τις εμπορικές επιδόσεις σε όλο το φάσμα της αγοράς προσφέροντας ευέλικτες λύσεις κάλυψης των αναγκών των συνδρομητών.

Τέλος, κατά το οικονομικό έτος 2015 -2016, που ήταν το αμέσως επόμενο μετά την οριστικοποίηση της εξαγοράς, τα συνολικά έσοδα από τις υπηρεσίες παρουσίασαν αύξηση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ως αποτέλεσμα της αύξησης της συνδρομητικής βάσης σταθερής τηλεφωνίας και τηλεόρασης και της στοχευόμενης τιμολογιακής πολιτικής στην κινητή τηλεφωνία. Ταυτόχρονα, τα λειτουργικά έξοδα διατηρήθηκαν σε χαμηλά επίπεδα, οδηγώντας σε αύξηση του περιθωρίου EBITDA²⁴.

Στοιχείο το οποίο επίσης επαληθεύει την επιτυχημένη πορεία της εταιρίας, από την ολοκλήρωση της εξαγοράς και έπειτα, αποτελεί το μελλοντικό επενδυτικό της πλάνο. Συγκεκριμένα, για τα επόμενα έτη, η εταιρεία θα συνεχίσει να εφαρμόζει την επιτυχημένη στρατηγική της, εστιάζοντας στην ανάπτυξη δικτύων σταθερής και κινητής τηλεφωνίας για την κάλυψη όλων των συνδρομητών της με υψηλές ταχύτητες δεδομένων, στην περαιτέρω ανάπτυξη συνδυαστικών υπηρεσιών μέσω της αύξησης των συνδρομητών σταθερής τηλεφωνίας/internet και τηλεόρασης, στην ανάπτυξη καινοτόμων υπηρεσιών που να καλύπτουν συγκεκριμένες ανάγκες των πελατών, καθώς και στη συνεχή επένδυση στην καλύτερη εξυπηρέτηση αυτών.

²⁴ EBITDA είναι τα αρχικά του Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization, συνεπώς πρόκειται για μέγεθος που αναφέρεται στα κέρδη μίας επιχείρησης πριν αφαιρεθούν τόκοι, φόροι, και απόσβεση.

Σημαντικό στοιχείο της στρατηγικής αποτελεί η επιτάχυνση της ανάπτυξης του νέου δικτύου Next Generation Access (NGA), καθώς και η εισαγωγή σε ευρεία κλίμακα, υπηρεσιών μετάδοσης αποκλειστικά με χρήση οπτικών ινών (Fiber to the Home), που αποτελούν τον πλέον προηγμένο τρόπο παροχής υπηρεσιών internet υπέρ-υψηλής ταχύτητας. Χάρη στο ιδιόκτητο δίκτυο NGA που αναπτύσσει, η Vodafone Ελλάδας προσβλέπει τόσο σε βελτίωση των εμπορικών της επιδόσεων στον τομέα της λιανικής, όσο και στην ανάπτυξη νέων εσόδων από την παροχή χονδρικών υπηρεσιών προς άλλους παρόχους σταθερής τηλεφωνίας και internet.

Συνολικά, το επενδυτικό πλάνο της Vodafone Ελλάδας περιλαμβάνει επενδύσεις €500 εκ. μέχρι το 2020, οι οποίες θα εξασφαλίσουν τη μελλοντική ανταγωνιστικότητα των δικτύων της Vodafone Ελλάδος αποσκοπώντας στην πλήρη κάλυψη των αναγκών των συνδρομητών της, ευθυγραμμίζοντας πλήρως τον στρατηγικό σχεδιασμό της με αυτόν του Ομίλου Vodafone που αποσκοπεί στη βελτιστοποίηση της συνολικής εμπειρίας του πελάτη και στη διαφοροποίηση της Vodafone Ελλάδας από τον ανταγωνισμό.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1. Άρθρο αναφοράς στη συμφωνία μεταξύ των εταιριών Vodafone και HOL από την οικονομική διαδικτυακή εφημερίδα capital.gr 22/08/2014

« Σε ανακοίνωσή της η Vodafone Ελλάδα αναφέρει ότι συμφώνησε με τις εταιρείες Intracom Group και World Equities Investments Holdings SA για την απόκτηση του ποσοστού 72,7% που αυτές κατέχουν στην hellasonline, στην τιμή των € 72,7 εκατ. Η Vodafone Ελλάδα κατέχει ήδη 18,4% μερίδιο στην hellasonline και με την ολοκλήρωση αυτής της συμφωνίας το συνολικό ποσοστό θα ανέλθει στο 91,2%. Σημειώνεται ότι η συμφωνία τελεί υπό την έγκριση της Εθνικής Επιτροπής Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων (ΕΕΤΤ).

Ο Πρόεδρος του Δ.Σ. και Διευθύνων Σύμβουλος της Vodafone Ελλάδας κ. Γλαύκος Περσιάνης δήλωσε σχετικά: «Πρόκειται για μια συμφωνία η οποία θα επιταχύνει τη στρατηγική μας για την παροχή ολοκληρωμένων υπηρεσιών επικοινωνίας και αποτελεί μια σημαντική εξέλιξη για την ελληνική αγορά. Στόχος μας είναι να προσφέρουμε προϊόντα και υπηρεσίες που να ανταποκρίνονται στις σύγχρονες ανάγκες των συνδρομητών μας, μέσα από ένα από τα πιο ανεπτυγμένα δίκτυα στην Ελλάδα. Η Vodafone θα συνεχίσει να επενδύει στη χώρα σε υποδομές και καινοτόμες τεχνολογίες, οι οποίες συμβάλλουν έμπρακτα στην ανάπτυξη και στην οικονομία».

Τέλος στην ανακοίνωση της Vodafone υπογραμμίζεται ότι "Με επίκεντρο τη βέλτιστη εμπειρία του πελάτη και μέσω των αξιόπιστων δικτύων κινητής και σταθερής επικοινωνίας, η Vodafone Ελλάδα θα προσφέρει σε όλους τους συνδρομητές της, παλιούς και νέους, μοναδικές λύσεις επικοινωνίας με αξεπέραστη ποιότητα. Με επενδύσεις σε υποδομές του δικτύου, που αγγίζουν τα τρία δισεκατομμύρια ευρώ, η Vodafone παρέχει τις πλέον αξιόπιστες υπηρεσίες κινητής τηλεφωνίας και ευρυζωνικού internet. Οι σημαντικές επενδύσεις στο δίκτυο τρίτης και τέταρτης γενιάς, σε συνδυασμό με τη συμφωνία για την απόκτηση της hellasonline, θα ενισχύσουν ακόμη περισσότερο τις δυνατότητες που έχουν ιδιώτες

και επαγγελματίες, ώστε να απολαμβάνουν υψηλής ποιότητας υπηρεσίες κινητής και σταθερής επικοινωνίας κάθε στιγμή όπου κι αν βρίσκονται".

Έναντι 57,2 εκατ. ευρώ το ποσοστό της Intracom

Είχε προηγηθεί ανακοίνωση της Intracom στην οποία αναφερόταν ότι προχωράει στην πώληση της συμμετοχής που διαθέτει στην HOL (ποσοστό 57,24%) προς την Vodafone. Όπως αναφερόταν στην ανακοίνωση: «Σε συνέχεια προηγούμενων ανακοινώσεων, η Intracom Holdings, υπό την ιδιότητά της ως μετόχου της Hellas Online ελέγχουσα άμεσα και έμμεσα το 57,24% αυτής, και η Vodafone-Panafon, ως μέτοχος επίσης κατά 18,43% της εν λόγω εταιρίας, ανακοινώνουν ότι οι δύο Όμιλοι υπέγραψαν δεσμευτική συμφωνία για την εξαγορά της συμμετοχής του Ομίλου Intracom Holdings στην Hellas Online, έναντι συνολικού τιμήματος για τις Κοινές Ονομαστικές μετά δικαιώματος ψήφου μετοχές ποσού € 57,2 εκατ.. Μέχρι την ολοκλήρωση της συναλλαγής το τίμημα ενδέχεται να διαφοροποιηθεί αναλόγως γεγονότων που δύναται να επηρεάσουν την οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Η ολοκλήρωση της εν λόγω συναλλαγής υπόκειται σε όρους και αιρέσεις, περιλαμβανομένων των απαραίτητων εγκρίσεων των αρμόδιων Αρχών».

Σχετικά με την παραπάνω συμφωνία, ο Διευθύνων Σύμβουλος της Intracom Holdings και της Hellas online κ. Κωνσταντίνος Κόκκαλης δήλωσε: «Είναι μια από τις πιο σημαντικές συμφωνίες στη χώρα μας, καθώς αποτελεί ψήφο εμπιστοσύνης για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας από έναν παγκόσμιο κολοσσό και αναγνώριση της αξίας που έχουμε δημιουργήσει στη Hellas online τα τελευταία χρόνια. Η εξέλιξη αυτή συμβαδίζει με τις διεθνείς τάσεις για σύγκλιση και συγκέντρωση της αγοράς των τηλεπικοινωνιών και ανοίγει το δρόμο για περαιτέρω επενδύσεις και ανάπτυξη στον ευρυζωνικό κλάδο. Είμαστε ιδιαίτερα περήφανοι διότι μέσα σε 8 χρόνια η Hellas online κατάφερε να εξελιχθεί από έναν μεταπωλητή πάροχο υπηρεσιών internet σε έναν ισχυρό πρωταγωνιστή του τομέα των ολοκληρωμένων ευρυζωνικών υπηρεσιών. Παράλληλα, για τον Όμιλο Intracom Holdings, η συγκεκριμένη συμφωνία με ιδιαίτερα επωφελείς όρους για τις συνθήκες της αγοράς, αποφέρει ρευστότητα που θα επιτρέψει στην εισηγμένη την υλοποίηση νέων επενδύσεων σε στρατηγικούς τομείς της ελληνικής οικονομίας.»

Τι απαντά η HOL σε επιστολή του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Η HOL από την πλευρά της σε απάντηση της της υπ' αριθμ. πρωτ. 4237/22.08.2014 επιστολής του Χρηματιστηρίου Αθηνών "επί σημερινού δημοσιεύματος του ηλεκτρονικού τύπου, παραπέμπει στην από 22.08.2014 Ανακοίνωση της μετόχου της Intracom Holdings".

Όπως αναφέρει η HOL θα δημοσιοποιήσει εγκαίρως, σύμφωνα με το νόμο, αλλά και κατά την πάγια πολιτική της για την πλήρη και ακριβή ενημέρωση των μετόχων της και του επενδυτικού κοινού, κάθε περαιτέρω εξέλιξη του εν λόγω θέματος. *Νωρίτερα το Capital.gr μετέδιδε τα εξής:* Σε τελικό στάδιο βρίσκεται σύμφωνα με απόλυτα διασταυρωμένες πηγές η συγχώνευση των δυο τηλεπικοινωνιακών εταιρειών.

Η υπόθεση που έχει ξεκινήσει εδώ και σχεδόν δυο χρόνια φτάνει στο τέλος της καθώς σύμφωνα με συγκλίνουσες πληροφορίες από στελέχη της αγοράς τις επόμενες ώρες θα υπάρξουν επίσημες ανακοινώσεις.

Οι ίδιες πηγές αναφέρουν ότι το συνολικό «enterprise value» της HOL προσεγγίζει τα 320 εκατ. ευρώ και φυσικά η συγχώνευση τελεί υπό τις εγκρίσεις των αρμόδιων αρχών και κυρίως της Επιτροπής Ανταγωνισμού και της ΕΕΤΤ. Ουσιαστικά πρόκειται για την πρώτη μεγάλη συγχώνευση στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών παρ' ό,τι εδώ και καιρό κυοφορούνται και άλλες συνεργασίες οι οποίες ωστόσο δεν έχουν ευδοωθεί ακόμη. Είναι προφανές ότι η συγκεκριμένη συναλλαγή δημιουργεί ένα ορόσημο στην αγορά που προφανώς επηρεάζει και τις υπόλοιπες διαπραγματεύσεις όπως για παράδειγμα αυτή της απόκτησης από Vodafone - Wind του ομίλου Forthnet που εκτός από τις τηλεπικοινωνιακές δραστηριότητες εμπεριέχει και τη συνδρομητική τηλεόραση.

Η Hellas online που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από τον Ιούνιο του 2008 αποτελεί τον πάροχο LLU με τη μεγαλύτερη γεωγραφική κάλυψη στην εγχώρια αγορά και συνολικές επενδύσεις σε υποδομές / τεχνολογικά συστήματα που ξεπερνούν τα 440 εκατ. ευρώ. Η συνολική LLU πελατειακή βάση της -στις 31.12.2013- να ανέρχεται σε 519.072 πελάτες, που αντιστοιχούν σε 27,1% μερίδιο αγοράς.

Με τη Vodafone, μέσω μετοχικής συνεργασίας και εμπορικών συνεργειών, διαθέτει με συνδυαστικά πακέτα κινητής, σταθερής και adsl internet, για οικιακούς συνδρομητές και εταιρικούς πελάτες. Η συνεργασία των δύο εταιρειών χρονολογείται από τον Ιούνιο του 2007, όταν η εισηγμένη σύναψε εμπορική συνεργασία με την Vodafone Ελλάδος, σύμφωνα με την οποία η Hellas online παρέχει στην Vodafone Ελλάδος μια σειρά από υπηρεσίες χονδρικής. Το 2010 η Vodafone Ελλάδος απέκτησε ποσοστό 18,50% της Hellas online. »

2. Συνέχιση Στρατηγικής εξαγορών από την Vodafone Ελλάδας - Ανακοίνωση της εταιρίας στις 28/01/2018 :

“Συμφωνία για την εξαγορά της Cyta Hellas υπέγραψε η Vodafone Ελλάδας”

Η Vodafone Ελλάδας ανακοινώνει ότι ολοκλήρωσε την υπογραφή της συμφωνίας πώλησης μετοχών για την εξαγορά του 100% της Cyta Hellas με την Αρχή Τηλεπικοινωνιών Κύπρου (ΑΤΗΚ), σε συνέχεια της ανακήρυξης της Vodafone Ελλάδας από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΑΤΗΚ ως προτιμητέου επενδυτή για την εξαγορά της εταιρίας.

Σύμφωνα με τους όρους της Πρόσκλησης Υποβολής Προσφορών, η Vodafone κατέθεσε μία ιδιαίτερα ανταγωνιστική προσφορά, ύψους 118 εκατ. ευρώ, που αναδεικνύει την αξία της Cyta Hellas.

Για την ολοκλήρωση της εξαγοράς θα απαιτηθεί η συνακόλουθη έγκριση της Εθνικής Επιτροπής Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων (ΕΕΤΤ).

Ο κ. Χάρης Μπρουμίδης, πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος της Vodafone Ελλάδας δήλωσε: «Η Vodafone Ελλάδας συνεχίζει τις μεγάλες επενδύσεις στην Ελλάδα. Η εξαγορά της Cyta Hellas, κατόπιν έγκρισης από τις αρμόδιες αρχές, θα ενισχύσει ακόμη περισσότερο τον στόχο μας για την ανάδειξη της Vodafone σε έναν σύγχρονο πάροχο ολοκληρωμένων υπηρεσιών ψυχαγωγίας και επικοινωνίας. Παράλληλα, θα αποτελέσει ευκαιρία για τους εργαζομένους των δύο εταιριών να ενισχύσουν την τεχνογνωσία τους, να αναδείξουν το ταλέντο και την εμπειρία τους, αλλά και να

εμπλουτίσουν τις δεξιότητές τους. Η επέκταση των δικτύων μας και η ενίσχυση των δραστηριοτήτων μας θα δώσει ακόμη μεγαλύτερη αξία στη Vodafone Ελλάδα και θα έχει σημαντικά θετικά αποτελέσματα για τη διευρυμένη βάση πελατών μας, αλλά και ευρύτερα για τους Έλληνες καταναλωτές».

3. Η μάχη για την εξαγορά της Forthnet – Άρθρο του CNN Greece τον Ιανουάριο του 2018

Με την ολοκλήρωση της διαδικασίας πώλησης της Cyta Hellas, το ενδιαφέρον της τηλεπικοινωνιακής αγοράς -και όχι μόνο- στρέφεται πλέον προς την περίπτωση της Forthnet με τη διαδικασία του due diligence να βρίσκεται πλέον σε πλήρη εξέλιξη.

Προς πώληση είναι ο πλήρης έλεγχος της Forthnet καθώς οι πιστώτριες τράπεζες έχουν αποφασίσει να πουλήσουν τόσο τη συμμετοχή τους στην εταιρεία, η οποία ανέρχεται πλέον σε 32,8%, όσο και τις υπόλοιπες ομολογίες που διαθέτουν καθώς και τις δανειακές υποχρεώσεις του γνωστού τηλεπικοινωνιακού παρόχου. Πρακτικά, ο νικητής της διαδικασίας, την οποία «τρέχει» η Nomura International, θα αποκτήσει το 70% της Forthnet, η οποία υπενθυμίζεται πως έχει έναν δανεισμό που ανέρχεται στα 255 εκατ. ευρώ.

Οι πληροφορίες κάνουν λόγο για 7 ενδιαφερόμενα σχήματα. Ένα εξ αυτών αποτελείται από τις Vodafone Ελλάδος και Wind Ελλάς, οι οποίες κινούνται μαζί στην προκειμένη περίπτωση, αλλά δεν θεωρούνται ως το φαβορί για την απόκτηση του ελέγχου της Forthnet, παρά το γεγονός ότι παραμένουν μέτοχοι της τελευταίας, έστω και με χαμηλά ποσοστά.

Από εκεί και πέρα, υπάρχουν 6 επενδυτικά funds που έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον και φέρονται να συμμετέχουν στη διαδικασία του due diligence, για την οποία αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχουν παράπονα αναφορικά με τη διαθεσιμότητα εγγράφων και αρχείων. Τα ενδιαφερόμενα funds είναι το Apollo Global Management, η Providence, η Pillarstone, η Odyssey Consulting Management, η Golden Tree Asset Management και η Cyrus. Η Providence φέρεται να συνεργάζεται με τον όμιλο Antenna, ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι Golden Tree και Cyrus είναι δύο εκ των τριών βασικών μετόχων της

Wind Ελλάς. Η τελευταία μετά την «απώλεια» της Cyta Hellas είναι ο πάροχος που δείχνει να «χρειάζεται» περισσότερο τη Forthnet.

Η «μάχη» πάντως των ενδιαφερομένων έχει ήδη ξεκινήσει, καθώς οι υπάρχουσες πληροφορίες αναφέρουν ότι η Odyssey Consulting Management, μία εταιρεία που εδρεύει στην Κύπρο αλλά φέρεται να ελέγχεται από Ελληνοαμερικανούς επιχειρηματίες, που ζητά τον αποκλεισμό των Golden Tree, Cyrus και Providence, υποστηρίζοντας πως δεν έχουν καταθέσει δεσμευτικές προσφορές.

Το επικρατέστερο σενάριο μεταξύ των παρατηρητών της αγοράς είναι ότι η Forthnet θα καταλήξει στον έλεγχο κάποιου εκ των ενδιαφερόμενων funds, το οποίο στη συνέχεια θα προχωρήσει στην αναδιάρθρωση της εταιρείας αλλά και των δανειακών υποχρεώσεων της ώστε να μπορέσει να την πουλήσει είτε ολόκληρη είτε τμηματικά. Πιθανότερος υποψήφιος αγοραστής σε αυτή την περίπτωση θα είναι κάποιος από τους υφιστάμενους τηλεπικοινωνιακούς παρόχους της χώρας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Αγγελάτου Μ., 2016 , “Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση – Εμπειρική Ανάλυση”
- 2) Γεωργιάδης, Ν., 1999, “Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Εταιρική στρατηγική”, Investment Research and Analysis Journal
- 3) Γεωργακοπούλου Β. “ Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις”
- 4) Καλογήρου Γ. και Λουκάς Σ. (1997), «Οι διεθνείς εξελίξεις και ο μετασχηματισμός των Τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα», Ιωνική Τράπεζα
- 5) Κιουλάφας Κυριάκος (1994), “Ο τομέας των τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα– Προβλήματα και προοπτικές”, Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών
- 6) Κυριαζής Δ. (2016), “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές”, εκδ. Διπλογραφία β΄ έκδοση
- 7) Παπαδάκης Β. (2002), “Στρατηγική των Επιχειρήσεων – ελληνική και διεθνής εμπειρία” εκδ. Μπένου
- 8) Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ- ΑΔΕΔΥ (2008), “Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων – Επιπτώσεις στην Απασχόληση και τις Εργασιακές Σχέσεις” , εκδ. Μελέτες
- 9) Alexandridis, G., D. Petmezas and N. Travlos (2010), “Gains from Mergers and Acquisitions around the world: New evidence”, Financial Management
- 10) Bernard Black. (1999). "The first international merger wave and the fifth and last US wave", University of Miami
- 11) Doukas J. and Travlos N. (1988) The effect of corporate multinasionalism on shareholders wealth: Evidence from international acquisitions
- 12) Duchin, R. and B. Schmidt (2013), “Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring and bad acquisitions, Journal of Finance Economics
- 13) Gaughan, P. (2002), “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings” John Wiley & sons inc. 3rd edition
- 14) Hoberg, G. and G. Philips (2010), “Product market synergies and competition in mergers and acquisitions, Review of Financial Studies
- 15) Kyriazis, D. and G. Voudouris, (2008), “The post-takeover operational performance”, International Journal of Economics Research

- 16) Markides, C & O, Daniel, 1998, “International Acquisitions: Do they create value for shareholders?”, European Management Journal
- 17) Rehm, W. and A. West (2012), “Taking a longer term look at Mergers and Acquisitions value creation”, McKinsey Quarterly
- 18) Shleifer, A. and R.W. Vishny (2003), ”Stock market driven acquisitions”, Journal of Financial Economics
- 19) Sudarsanam, S. (2003), “Creating value from Mergers and Acquisitions: The challenges. An integrated and international perspective”, Prentice Hall International, London
- 20) KPMG (2015), M&A Outlook Survey Report – M&A Reemerges as Leading Growth Strategy
- 21) PricewaterhouseCoopers (2015), Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα, PWC