



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**  
**ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

**ΠΟΚΑΣ Σ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ**

ΠΤΥΧΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΕΘΝΙΚΟΥ ΚΑΙ  
ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

Για το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών  
στη Διοίκηση Επιχειρήσεων

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2006**

## ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Στους γονείς μου, Σωτηριο και Ευφροσύνη.

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Πόκας Σ. Κωνσταντίνος

Σημαντικοί όροι: Συγχωνεύσεις, εξαγορές, στρατηγικές συμμαχίες, στρατηγικές ανάπτυξης, οριζόντια – κάθετη ολοκλήρωση, διαποίκιση, κοινοπραξία μεταξύ επιχειρήσεων, οικονομίες κλίμακος, εταιρική κουλτούρα

### ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της διπλωματικής εργασίας είναι η περιγραφή και ανάλυση του “φαινομένου” των συγχωνεύσεων και εξαγορών παγκόσμια, καθώς και ειδικότερα στην σύγχρονη ελληνική οικονομία.

Αρχικά δίνονται οι ορισμοί των συγχωνεύσεων και εξαγορών και γίνεται μια ιστορική αναδρομή του φαινομένου. Στη συνέχεια, γίνεται αναφορά στις στρατηγικές που μπορεί να ακολουθήσει μια επιχείρηση για να αναπτυχθεί και τις μορφές που μπορεί να πάρει αυτή η ανάπτυξη. Ακολούθως, εξετάζεται η μορφολογία των συγχωνεύσεων και εξαγορών και γίνεται διακρισή τους, με βάση τα κύρια χαρακτηριστικά τους. Έπειτα παρουσιάζονται οι λόγοι για τους οποίους μια επιχείρηση ενδέχεται να επιθυμεί μια συγχώνευση ή εξαγορά. Ακόμη, παρουσιάζονται μελέτες που δείχνουν ότι η πλειοψηφία των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτυγχάνει και παρατίθενται οι λόγοι αυτής της αποτυχίας, καθώς και προτείνονται τρόποι αποφυγής της. Επίσης, γίνεται ειδικότερη αναφορά στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που έχουν πραγματοποιηθεί στην Ελλάδα ανα κλάδο και τέλος περιγράφονται οι περιπτώσεις, της συγχώνευσης της Δέλτα Συμμετοχών με την Chipita και της εξαγοράς της Γερμανός από την CosmOTE.

## Περιεχόμενα

	<i>Σελίδα</i>
<i>Ευχαριστίες</i> .....	<i>I</i>
<i>Κατάσταση Πινάκων</i> .....	<i>II</i>
<i>Κατάσταση Διαγραμμάτων</i> .....	<i>III</i>
<i>Ευχαριστίες</i> .....	<i>I</i>
<i>Κατάσταση Πινάκων</i> .....	<i>II</i>
<i>Κατάσταση Διαγραμμάτων</i> .....	<i>III</i>
<i>Κεφάλαιο 1 – Ορισμοί και Ιστορία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών</i> .....	<i>1</i>
<i>1.1. Εισαγωγή</i> .....	<i>1</i>
<i>1.2. Ιστορία των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων</i> .....	<i>2</i>
<i>1.2.2. Εξαγορές στον υπόλοιπο κόσμο εκτός Ελλάδος</i> .....	<i>4</i>
<i>1.2.3. Διασυννοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις</i> .....	<i>5</i>
<i>1.2.4. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα</i> .....	<i>6</i>
<i>1.3. Ορισμοί εξαγορών, συγχωνεύσεων και στρατηγικών συμμαχιών</i> .....	<i>10</i>
<i>Βιβλιογραφία κεφαλαίου 1</i> .....	<i>12</i>
<i>Κεφάλαιο 2 - Στρατηγικές Ανάπτυξης</i> .....	<i>14</i>
<i>2.1. Εισαγωγή</i> .....	<i>14</i>
<i>2.2. Στρατηγικές Ανάπτυξης</i> .....	<i>14</i>
<i>2.2.1. Οριζόντια Ολοκλήρωση</i> .....	<i>15</i>
<i>2.2.2. Κάθετη Ολοκλήρωση ή Καθετοποίηση</i> .....	<i>15</i>
<i>2.2.3. Στρατηγική Διαποίκισης</i> .....	<i>18</i>
<i>2.2.4. Συγκέντρωση – Διείσδυση αγοράς</i> .....	<i>20</i>
<i>2.2.5. Ανάπτυξη αγοράς</i> .....	<i>21</i>
<i>2.2.6. Ανάπτυξη προϊόντων</i> .....	<i>22</i>
<i>Βιβλιογραφία Κεφαλαίου 2</i> .....	<i>23</i>
<i>Κεφάλαιο 3 - Τύποι εξαγορών και συγχωνεύσεων</i> .....	<i>24</i>
<i>3.1. Μορφές Συγχωνεύσεων και Εξαγορών με βάση ιδιαίτερα χαρακτηριστικά</i> .....	<i>24</i>
<i>3.1.1. Φίλικές - εχθρικές συγχωνεύσεις και εξαγορές (friendly versus hostile mergers)</i> .....	<i>24</i>
<i>3.1.2. Αυτοχρηματοδοτούμενες και χρηματοδοτούμενες εξαγορές</i> .....	<i>25</i>

3.1.3. Εσωτερικές - διεθνείς εξαγορές .....	26
3.1.4. Μερική - ολική εξαγορά.....	27
3.1.5. Ελεύθερη - υποχρεωτική εξαγορά.....	28
3.2. Άλλες Μορφές Ανάπτυξης .....	28
3.2.1. Δανεισμός για εξαγορά επιχειρήσεων (leverage buy out).....	28
3.2.2. Κοινοπραξία μεταξύ επιχειρήσεων (joint venture).....	30
3.3. Νομική μορφολογία.....	32
3.3.1. Εξαγορά με μέσα τον κοινού δικαίου.....	33
3.3.2. Εξαγορά με μέσα του εταιρικού δικαίου .....	34
Βιβλιογραφία Κεφαλαίου 3 .....	37
Κεφάλαιο 4 - Λόγοι Πραγματοποίησης Στρατηγικής Διαποίκισης μέσω Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.....	38
4.1. Εισαγωγή.....	38
4.2. Κίνητρα του Πωλητή.....	38
4.2.1. Εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας (economies of scale).....	38
και των οικονομιών φάσματος (economies of scope).....	38
4.2.2. Αύξηση μεριδίου αγοράς .....	39
4.2.3. Υπέρβαση εμποδίων εισόδου .....	40
4.2.4. Μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων.....	41
4.2.5. Ικανοποίηση προσωπικών επιδιώξεων των διευθυντικών στελεχών.....	42
4.2.6. Εκμετάλλευση φορολογικών πλεονεκτημάτων.....	44
4.2.7. Διαφορετική διοικητική αποτελεσματικότητα.....	45
4.2.8. Η αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα.....	45
4.2.9. Αγοραίες αξίες και κόστος αντικατάστασης.....	46
4.2.10. Απόκτηση ανθρωπίνου δυναμικού.....	47
4.3. Κίνητρα Πωλητή .....	47
Βιβλιογραφία Κεφαλαίου 4 .....	50
Κεφάλαιο 5 – Λόγοι αποτυχίας και τροποι εξασφάλισης επιτυχίας Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.....	52
5.1. Εισαγωγή.....	52
5.2. Αποτελέσματα συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	52
5.3. Λόγοι αποτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	54

5.3.1. Μη αποτελεσματικός έλεγχος επιχείρησης - στόχου.....	55
5.3.2. Προβλήματα σχετικά με την ενοποίηση των επιχειρήσεων.....	56
5.3.3. Υπερβολικό χρέος.....	58
5.3.4. Τεχνολογία.....	60
5.3.5. Έλλειψη επικοινωνίας.....	60
5.3.6. Ρόλος στελεχών .....	62
5.3.7. Απώλεια βασικών στελεχών, ταλαντούχων υπαλλήλων και πελατών.....	67
5.4. Εξασφάλιση επιτυχίας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω Εξαγορών και Συγχωνεύσεων .....	70
5.4.1. Έλεγχος της επιχείρησης-στόχου .....	70
5.4.2. Επαρκής Αξιολόγηση Απόδοσης Στόχου .....	71
5.4.3. Επαναπροσδιορισμός της εταιρικής κουλτούρας .....	73
5.4.4. Αποφυγή Συσσώρευσης Χρέους .....	75
5.4.5. Διατήρηση ικανού εργατικού δυναμικού.....	76
Βιβλιογραφία κεφαλαίου 5.....	77
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα.....	79
6.1. Εισαγωγή.....	79
6.2. Κατασταση στην Ελλάδα.....	81
6.3. Προβλήματα στις συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα.....	84
6.4. Κίνητρα – στόχοι εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	86
6.5. Οι εταιρικές συναλλαγές το 2005.....	87
6.6. Αποτελέσματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα.....	89
6.8 Οι σημαντικότεροι κλάδοι .....	93
6.8.1. Τεχνολογίες και Τηλεπικοινωνίες.....	94
6.8.2. Τράπεζες & Λοιπές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες.....	95
6.8.3. Τροφιμα και ποτά.....	98
6.8.4. Ενέργεια.....	100
Βιβλιογραφία Κεφαλαίου 6 .....	103
Κεφάλαιο 7: Συγχώνευση ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ – CHIPITA.....	105
7.1. Εισαγωγή.....	105
7.2. Όμιλος ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ.....	105

<b>7.3. CHIPITA</b> .....	109
<b>7.4. Διαδικασία της Συγχώνευσης</b> .....	112
7.4.1. Οι σχέσεις ανταλλαγής.....	112
7.4.2. Οι συσχετισμοί στον όμιλο.....	113
7.4.3. <i>Post-Merger Integration (PMI)</i> .....	114
7.4.4. Το deal της Δέλτα Παγωτού.....	116
<b>7.5. Λόγοι για την συγχώνευση</b> .....	117
<b>7.6. Η προκύπτουσα εταιρεία</b> .....	119
<b>Βιβλιογραφία Κεφαλαίου 7</b> .....	121
<b>Κεφάλαιο 8 - Εξαγορά της Γερμανός από CosmOTE</b> .....	123
<b>8.1. Εισαγωγή</b> .....	123
<b>8.2. COSMOTE</b> .....	124
<b>8.3. Γερμανός</b> .....	126
<b>8.4. Η διαδικασία εξαγοράς</b> .....	127
<b>8.5. Λόγοι για την Εξαγορά</b> .....	129
<b>8.6. Αποτελέσματα της Εξαγοράς</b> .....	131
<b>8.7. Αντιδράσεις από την εξαγορά</b> .....	133
<b>Βιβλιογραφία κεφαλαίου 8</b> .....	136
<b>Βιβλιογραφία</b> .....	138

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## Ευχαριστίες

Επιθυμώ να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή κ. Νικόλαο Γεωργόπουλο, Αναπληρωτή Καθηγητή του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς, για την πολύτιμη συνδρομή του στην ολοκλήρωση αυτής της εργασίας.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου, για την οικονομική και ψυχολογική στήριξη που μου παρείχαν σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

## Κατάσταση Πινάκων

	Σελίδα
Πίνακας 1.1. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Ελλάδα 2002 – 2005....	88
Πίνακας 1.2. Μετοχική σύνθεση CosmOTE.....	125

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## Κατάσταση Διαγραμμάτων

Σελίδα

Διάγραμμα 1.1. Αριθμός συναλλαγών στην Ελλάδα 2002 – 2005...88

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

# Κεφάλαιο 1 – Ορισμοί και Ιστορία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

## 1.1. Εισαγωγή

Σε μια εποχή που η οικονομία και η κοινωνία χαρακτηρίζονται από μια πρωτοφανή ταχύτητα εξελίξεων, είναι φυσικό να παρατηρούνται συχνές αλλαγές και μετασχηματισμοί στο ιδιοκτησιακό καθεστώς των επιχειρήσεων δηλαδή των παραγωγικών μονάδων που αποτελούν τα πολύμορφα κύτταρα της οικονομίας, τα οποία, για να επιβιώσουν, πρέπει να προσαρμόζονται στις μεταβαλλόμενες ανάγκες και στις συνθήκες του περιβάλλοντος.

Η ιδιοκτησία στις μέρες μας έχει αλλάξει φύση και ο κοινωνικός της χαρακτήρας έχει λάβει εξέχουσα σημασία με την επιβολή διαφόρων ποικίλων υποχρεώσεων έναντι κοινωνικών ομάδων (εργαζόμενους, κράτος, νομικά πρόσωπα, πιστωτές, καταναλωτές, πελάτες κ.λ.π.). Εξακολουθεί όμως ν' αποτελεί το βασικό εργαλείο για την απόκτηση του ελέγχου της επιχείρησης. Ελέγχου ο οποίος θα επιστρέψει την οργάνωση των παραγωγικών της διαδικασιών για την επίτευξη επιχειρηματικών στόχων.

Ο έλεγχος μιας ανώνυμης εταιρείας, η οποία αποτελεί τον συνήθη τύπο σοβαρής επιχειρηματικής δραστηριότητας, μπορεί ν' αποκτηθεί είτε με την εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου μετοχών, είτε με την εξαγορά μειοψηφικού πακέτου σε συνδυασμό με εξασφάλιση της διοικήσεως μέσω συμφωνίας μετόχων (shareholders agreement) και συμβάσεως διαχειρίσεως (management contract), είτε τέλος με την συγχώνευση επιχειρήσεων [1].

## *1.2. Ιστορία των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων*

Στην περίοδο των τελευταίων ετών εμφανίστηκε σε διεθνές επίπεδο το μεγαλύτερο κύμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών σε ολόκληρη την οικονομική ιστορία. Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών αντιπροσώπευε εξαγορές αμερικανικών επιχειρήσεων από άλλες εγχώριες επιχειρήσεις. Παρότι φάνηκε πως στο τέλος της περασμένης εικοσαετίας οι εγχώριες εξαγορές στις ΗΠΑ έφθασαν στο αποκορύφωμά τους, πρόσφατα οι ΗΠΑ κατέκτησαν και νέο ρεκόρ εξαγορών. Παράλληλα, οι διασυνοριακές εξαγορές επιχειρήσεων των ΗΠΑ, αλλά και άλλων, ιδιαίτερα ευρωπαϊκών, γνωρίζουν μεγάλη άνθηση [2].

### *1.2.1. Εξαγορές στις ΗΠΑ*

Υπάρχουν έξι σημαντικά κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, συμπεριλαμβανομένου και αυτού που διανύουμε σήμερα. Το πρώτο κύμα (οριζόντιες αποκτήσεις) παρατηρήθηκε στα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα και είχε ως σημαντικό σταθμό τον αντιμονοπωλιακό νόμο (Sherman Act) του 1890. Το δεύτερο κύμα (κάθετες αποκτήσεις) έληξε με το μεγάλο Κραχ του 1929. Το τρίτο είναι η δεκαετία του '60, όταν υπήρξαν ειδικά κίνητρα για αποκτήσεις (π.χ. φορολογικά). Το τέταρτο ήταν η δεκαετία του '80, όταν παρατηρήθηκε ένα αντίστροφο φαινόμενο, ρευστοποίηση δηλαδή επιχειρήσεων, που αποκτήθηκαν σε προηγούμενα στάδια, για το λόγο ότι απέβησαν άχρηστες ή πλεονάζουσες ή διότι οι πωλήτριες επιχειρήσεις είχαν ανάγκη για μετρητά, ένα φαινόμενο ωστόσο που έδωσε ώθηση σε αγορές επιχειρήσεων. [3] Στη δεκαετία του '80, ο αριθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν κυμαίνεται από 31.000 έως 55.000 (ανάλογα με το αν ήταν πλήρης ή μερική εξαγορά), με αποκορύφωμα το έτος 1988 όπου η αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων έφτασε τα 247 δισ. δολάρια [4]. Το πέμπτο κύμα ήταν η δεκαετία του 90, η δεκαετία των ιδιωτικοποιήσεων, των στρατηγικών επεκτάσεων και της ομαλοποίησης των αγορών. Το έκτο κύμα είναι ήδη επί θύραις και αναμένεται ογκώδες, αν άλλα γεγονότα και καταστάσεις (π.χ. πετρελαϊκή ή νομισματική

κρίση) δεν το ανακόψουν [5]. Παράλληλα σήμερα, παρατηρείται αύξηση συμφωνιών μεταξύ διαφορετικών χωρών, όπως και συνεπακόλουθων επενδυτικών εισροών. Χάρη δε στην έξαρση του e-commerce, οι συμφωνίες για εξαγορές και συγχωνεύσεις φτάνουν σε πρωτοφανή επίπεδα [6].

Υποστηρίζεται ότι το σημερινό κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών οφείλεται στην παγκοσμιοποίηση. Τα σύνορα μεταξύ των αγορών έχουν λίγο πολύ εξαφανιστεί, με κύριο παράδειγμα με την Ευρωπαϊκή Ένωση. Η ανάπτυξη της τεχνολογίας προσφέρει τεράστιες δυνατότητες επικοινωνίας, οι οποίες διευκολύνουν τη συνεργασία πέρα από τα εθνικά σύνορα. Ένα αποτέλεσμα της εξαφάνισης των συνόρων είναι ότι οι μεγαλύτερες αγορές αναπαράγουν μεγαλύτερο βαθμό ανταγωνισμού. Για να παραμείνουν ανταγωνιστικές πολλές επιχειρήσεις βλέπουν τη συνεργασία με άλλες εταιρείες ως την μόνη εναλλακτική λύση.

Μπορεί εδώ να επισημανθεί μια σχέση που φαίνεται να υπάρχει μεταξύ αυτών των κυμάτων και των περιόδων ύφεσης και ευημερίας. Μια εξήγηση γι' αυτό αποτελεί το ότι τα οικονομικά των επιχειρήσεων απεικονίζουν τις τάσεις της ευρύτερης οικονομίας. Κατά συνέπεια, σε περιόδους ευημερίας, όταν οι εταιρείες έχουν υπερβάλλον κεφάλαιο για να επενδύσουν, η συχνότητα των συγχωνεύσεων είναι υψηλότερη απ' ό,τι σε περιόδους ύφεσης. Επίσης αυτά τα κύματα συνέπεσαν με σπουδαίες εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον (π.χ. τεχνολογικές ανακαλύψεις, κρατικές κανονιστικές ρυθμίσεις, απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών, ανάπτυξη των διεθνών αγορών, εξελίξεις στις αγορές επιχειρηματικού ελέγχου, διεθνοποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων κτλ.)

Οι εξαγορές της τελευταίας περιόδου συνδέθηκαν με τη δημιουργία νέων μορφών χρηματοδότησης, με την καταδίκη αρκετών επιχειρηματικών στελεχών (ιδιαίτερα χρηματιστών και τραπεζιτών) για χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών, και με έντονες διαμάχες ανάμεσα σε διευθυντικά στελέχη και μετόχους. Οι εμπειρίες από τις εξαγορές στις ΗΠΑ κατά τα τελευταία είκοσι χρόνια είναι

πλούσιες σε θέματα επιχειρησιακής στρατηγικής και κρατικής πολιτικής και είναι σχετικές για χώρες που, όπως οι περισσότερες ηπειρωτικές ευρωπαϊκές, βρίσκονται σε μια εκτεταμένη φάση σημαντικής αναδιάρθρωσης του δημοσίου και του ιδιωτικού τομέα [7].

### *1.2.2. Εξαγορές στον υπόλοιπο κόσμο εκτός Ελλάδος*

Το 2005 ήταν η καλύτερη χρονιά από το 2000 για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και η τρίτη καλύτερη που σημειώθηκε ποτέ. Η αξία τους ξεπέρασε παγκοσμίως τα 2,9 τρισ. δολάρια, σημειώνοντας άνοδο κατά 40% σε σχέση με το 2004 και ήταν η υψηλότερη από το 2000, όταν και είχε εκτοξευθεί στο επίπεδο ρεκόρ των 3,3 τρισ. δολαρίων. Η άνοδος αυτή ήταν αποτέλεσμα της βελτίωσης της εμπιστοσύνης των διοικήσεων των επιχειρήσεων, της συσσώρευσης τεράστιων ποσών ρευστού στα ταμεία τους και της αυξανόμενης πίεσης για χρησιμοποίηση αυτών των κεφαλαίων στην επέκταση και την ανάπτυξη. Καθοριστικός παράγοντας ήταν ακόμη η μεγαλύτερη διείσδυση των εταιρειών επιχειρηματικών συμμετοχών στον χώρο αυτόν. Χαρακτηριστική ακόμη ήταν η ραγδαία αύξηση της δραστηριότητας σε Ευρώπη και Ασία, η οποία, προστιθέμενη στην ήδη ισχυρή αγορά των ΗΠΑ, μετέτρεψε τη μεγάλη άνοδο των επιχειρηματικών συγχωνεύσεων και εξαγορών σε παγκόσμιο φαινόμενο.

Ειδικά στην Ευρώπη οι συμφωνίες αυξήθηκαν πέρυσι κατά 37% σε σχέση με το 2004, εξέλιξη στην οποία καθοριστικό ρόλο διαδραμάτισαν τόσο οι διακρατικές εξαγορές και συγχωνεύσεις όσο και η μεγαλύτερη συμμετοχή εταιρειών επιχειρηματικών συμμετοχών σε αυτές. Η αξία των συμφωνιών στη Γηραιά Ήπειρο έφθασε συγκεκριμένα τα 1,139 τρισ. δολάρια και το 1/3 αφορούσε διακρατικές συμφωνίες. Ήταν μακράν η καλύτερη χρονιά από το 2000 και η τρίτη κατά τη διάρκεια της οποίας η αξία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών ξεπέρασε το 1 τρισ. δολάρια. Στις ΗΠΑ η αξία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων σημείωσε αντίστοιχα άνοδο πέρυσι κατά 31%, στα 1,4 τρισ. δολάρια.



Η μεγαλύτερη δραστηριότητα σημειώθηκε στον τομέα των τηλεπικοινωνιών, ενώ ακολούθησε ο χρηματοπιστωτικός. Αντίθετα, ο τομέας της υγείας ήταν ο μόνος μεταξύ των 10 κορυφαίων που είδε τον όγκο των συμφωνιών να μειώνεται.

Μεταξύ των συμφωνιών που ξεχώρισαν παγκοσμίως ήταν η εξαγορά της Gillette από την Procter & Gamble έναντι 58 δισ. δολαρίων και της Burlington Resources από την ConocoPhillips έναντι 35 δισ. δολαρίων στην Αμερική, της UFJ Holdings από τη Mitsubishi Tokyo Financials έναντι 42 δισ. δολαρίων στην Ασία και της βρετανικής κινητής τηλεφωνίας O2 από την ισπανική Telefonica έναντι 32 δισ. δολαρίων στην Ευρώπη [8].

### *1.2.3. Διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις*

Η αυξημένη ρευστότητα που διατηρούν επιχειρήσεις - κολοσσοί ανεβάζει τον πυρετό των διασυνοριακών εξαγορών, οι οποίες όμως προκαλούν τις αντιδράσεις των κυβερνήσεων των χωρών στις οποίες εδρεύουν οι εταιρείες – στόχοι. Το κύμα εξαγορών που παρατηρείται το τελευταίο διάστημα - και μάλιστα σε διεθνές επίπεδο, καθώς εταιρείες από μια χώρα «χτυπούν» επιχειρήσεις από μια άλλη - δεν αναμένεται να ανακοπεί σύντομα.

Η εταιρεία διαχείρισης λιμανιών Dubai Ports υπέβαλε προσφορά εξαγοράς της P&O, που ελέγχει μεγάλο αριθμό λιμανιών στις ΗΠΑ. Η Mittal Steel (χαλυβουργία) υπέβαλε προσφορά για την εξαγορά της (ανταγωνίστριας της) Archelor, που είναι ένας από τους μεγαλύτερους εργοδότες στο Λουξεμβούργο, την Ισπανία και τη Γαλλία. Επίσης, ο γερμανικός ενεργειακός γίγαντας EON κινήθηκε για την απόκτηση της ισπανικής Endesa. Αν μάλιστα ο ενεργειακός γίγαντας της Ρωσίας, η Gazprom, αποφασίσει να χρησιμοποιήσει την τεράστια οικονομική του δύναμη για να εξαγοράσει ξένες εταιρείες (οι φήμες αναφέρουν τη Centrica στη Βρετανία), ο χορός των εξαγορών δεν αποκλείεται να συνεχιστεί.

Επιπλέον, οι νέες μεγάλες οικονομικές δυνάμεις του πλανήτη - η Ινδία και η Κίνα - αναμένεται να μπουν και αυτές πιο δυναμικά στο παιχνίδι των εξαγορών, αλλάζοντας τον επιχειρηματικό χάρτη

Αν και σε πολλές περιπτώσεις δημιουργούνται αντιδράσεις σε χώρες στις οποίες μια εταιρεία εξαγοράζεται από μια ξένη, οι «γάμοι» μεταξύ εταιρειών σε διασυνοριακό επίπεδο αναμένεται ότι θα συνεχιστούν για μια σειρά από λόγους. Ένας από τους πιο σημαντικούς είναι ότι στην αγορά κυκλοφορεί αρκετό «ζεστό» χρήμα. Εταιρείες σε όλο τον κόσμο, όχι μόνο διατηρούν αυξημένη ρευστότητα, αλλά έχουν και πρόσβαση σε φθινό χρήμα καθώς δανείζονται με χαμηλά επιτόκια. Ένας ακόμη λόγος είναι ότι σήμερα δεν υπάρχουν πολλές μορφές εναλλακτικών τοποθετήσεων, οι οποίες να προσφέρουν στις εταιρείες ικανοποιητικές αποδόσεις για τα κεφάλαια που διαθέτουν. Και ένας τρίτος λόγος είναι ο υψηλός ρυθμός αποταμίευσης στην Ανατολική Ασία, που έχει δημιουργήσει αυξημένη ρευστότητα με αποτέλεσμα οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί (που διαχειρίζονται τα χρήματα αυτά) να αναζητούν υψηλότερες αποδόσεις για το ρευστό που έχουν στην κατοχή τους [9].

#### *1.2.4. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα*

Στην Ελλάδα οι συγχωνεύσεις και εξαγορές συναντούσαν σημαντικά εμπόδια κατά το παρελθόν: μικρό αριθμό εταιρειών εισηγμένων στο ΧΑΑ, ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας και οικογενειακής οργάνωσης των επιχειρήσεων, κατακερματισμός, περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς, έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Με τη δημιουργία της Ενιαίας αγοράς το 1986, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Έτσι, μεταξύ 1987 και 1994, το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο συγχωνεύσεων και εξαγορών, με το ποσοστό αυτό να φτάνει το 13-24% στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Ανάλογα, αλλά μη προσδιορίσιμα ποσοστά εκτιμάται ότι σημειώθηκαν και σε κλάδους των υπηρεσιών. Μάλιστα, κατά την περίοδο 1985-1993, οι περισσότερες ξένες

επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Στην αμέσως επόμενη περίοδο (1994-σήμερα) οι εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες φαίνεται να συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επενδύσεις, λ.χ. στην κινητή τηλεφωνία, στα καζίνο, στα υπερμάρκετ, στα έργα του Γ' ΚΠΣ. Με την ανάπτυξη του ΧΑΑ, την απελευθέρωση του Τραπεζικού συστήματος, την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, τη γενική βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας, τις ευκαιρίες των μεγάλων έργων, τη διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων, πολλαπλασιάστηκαν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στη χώρα μας, με αιχμή, τα τελευταία χρόνια, το ίδιο το τραπεζικό σύστημα [10].

Επιχειρηματικά συμφωνίες και μεγάλες ανακατατάξεις φέρνει το 2006 στην αγορά. Μία σειρά ελληνικών επιχειρήσεων εκτιμάται ότι θα αλλάξουν χέρια, ενώ άλλες θα συγχωνευθούν για να γίνουν πιο ανθεκτικές στο άκρως ανταγωνιστικό περιβάλλον που διαμορφώνεται.

Ο «γάμος» της ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών με την Chipita, που οδήγησε στη δημιουργία της Vivartia, ενός βαλκανικού γίγαντα και άλλαξε το επιχειρηματικό τοπίο στην ευρύτερη αγορά τροφίμων και ποτών, δίνει το στίγμα των επικείμενων ανακατατάξεων - μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων - που έχουν δρομολογηθεί στην ελληνική αγορά. Η αγορά τροφίμων είναι μόνο ένα από τα πεδία των ανακατατάξεων που έρχονται. Στις τράπεζες, τις τηλεπικοινωνίες, την πληροφορική, την ακτοπλοΐα και την αγορά ενέργειας αναμένονται εξελίξεις, οι οποίες εκτιμάται ότι θα φέρουν στο προσκήνιο νέες επιχειρηματικές δυνάμεις, τόσο από την Ελλάδα όσο και από το εξωτερικό, ενώ παράλληλα θα διαμορφώσουν τις προϋποθέσεις για τη ριζική ανακατανομή των μεριδίων αγοράς.

Αλλαγές που θα κορυφωθούν με εξαγορές και συγχωνεύσεις κυοφορούνται και στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, όπου με «μήλον της Έριδος» τη Forthnet,

αλλά και την Tellas καθώς και άλλες μικρότερες εταιρείες, ελληνικοί και ξένοι τηλεπικοινωνιακοί όμιλοι επιχειρούν να ροκανίσουν τα μερίδια του ΟΤΕ. Στον αγώνα δρόμου για την αναδιανομή της τηλεπικοινωνιακής πίτας συμμετέχουν ο όμιλος της Ιντρακόμ, ο αιγυπτιακών συμφερόντων όμιλος Orascom και άλλοι ξένοι όμιλοι.

Στην αγορά ενέργειας (νέα αιολικά πάρκα και θερμοηλεκτρικές μονάδες) οι «μνηστήρες» της, Έλληνες και ξένοι, διαμορφώνουν τις απαραίτητες στρατηγικές συμμαχίες, ενώ στην ημερήσια διάταξη θα βρεθούν και εξαγορές εταιρειών που έχουν στα χέρια τους άδειες για αιολικά πάρκα και θερμοηλεκτρικές μονάδες.

Εξελίξεις προβλέπονται το 2006 και στον κλάδο της πληροφορικής. Αυτές θα καθοριστούν, σε μεγάλο βαθμό, από το γεγονός ότι η πίτα της ελληνικής αγοράς έχει συρρικνωθεί τόσο ώστε είναι αδύνατον να συντηρήσει όλες τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε αυτήν. Οι επιχειρηματικοί «γάμοι» στον συγκεκριμένο κλάδο θα επιβληθούν «άνωθεν», συγκεκριμένα από τις πιστώτριες τράπεζες, οι οποίες έχουν κάθε λόγο να επιθυμούν μεγαλύτερα και ανθεκτικότερα στον ανταγωνισμό σχήματα.

Σε αυτό το πλαίσιο, είναι κοινό μυστικό ότι ο όμιλος της Eurobank επιθυμεί διακαώς να «παντρέψει» τον όμιλο της LogicDis, στον οποίο συμμετέχει με ποσοστό που προσεγγίζει το 28%, με άλλη εταιρεία του κλάδου.

Ένας από τους “καλύτερους γαμπρούς” στην αγορά πληροφορικής είναι αυτή την περίοδο ο όμιλος της Info Quest, ο οποίος είναι έτοιμος να εισπράξει περίπου 330 εκατ. ευρώ από την πώληση της θυγατρικής του εταιρείας Q Telecom. Ο επικεφαλής, πάντως, του συγκεκριμένου ομίλου δεν δείχνει προς το παρόν να μπαίνει στον πειρασμό εξαγοράς ελληνικής εταιρείας, αλλά τίποτε δεν πρέπει να αποκλεισθεί.

Σε αναζήτηση στρατηγικού επενδυτή βρίσκεται και ο όμιλος Πουλιάδη, ο οποίος, παρά τα συσσωρευμένα προβλήματα που αντιμετωπίζει, εξακολουθεί να έχει στο χαρτοφυλάκιό του κάποια «δυνατά χαρτί» - όπως, για παράδειγμα, τη θυγατρική του εταιρεία Q&R - που θα μπορούσαν να αποτελέσουν στόχο εξαγοράς

Παρά το γεγονός ότι το 2005 έκλεισαν σημαντικές συμφωνίες στην ελληνική αγορά τηλεπικοινωνιών, ο κύκλος των εξαγορών και συγχωνεύσεων παραμένει ανοιχτός. Κατ' αρχάς, το σκηνικό που έχει διαμορφωθεί περί τη Forthnet, είναι δύσκολο να διατηρηθεί ακόμη για πολύ. Στην αγορά τηλεπικοινωνιών εκτιμούν ότι κάποια στιγμή το ισλανδικό επενδυτικό fund Novator θα θελήσει να αποχωρήσει από τη Forthnet (κατέχει περίπου το 24% των μετοχών της), αφού προηγουμένως επιτύχει τα κέρδη που έχει βάλει ως στόχο, με την ιδιότητα του στρατηγικού επενδυτή.

Σε αυτή την περίπτωση, είναι πολύ πιθανό να επανέλθει στο προσκήνιο η πρόθεση της Ιντρακόμ να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας, στην οποία κατέχει ποσοστό μετοχών κοντά στο 23%. Βέβαια, η προσπάθεια της Ιντρακόμ να αποκτήσει τελικά τον έλεγχο της Forthnet θα είναι δύσκολη, καθώς οι δύο άλλοι βασικοί μέτοχοι (Novator και Ίδρυμα Τεχνολογίας - Έρευνας) φαίνεται προς το παρόν ότι έχουν κοινή γραμμή πλεύσης. Μάλιστα, σύμφωνα με πληροφορίες, τελευταία οι δύο πλευρές έχουν δεχθεί πρόταση εξαγοράς τους από τον αιγυπτιακό όμιλο Orascom, ο οποίος ελέγχει το 51% της Tellas και ενδιαφέρεται να αποκτήσει από τη ΔΕΗ και το υπόλοιπο 49% της εταιρείας.

Σε κάθε περίπτωση, η Ιντρακόμ που έχει κάνει γνωστή την απόφασή της να δραστηριοποιηθεί και στον τομέα της παροχής τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών, θα επιχειρήσει να ενισχύσει τις θέσεις της με νέες κινήσεις εξαγοράς. Δεν θα πρέπει να αποκλεισθεί το ενδεχόμενο η Ιντρακόμ να κινηθεί προς την κατεύθυνση εξαγοράς εταιρείας με συγγενείς προς την Hellas On Line δραστηριότητες [11].

### 1.3. Ορισμοί εξαγορών, συγχωνεύσεων και στρατηγικών συμμαχιών

Ως *εξαγορά* ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) σε μια άλλη, έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και συγχωνευτικές. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο του δικαίου, ενώ σε μια συγχωνευτική εξαγορά η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου.

Όταν σε μια συγχωνευτική εξαγορά δεν καταβάλλονται ως αντάλλαγμα χρήματα αλλά μερίδια συμμετοχής, η εξαγορά αυτή αποτελεί την συγχώνευση των συγκεκριμένων επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, ως *συγχώνευση* ορίζεται η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται χωρίς να ακολουθήσει η εκκαθάρισή τους, ενώ ταυτόχρονα μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους έναντι ανταλλάγματος σε άλλη, η οποία είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για το σκοπό αυτό. Το αντάλλαγμα αποτελείται από μερίδια συμμετοχής της επιχείρησης στην οποία μεταβιβάστηκε η περιουσία των επιχειρήσεων που λύθηκαν και δίδεται σε όσους συμμετείχαν προηγουμένως στις επιχειρήσεις, που νομικά έπαψαν να υπάρχουν.

Συνεπώς, δεν υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές ανάμεσα στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις παρά μόνο, στο είδος του ανταλλάγματος που προσφέρεται για την πραγματοποίησή τους και στο "δικαίωμα λόγου" των παλαιών ιδιοκτητών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης στο νέο καθεστώς ιδιοκτησίας, αφού στην περίπτωση της εξαγοράς είναι ανύπαρκτο ενώ στην περίπτωση της συγχώνευσης υπάρχει, και η βαρύτητα του λόγου αυτού εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής τους στην επιχείρηση που είναι το αποτέλεσμα της συγχώνευσης [12].

Ένας άλλος τρόπος για να αναπτυχθεί εξωτερικά μια επιχείρηση είναι η *στρατηγική συμμαχία (strategic alliance)*, κατά την οποία, δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις συνεργάζονται για να επιτύχουν σημαντικούς στρατηγικούς στόχους, οι οποίοι θα ωφελήσουν τη μελλοντική τους πορεία. Η ελάττωση του κύκλου ζωής των προϊόντων επιβάλλει την καινοτομία με συνέπεια το κόστος έρευνας και ανάπτυξης των προϊόντων να αυξάνει με εκθετικούς ρυθμούς. Επίσης, η αυξημένη τάση που υπάρχει από πιθανές προσπάθειες αντιγραφής των τεχνολογικών επιτευγμάτων από ανταγωνιστές μεγεθύνει την έννοια του κινδύνου. Παράλληλα, όσο μικραίνει ο κύκλος των προϊόντων, τόσο η ανάγκη για ταχύτερη εισαγωγή τους στην αγορά γίνεται μεγαλύτερη. Μέσα σ' αυτό το πλαίσιο είναι αρκετά δύσκολο μια εταιρεία να πορευτεί μόνη της. Αυτό σημαίνει ότι η ικανότητα μιας επιχείρησης να υπάρξει ολοκληρωμένα σε διεθνές επίπεδο, συνδέεται άμεσα με την ικανότητά της να συμμαχεί με άλλες επιχειρήσεις.

Στρατηγικές συμμαχίες είναι πολύ συνηθισμένες στον κόσμο των επιχειρήσεων στις μέρες μας. Μερικές συμμαχίες διαρκούν μικρό χρονικό διάστημα, ενώ άλλες διαρκούν περισσότερο και αποτελούν τον προπομπό μελλοντικών συγχωνεύσεων μεταξύ των επιχειρήσεων. Παραδείγματα στρατηγικών συμμαχιών αποτελούν η συμμαχία της Hewlett-Packard (HP) με την Intel για τη δημιουργία του μικροεπεξεργαστή Intel Pentium, ή η συμμαχία της General Motors με την Toyota για τη δημιουργία της εταιρείας NUMMI (New United Motor Manufacturing Company). Σκοπός της Toyota μέσω αυτής της συμμαχίας ήταν να αποκτήσει γνώσεις για την αγορά των Η.Π.Α (προμηθευτές, εργασιακό κλίμα, κ.λ.π.), ενώ η General motors επεδίωκε να γνωρίσει τις Ιαπωνικές πρακτικές πάνω στη Διοίκηση [13].

## Βιβλιογραφία κεφαλαίου 1

1. Δρυλλεράκης Ι. Κ., Εξαγορά επιχειρήσεων 10<sup>ο</sup> Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σακουλα, 2001, σελ. 47
2. Τραυλός Γ. Νικόλαος, "Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Διεθνείς εμπειρίες και ελληνικές προοπτικές", Τάσεις – Ειδική ετήσια έκδοση, 2000, σελ.178
3. Περάκης Ευάγγελος, Εξαγορά επιχειρήσεων 10<sup>ο</sup> Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σακουλα, 2001, σελ. 19 - 18
4. Γιαννάτος Γεώργιος, Strategic Planning, Εκδόσεις Τεκδοτική, 2002, Αθήνα, σελ. 3.3 – 3.4
5. Περάκης Ευάγγελος, ό.π., σελ. 18
6. Γιαννάτος Γεώργιος, ό.π., σελ. 3.4
7. Τραυλός Γ. Νικόλαος, ό.π., σελ. 178 - 179
8. Μιχάλης Μπάμπης, "Εξαγορές και συγχωνεύσεις ύψους 2,9 τρις δολαρίων το 2005", Ελευθεροτυπία, 15/01/2006, σελ. 31
9. McRae Hamish, "Εξαγορές χωρίς Σύνορα", Τα Νεα, 4/3,2006, σελ.111
10. Γεωργακοπούλου Ν. Βασιλική, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις,  
[http://www.ine.otoe.gr/Tekmiriosi/tekmiriosi\\_doc/exagores\\_syg.htm](http://www.ine.otoe.gr/Tekmiriosi/tekmiriosi_doc/exagores_syg.htm)
11. Πουλιέρης Γεώργιος, "Γάμοι δισεκατομμυρίων ευρώ το 2006", Τα Νεα, 17/12.2005, σελ Ι 02



12. Παπαδάκης Μ. Βασίλης, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής εμπειρία, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, 1999, σελ 339-340
13. Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος, Στρατηγικό Μανατζμεντ, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2004 σελ 178 - 179

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## Κεφάλαιο 2 - Στρατηγικές Ανάπτυξης

### 2.1. Εισαγωγή

Το αν μια επιχείρηση επιλέξει να επεκταθεί σε νέες δραστηριότητες, αν θα συνεχίσει με τις ήδη υπάρχουσες ή αν θα τις περιορίσει είναι τεράστιας σημασίας για κάθε επιχείρηση. Υπάρχουν τρεις γενικές κατηγορίες στρατηγικών που μπορεί να ακολουθήσει μια επιχείρηση: οι στρατηγικές ανάπτυξης (growth strategies) οι στρατηγικές σταθερότητας (stability strategies) και οι στρατηγικές περισυλλογής (retrenchment strategies). Κάθε μία από αυτές τις γενικές κατηγορίες περιλαμβάνει μια σειρά διαφορετικών επιχειρησιακών στρατηγικών. Αντικείμενο αυτής της εργασίας είναι οι στρατηγικές ανάπτυξης.

### 2.2. Στρατηγικές Ανάπτυξης

Μια στρατηγική ανάπτυξης περιλαμβάνει αύξηση των επιχειρηματικών εσόδων, του αριθμού των εργαζομένων και του μεριδίου αγοράς. Μια επιχείρηση μπορεί να αναπτυχθεί εσωτερικά, επεκτείνοντας τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες τοπικά ή παγκοσμίως, ή μπορεί να αναπτυχθεί εξωτερικά μέσω συγχωνεύσεων, εξαγορών ή στρατηγικών συμμαχιών (οι ορισμοί των οποίων εδόθησαν προηγουμένως). Η γενική τάση φαίνεται ότι είναι, οι επιχειρήσεις να προτιμούν να αναπτύσσονται εξωτερικώς, παρά εσωτερικώς.

Οι στρατηγικές της ανάπτυξης είναι στο προσκήνιο μια και η ανάπτυξη που βασίζεται σε μια αυξανόμενη ζήτηση στην αγορά είναι δυνατόν να αποκρύψει τις αδυναμίες της επιχείρησης, αδυναμίες που θα ήταν άμεσα ορατές σε μια παρακμάζουσα ή ακόμη και σταθερή αγορά. Επίσης, μια αυξανόμενη επιχείρηση προσφέρει περισσότερες ευκαιρίες στα στελέχη για προαγωγή και ενδιαφέρουσα απασχόληση, αλλά και λιγότερους κινδύνους για την απώλεια της θέσης εργασίας, διότι υπάρχουν περισσότερες πιθανότητες να είναι η εξαγοράζουσα

επιχείρηση παρά η εξαγοραζόμενη σε μια μελλοντική πιθανή εξαγορά. Ανάπτυξη μπορεί να επιτευχθεί με διάφορες στρατηγικές, οι σημαντικότερες από τις οποίες αναλύονται στη συνέχεια.

### *2.2.1. Οριζόντια Ολοκλήρωση*

Οριζόντια ολοκλήρωση (horizontal integration) έχουμε όταν μια επιχείρηση προσπαθεί να αναπτυχθεί μέσω εξαγοράς ή να συγχωνευθεί με παρόμοιες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο ίδιο στάδιο της αλυσίδας αξίας. Αυτές οι επιχειρήσεις μπορεί να είναι άμεσα ανταγωνιστικές ή να εστιάζονται σε διαφορετικά τμήματα της αγοράς. Στόχος αυτής της στρατηγικής είναι η επίτευξη συνεργειών από τις οικονομίες κλίμακος, η γρήγορη αύξηση του μεριδίου αγοράς και η απόκτηση μονοπωλιακών κερδών. Η στρατηγική αυτή ενδείκνυται στις περιπτώσεις εκείνες που η συνολική δυναμικότητα των διαφόρων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο είναι κατά πολύ μεγαλύτερη από το μέγεθος της αγοράς.

Ο λόγος που οι επιχειρήσεις προτιμούν να αναπτυχθούν με αυτόν τον τρόπο (εξωτερική ανάπτυξη) και όχι προσπαθώντας να αυξήσουν τις πωλήσεις τους (εσωτερική ανάπτυξη), είναι γιατί με αυτόν τον τρόπο αφ' ενός μεν χρησιμοποιούν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, αφ' ετέρου δε μειώνουν το συνολικό αριθμό των ανταγωνιστών [1]. Έτσι, μια πράξη στρατηγικής οριζόντιας ολοκλήρωσης είναι όταν για παράδειγμα μια τράπεζα εξαγοράσει μια άλλη, για να χρησιμοποιήσει το ήδη υπάρχον καλό δίκτυο τραπεζικών υποκαταστημάτων της δεύτερης, σημαντικό ανταγωνιστικό παράγοντα που αυτή δεν διέθετε.

### *2.2.2. Κάθετη Ολοκλήρωση ή Καθετοποίηση*

Όταν μια επιχείρηση εισέρχεται σε διάφορα στάδια της παραγωγικής διαδικασίας είτε πριν είτε μετά το στάδιο που δραστηριοποιείται αναφέρεται σαν καθετοποίηση (vertical integration). Μια επιχείρηση που προσθέτει ένα παραγωγικό στάδιο πριν από το στάδιο που δραστηριοποιείται, "καθετοποιείται" προς τα πίσω. Μια επιχείρηση μπορεί αποφασίσει να παράγει τις πρώτες ύλες που παραδοσιακά προμηθευόταν από διάφορους προμηθευτές. Η καθετοποίηση προς τα πίσω είναι η στρατηγική επιδίωξης της ιδιοκτησίας ή του αυξημένου ελέγχου των προμηθευτών μιας επιχείρησης.

Εάν το παραγωγικό στάδιο προστίθεται μετά από το στάδιο που η επιχείρηση δραστηριοποιείται, τότε αναφερόμαστε στην καθετοποίηση προς τα εμπρός. Παράδειγμα αυτής της περίπτωσης αποτελεί η απόφαση μιας επιχείρησης να δραστηριοποιηθεί, εκτός από την παραγωγή του προϊόντος και στο μάρκετινγκ και στη διάθεσή του στην αγορά από ιδιόκτητα κανάλια διανομής.

Εκτός από την καθετοποίηση προς τα εμπρός ή προς τα πίσω, είναι δυνατόν να διακρίνουμε την καθετοποίηση και σε πλήρη (full integration), μερική (partial integration) ή οιονεί-καθετοποίηση (quasi integration). Μια επιχείρηση επιτυγχάνει πλήρη καθετοποίηση όταν παράγει όλες τις εισροές που χρειάζεται για την παραγωγική διαδικασία, ή όταν διαθέτει όλες τις εκροές της μέσω ιδιόκτητων λειτουργιών. Στην αυτοκινητοβιομηχανία, παράδειγμα πλήρους καθετοποίησης θα μπορούσε να είναι μια επιχείρηση που θα είχε υπό την κατοχή της τα ανθρακωρυχεία που χρησιμοποιούνται για να γίνει ο χάλυβας, τους μύλους του χάλυβα που κατασκευάζουν το σασί, τις πόρτες και τις μηχανές, το γυαλί που χρησιμοποιείται για τους ανεμοθώρακες (παρμπρίζ), καθώς και ολόκληρο το κανάλι διανομής μαζί με την πιθανή χρηματοδότηση, ώστε να φτάσει το αυτοκίνητο στον πελάτη.

Μερική καθετοποίηση συμβαίνει όταν μια επιχείρηση παράγει μέρος των εισροών της κι αγοράζει τις υπόλοιπες εισροές που χρειάζεται από ανεξάρτητους προμηθευτές, ή όταν διαθέτει τις εκροές της μέσω δικών της καναλιών διανομής,

αλλά και μέσω ανεξαρτήτων διανομέων. Για παράδειγμα η προηγούμενη επιχείρηση της αυτοκινητοβιομηχανίας θα μπορούσε να επιτύχει μερική καθετοποίηση έχοντας ιδιόκτητες εγκαταστάσεις για την κατασκευή των μηχανών και τη συναρμολόγηση των αυτοκινήτων, και πουλώντας τα ανθρακωρυχεία και τους μύλους χάλυβα σε άλλες επιχειρήσεις που θα τα λειτουργούσαν πιο αποδοτικά. Οι επιχειρήσεις καθετοποιούνται μερικά όταν επιχειρούν να ελέγξουν στρατηγικά σημαντικές δραστηριότητες και παράλληλα βασίζονται σε εξωτερικούς προμηθευτές για δραστηριότητες που δεν αρμόζουν στις ανταγωνιστικές τους δυνάμεις.

Οιονεί καθετοποίηση συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει τις περισσότερες εισροές από εξωτερικούς προμηθευτές ή πουλά τα προϊόντα της σε τρίτους, οι οποίοι όμως βρίσκονται κάτω από το μερικό έλεγχο της επιχείρησης. Παράδειγμα οιονεί καθετοποίησης προς τα εμπρός θα μπορούσε να είναι μια μεγάλη φαρμακοβιομηχανία, η οποία διαθέτοντας ορισμένες μετοχές σε μια αλυσίδα φαρμακαποθηκών εξασφαλίζει τη διακίνηση των φαρμάκων της έχοντας κάποια πρόσβαση στα κανάλια διανομής. Αγοράζοντας μετοχές σε κάποιον κύριο προμηθευτή ή διανομέα συνήθως δίνεται η δυνατότητα στην επιχείρηση να γίνει μέλος του διοικητικού συμβουλίου της άλλης, εξασφαλίζοντας έτσι πληροφόρηση και έλεγχο. Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι η καθετοποίηση επεκτείνει το πεδίο δράσεως της επιχείρησης σε άλλες δραστηριότητες συνήθως μέσα στον ίδιο κλάδο [2].

Η κάθετη ολοκλήρωση ενδείκνυται για μια επιχείρηση όταν:

- Υπάρχουν λίγοι, ακριβοί ή αναξιόπιστοι προμηθευτές ή διανομείς
- Υπάρχει ταχεία ανάπτυξη του κλάδου με καλές προοπτικές
- Δεν είναι απαγορευτική η άριστη παραγωγική δυναμικότητα
- Υπάρχει διαθεσιμότητα ανθρώπινων και χρηματοοικονομικών πόρων καθώς και ικανοτήτων διοίκησης των μονάδων που αποκτούνται
- Μειώνεται σημαντικά το κόστος διανομής και αποθήκευσης

- Υπάρχει σταθερή παραγωγή που αυξάνει την προβλεψιμότητα της ζήτησης (αποφυγή εποχικότητας)
- Επιφέρει απόκτηση τεχνολογίας και βελτίωση του μάρκετινγκ
- Δημιουργεί εμπόδια σε ανταγωνιστές

Μια επιχείρηση επιλέγει την καθετοποίηση κυρίως για να μειώσει την εξάρτηση της από τους προμηθευτές της καθώς και για να εξασφαλίσει την ποσότητα και την ποιότητα των πρώτων υλών και υλικών στα διάφορα επίπεδα παραγωγικής διαδικασίας. Επίσης, με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται ο έλεγχος της επιχείρησης σε σημαντικές δραστηριότητες προστιθέμενης αξίας, άμεσα συσχετιζόμενες με το βασικό προϊόν της επιχείρησης.

Τα κύρια μειονεκτήματα της στρατηγικής καθετοποίησης είναι η αποτυχία επίτευξης συνεργειών εξαιτίας του δύσκολου συντονισμού μεταξύ των διαφορετικών παραγωγικών μονάδων, η δυσκολία εξόδου της επιχείρησης από το συγκεκριμένο κλάδο καθώς και ο κίνδυνος απαξίωσης της καθετοποιημένης μονάδας προς τα μπρος ή προς τα πίσω από την εμφάνιση νέας τεχνολογίας. Επίσης συχνά παρατηρείται σχετική αδυναμία κεντρικού ελέγχου και συντονισμού των επιμέρους δραστηριοτήτων καθώς και των απειλών του εξωτερικού περιβάλλοντος [3].

Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '60 υπήρχε ισχυρή τάση των επιχειρήσεων για κάθετη ολοκλήρωση και διαφοροποίηση. Κυρίως κατά τις δεκαετίες 80-90, υπήρξε αντιστροφή της τάσης αυτής, λόγω της αβεβαιότητας και της έντασης του ανταγωνισμού, και εστίαση των επιχειρήσεων στις κύριες δραστηριότητες καθώς και αυξημένη χρήση outsourcing.

### 2.2.3. Στρατηγική Διαποίκισης

Η στρατηγική της διαποίκισης (diversification) αφορά τη στροφή μιας επιχείρησης σε νέα προϊόντα και αγορές τα οποία είναι διαφορετικά από αυτά που μέχρι τώρα δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Μια επιχείρηση ακολουθεί την στρατηγική διαποίκισης για να επιτύχει αύξηση στις πωλήσεις και κερδοφορία μεγαλύτερη από αυτήν προκύπτει από την κύρια δραστηριότητά της και να αξιοποιήσει πλήρως τους πόρους τις ικανότητές της, τα κανάλια διανομής της, κ.τ.λ. Ακόμα, οι επιχειρήσεις, επιθυμούν να μειώσουν τον κίνδυνο διασκορπώντας τους πόρους τους σε νέες αγορές. Επίσης, η στρατηγική διαποίκισης οδηγεί σε μείωση κόστους από οικονομίες κλίμακας και οικονομίες φάσματος που πηγάζουν από την κοινή συγκέντρωση πόρων και ικανοτήτων. Τέλος, πολλές φορές μια επιχείρηση επιλέγει την στρατηγική διαποίκισης επειδή τα στελέχη της έχουν κίνητρα διαφορετικά από την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Τα στελέχη αυτά, συχνά επιθυμούν η 'επιχείρησή τους' να εξαγοράσει άλλες εταιρείες γιατί έτσι αποκτούν υψηλότερες απολαβές, μεγαλύτερο πρεστίτζ και δύναμη καθώς και την ικανοποίηση ότι ανεβαίνουν στην επιχειρηματική κλίμακα [4].

Υπάρχουν δύο βασικοί τύποι διαποίκισης: η συσχετισμένη και η ασυσχέτιστη.

Συσχετισμένη Διαποίκιση (related ή concentric diversification), αφορά την προσθήκη νέων συσχετισμένων προϊόντων και υπηρεσιών στα είδη υπάρχοντα. Ανάπτυξη μέσω συσχετισμένης διαποίκισης μπορεί να είναι κατάλληλη επιχειρησιακή στρατηγική όταν η επιχείρηση διαθέτει μια ισχυρή ανταγωνιστική θέση, αλλά η ελκυστικότητα του κλάδου είναι χαμηλή. Εστιάζοντας στα χαρακτηριστικά που της έχουν προσδώσει τη διακεκριμένη ή μοναδική ικανότητα (distinctive competence), η επιχείρηση χρησιμοποιεί αυτές τις δυνάμεις ως μέσα διαποίκισης.

Ασυσχέτιστη Διαποίκιση (unrelated ή conglomerate diversification), περιλαμβάνει διαφοροποίηση δραστηριοτήτων χωρίς στρατηγική καταλληλότητα, σχέσεις αλληλεξάρτησης στις αλυσίδες αξίας και ενιαίο στρατηγικό σχεδιασμό, είναι δηλαδή η επέκταση της επιχείρησης σε νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες που δεν έχουν κάποια εμφανή σχέση με οποιαδήποτε

υπάρχουσα δραστηριότητα της επιχείρησης. Περιλαμβάνει την είσοδο σε νέους κλάδους που δεν μοιράζονται καμία διακεκριμένη ικανότητα με τις υπάρχουσες δραστηριότητες της επιχείρησης. Η διαποίκιση αυτή μπορεί να ενέχει μεγάλο κίνδυνο, αλλά είναι πολύ κερδοφόρα εάν υιοθετηθεί η κατάλληλη οργανωτική δομή και στυλ διοίκησης. Ανάπτυξη μέσω ασυσχέτιστης διαποίκησης μπορεί να είναι κατάλληλη επιχειρησιακή στρατηγική όταν η επιχείρηση αντιληφθεί ότι ο κλάδος που δραστηριοποιείται είναι μη ελκυστικός και δεν διαθέτει μια ισχυρή ανταγωνιστική ικανότητα που θα μπορούσε να τη μεταφέρει σε συσχετισμένα προϊόντα ή υπηρεσίες άλλων κλάδων [5].

Η στρατηγική διαποίκησης θεωρείται ως ένας τρόπος για μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου, δεν αποτελεί ένα μέσο για αύξηση αξίας. Η διαποίκηση είναι μια στρατηγική που ακολουθούν οι μέτοχοι για τους ίδιους. Δεν χρειάζονται να το κάνει η επιχείρηση για αυτούς. Στην πράξη, είναι πολύ πιο δαπανηρό το να εξαγοράζεις ολόκληρες επιχειρήσεις, από το να αγοράζεις μόνο μερίδια τους λόγω των πολύ υψηλών ανταλλαγμάτων (premium) που πρέπει να πληρώσουν σε όλους τους μετόχους [6].

#### *2.2.4. Συγκέντρωση – Διείσδυση αγοράς*

Η συγκέντρωση (concentration) ή διείσδυση αγοράς (market penetration) αναφέρεται στην εστίαση των πόρων και των ικανοτήτων της επιχείρησης στα υπάρχοντα προϊόντα ή στις υπάρχουσες αγορές, με σκοπό την επίτευξη πιο επικερδή ανάπτυξη μέσω της αύξησης του μεριδίου αγοράς. Η συγκέντρωση ή διείσδυση επιτυγχάνεται με διάφορους τρόπους όπως με την αύξηση της χρήσης του προϊόντος από τους υπάρχοντες πελάτες (π.χ. με μια νέα διαφημιστική καμπάνια), με την προσέλκυση των πελατών των ανταγωνιστών (π.χ. με χαμηλότερες τιμές), με την προσέλκυση μη χρηστών του προϊόντος (π.χ. δωρεάν δείγματα) ή απλά με αύξηση του αριθμού των πωλητών. Αποτελεί την πλέον απλή μορφή επιχειρησιακής στρατηγικής μια και καμία επιχείρηση δεν



εξαγοράζεται αλλά η επιχείρηση επιλέγει να αναπτυχθεί μόνη της μέσω των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων

Η συγκέντρωση ή διεύρυνση της αγοράς μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα πετυχημένη πολιτική όταν:

- Η αγορά δεν είναι κορεσμένη
- Υπάρχουν περιθώρια αύξησης της χρήσης από τους υπάρχοντες καταναλωτές
- Το μερίδιο της αγοράς μειώνεται, αλλά η αγορά αναπτύσσεται
- Ο κλάδος δεν προσφέρεται για τεχνολογικές καινοτομίες
- Υπάρχουν εμπόδια εισόδου νέων ανταγωνιστών
- Οι οικονομίες κλίμακας προσφέρουν σημαντικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα

Το μεγαλύτερο πλεονέκτημα της στρατηγικής αυτής είναι ότι, η εξειδίκευση φέρνει την πολύ καλή γνώση τόσο των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης αλλά και των ανταγωνιστών της. Επίσης, επειδή όλοι οι πόροι κατευθύνονται στην εκτέλεση μιας δραστηριότητας, η επιχείρηση βρίσκεται σε καλύτερη θέση για την ανάπτυξη μιας διακεκριμένης ικανότητας ή ενός διαρκούς ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Τέλος οι μέτοχοι, επενδυτές, πιστωτές, κυβέρνηση, πελάτες, προμηθευτές, αντιλαμβάνονται καλύτερα σε ποια κατάσταση βρίσκεται η επιχείρηση.

Κύριο μειονέκτημα της στρατηγικής αυτής είναι το ότι ο εγκλωβισμός σε έναν κλάδο περιορίζει την ανάπτυξη των πωλήσεων και των κερδών, καθώς και το ότι γίνεται ιδιαίτερα ευαίσθητη στις αλλαγές της αγοράς και του κλάδου. Ο κλάδος μπορεί να φτάσει στο στάδιο της ωρίμανσης, ενώ υπάρχει ο κίνδυνος να αναπτύξουν οι ανταγωνιστές καινούργια ανταγωνιστικά προϊόντα.

#### *2.2.5. Ανάπτυξη αγοράς*

Η ανάπτυξη αγοράς (market development) αναφέρεται στην προώθηση υπαρχόντων προϊόντων ή υπηρεσιών σε νέες αγορές. Αυτό πρώτον,

επιτυγχάνεται με την επέκταση σε νέες γεωγραφικές περιοχές τόσο σε εγχώριο επίπεδο, όσο και σε διεθνές (στρατηγική διεθνοποίησης). Το κλίμα είναι σήμερα στην εποχή της παγκοσμιοποίησης είναι ιδιαίτερα ευνοϊκό για τις στρατηγικές διεθνοποίησης. Επίσης ανάπτυξη αγοράς επιτυγχάνεται με την είσοδο της επιχείρησης σε νέα δίκτυα διανομής καθώς και με την προσέλκυση πελατών και από άλλα τμήματα της αγοράς

Γενικά η ανάπτυξη αγοράς αποτελεί μια αποτελεσματική στρατηγική όταν υπάρχουν νέα, αξιόπιστα, ποιοτικά και οικονομικά κανάλια διανομής, όταν η επιχείρηση είναι πολύ επιτυχημένη σε αυτό που κάνει καθώς και όταν υπάρχει μια καινούργια μη κορεσμένη αγορά. Ακόμα η επιχείρηση θα πρέπει να διαθέτει τα απαραίτητα κεφάλαια και τους ανθρώπινους πόρους για την επέκταση της δραστηριότητας της, μεγαλύτερες παραγωγικές δυνατότητες, καθώς επίσης να βρίσκεται σε ένα παγκοσμιοποιημένο κλάδο.

#### *2.2.6. Ανάπτυξη προϊόντων*

Μια ακόμη στρατηγική ανάπτυξης είναι η ανάπτυξη προϊόντων (product development) για τις υπάρχουσες αγορές, ή η τροποποίηση των υπάρχοντων προϊόντων. Αυτό επιτυγχάνεται με την ανάπτυξη νέων χαρακτηριστικών προϊόντων, νέων ποιοτικών παραλλαγών, ή επιπλέον μεγεθών και προϊόντων. Αυτή η στρατηγική συνήθως απαιτεί μεγάλες δαπάνες σε έρευνα και ανάπτυξη.

Αυτή η στρατηγική μπορεί να είναι αποτελεσματική όταν, η επιχείρηση διαθέτει επιτυχημένα προϊόντα, που όμως βρίσκονται στο στάδιο της ωρίμανσης και ο κλάδος χαρακτηρίζεται από ταχείες τεχνολογικές εξελίξεις. Η επιχείρηση θα πρέπει να αναπτύξει νέες ικανότητες που σχετίζονται με την παραγωγή και προσφορά των νέων προϊόντων [7].

## Βιβλιογραφία Κεφαλαίου 2

1. Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος, Στρατηγικό Μάνατζμεντ, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2004, σελ 182 – 183
2. Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος, ο.π. σελ. 183 - 184
3. David R. Fred, Strategic Management, Prentice Hall, 8<sup>th</sup> edition, σελ. 165 - 168
4. Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson, Modern Corporate Finance Theory and Practice, Second edition, σελ. 563
5. Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος, ο.π. σελ. 187 - 188
6. Kay John, Foundations of Corporate Success, Oxford Press, 1993, σελ. 150
7. David R. Fred, ο.π. σελ. 169 - 170

## Κεφάλαιο 3 - Τύποι εξαγορών και συγχωνεύσεων

Το παρόν κεφάλαιο έχει ως αντικείμενο την μορφολογία των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Είναι δυνατόν να διακριθούν κατά τρόπο ενδεικτικό με βάση κάποια χαρακτηριστικά τους ή με βάση την νομική μορφολογία τους.

### 3.1. Μορφές Συγχωνεύσεων και Εξαγορών με βάση ιδιαίτερα χαρακτηριστικά

#### 3.1.1. Φιλικές - εχθρικές συγχωνεύσεις και εξαγορές (*friendly versus hostile mergers*)

Οι συγχωνεύσεις μπορεί να είναι φιλικές συμφωνίες μεταξύ του διοικητικού συμβουλίου που αντιπροσωπεύει την αποκτούσα επιχείρηση και του διοικητικού συμβουλίου που αντιπροσωπεύει την επιχείρηση-στόχο. Σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στις φιλικές συγχωνεύσεις, τα δυο συμβούλια μπορεί να μην συμφωνήσουν να προχωρήσουν στη συγχώνευση και να ακολουθήσει μια πάλη για τον έλεγχο. Σε αυτή την περίπτωση, η αποκτούσα επιχείρηση προσπαθεί να κερδίσει τον έλεγχο της εταιρείας-στόχου χωρίς την έγκριση του διοικητικού συμβουλίου της δεύτερης.

*Φιλικές συγχωνεύσεις (friendly mergers).* Σε μια φιλική συγχώνευση, οι διοικήσεις των δύο εταιρειών συμφωνούν σε γενικές γραμμές να συγχωνευτούν σε μια εταιρεία. Οι φιλικές συγχωνεύσεις προκύπτουν συνήθως από την αντίληψη ότι οι δύο εταιρείες αξίζουν πιο πολύ μαζί απ' ότι χωριστά. Με τη συγχώνευση, η προκύπτουσα επιχείρηση ωφελείται από τη συνέργια της συγχώνευσης.

Στην περίπτωση της φιλικής συγχώνευσης, τα δύο διοικητικά συμβούλια θα εκδώσουν μια διακήρυξη περιγράφοντας τους όρους της συμφωνίας και θα ζητήσουν την έγκριση των μετόχων. Εάν οι μέτοχοι της επιχείρησης-στόχου

συμφωνήσουν να πραγματοποιηθεί η συγχώνευση, τότε θα παραχωρήσουν τα δικαιώματα ιδιοκτησίας των μετοχών τους στην αποκτούσα εταιρεία. Σε αντάλλαγμα για τις μετοχές τους, οι μέτοχοι της επιχείρησης-στόχου είτε θα λάβουν μετρητά είτε μετοχές της προκύπτουσας εταιρείας.

*Μη φιλικές ή εχθρικές συγχωνεύσεις. (unfriendly or hostile mergers).* Σε μια μη φιλική ή εχθρική συγχώνευση, η αποκτούσα εταιρεία υποβάλλει μια προσφορά για να αγοράσει άμεσα τις μετοχές από τους μετόχους της επιχείρησης-στόχου. Αυτές οι προσφορές εμφανίζονται πολλές φορές, αφού πρώτα έχουν απορριφθεί οι φιλικές προσφορές. Στα πλαίσια μιας εχθρικής συγχώνευσης, η προσφορά για να αγοραστούν οι μετοχές, καλείται τρυφερή προσφορά (tender offer). Ο στόχος της προσφοράς είναι να πειστούν οι μέτοχοι της επιχείρησης-στόχου, να δώσουν αρκετές μετοχές στην αποκτούσα εταιρεία, ώστε να πάρει αυτή τον έλεγχο της επιχείρησης. Οι πιθανότητες επιτυχίας βελτιώνονται σημαντικά, όταν η αποκτούσα εταιρεία θέτει την τιμή της προσφοράς αρκετά παραπάνω από την τρέχουσα τιμή αγοράς των μετοχών της επιχείρησης-στόχου. Ο έλεγχος της εταιρείας μεταβιβάζεται όταν η αποκτούσα εταιρεία συσσωρεύσει αρκετές μετοχές για να ψηφίσει ένα νέο διοικητικό συμβούλιο και να θέσει μια νέα κατεύθυνση για την επιχείρηση-στόχο. Η διοίκηση της αποκτούμενης εταιρείας, μπορεί να αντισταθεί σε μια εχθρική προσφορά, λόγω του γεγονότος ότι η αλλαγή στον έλεγχο της εταιρείας είναι πιθανό να οδηγήσει σε αντικατάσταση της υπάρχουσας διοίκησης. Η αντίσταση στην εξαγορά μπορεί να λάβει πολλές μορφές, από μια απλή σύσταση προς τους μετόχους να μην δώσουν τις μετοχές τους, μέχρι στο να λάβουν μέτρα αντίθεσης στην εξαγορά [1].

### 3.1.2. Αυτοχρηματοδοτούμενες και χρηματοδοτούμενες εξαγορές.

Η αυτοχρηματοδότηση μιας εξαγοράς μπορεί να έχει δύο έννοιες. Είτε η αποκτώσα εταιρεία έχει ήδη δικά της χρηματικά διαθέσιμα για την εξαγορά, είτε, σε περίπτωση πίστωσης του τιμήματος, αναμένεται ότι θα τα έχει, διαμέσου των

οικονομικών αποτελεσμάτων της ίδιας της εξαγοράς, διαμέσου δηλ. των κερδών ή της εκποίησης κάποιων στοιχείων ή και της μεταπώλησης ολόκληρης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Η χρηματοδότηση μιας εξαγοράς μπορεί να γίνει είτε διαμέσου αύξησης κεφαλαίου είτε με τη βοήθεια εξωτερικού δανεισμού. Το τελευταίο θα συμβαίνει με τα «leveraged buy-out» (LBO), για τα οποία θα γίνει λόγος παρακάτω.

### *3.1.3. Εσωτερικές - διεθνείς εξαγορές .*

Το ότι η απελευθέρωση των εμπορικών και συναλλαγματικών εμποδίων, οι νομισματικές ενοποιήσεις, η «απορρύθμιση» (deregulation), η ενοποίηση των διεθνών λογιστικών προτύπων και άλλα όμοια φαινόμενα ευνοούν τις διεθνείς συγχωνεύσεις και αποκτήσεις επιχειρήσεων είναι κοινός τόπος.

Αν και σε πολλές περιπτώσεις δημιουργούνται αντιδράσεις σε χώρες στις οποίες μια εταιρεία εξαγοράζεται από μια ξένη, οι «γάμοι» μεταξύ εταιρειών σε διασυνοριακό επίπεδο αναμένεται ότι θα συνεχιστούν για μια σειρά από λόγους. Ένας από τους πιο σημαντικούς είναι ότι στην αγορά κυκλοφορεί αρκετό «ζεστό» χρήμα. Εταιρείες σε όλο τον κόσμο, όχι μόνο διατηρούν αυξημένη ρευστότητα, αλλά έχουν και πρόσβαση σε φθηνό χρήμα καθώς δανείζονται με χαμηλά επιτόκια. Ένας ακόμη λόγος είναι ότι σήμερα δεν υπάρχουν πολλές μορφές εναλλακτικών τοποθετήσεων, οι οποίες να προσφέρουν στις εταιρείες ικανοποιητικές αποδόσεις για τα κεφάλαια που διαθέτουν. Και ένας τρίτος λόγος είναι ο υψηλός ρυθμός αποταμίευσης στην Ανατολική Ασία, που έχει δημιουργήσει αυξημένη ρευστότητα με αποτέλεσμα οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί (που διαχειρίζονται τα χρήματα αυτά) να αναζητούν υψηλότερες αποδόσεις για το ρευστό που έχουν στην κατοχή τους.

Τα προβλήματα των διεθνών αποκτήσεων και συγχωνεύσεων δεν είναι μόνο νομικά, αλλά και ψυχολογικά, εθνικού γοήτρου («frag issue») ή πολιτισμικές διαφορές.

Η επίτευξη αποτελεσμάτων όμοιων με εκείνα της συγχώνευσης είναι δυνατή με άλλες λύσεις, όπως είναι π.χ. συμβατικές διευθετήσεις οριζόντιας οργάνωσης και συνεργασίας (π.χ. κοινή διοίκηση), με ή χωρίς αμοιβαίες συμμετοχές, εξωεταιρικές συμβάσεις, ίδρυση κοινής holding, που θα αποκτήσει τις εταιρείες ή, αντίστροφα, ίδρυση κοινής θυγατρικής. Μια άλλη επινόηση είναι η δίδυμη μετοχή (stapled stock, Zwillingssaktie), μετοχή δηλ. που ενσωματώνει δικαίωμα συμμετοχής ταυτόχρονα σε περισσότερες εταιρείες, που μπορούν να ανήκουν σε διαφορετικά κράτη.

#### *3.1.4. Μερική - ολική εξαγορά.*

Μερική θα είναι η εξαγορά κατά τρεις εκδοχές: Αν αφορά, πρώτον, συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, τα οποία μπορεί να εξαντλούν το ενδιαφέρον του αποκτώντος, ή ορισμένα υποκαταστήματα ή ορισμένες μόνο λειτουργίες, όπως είναι η παραγωγή και εμπορία. Σε μια τέτοια περίπτωση γεννάται νομικό πρόβλημα, αν ορισμένα στοιχεία μπορεί να αποκτηθούν χωρίς την επιχείρηση: Διαφοροποιημένη απάντηση υπάρχει για το δικαίωμα μίσθωσης, το σήμα, την επωνυμία, τις άδειες εκμετάλλευσης διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας.

Δεύτερον, μερική εξαγορά μπορεί να αποτελέσει η απόκτηση ποσοστού μόνο των μετοχών, με διαβαθμίσεις αν πρόκειται απλώς για πλειοψηφικό πακέτο, για πακέτο που εξασφαλίζει και καταστατική πλειοψηφία ή και για πακέτο που αποκλείει την άσκηση δικαιωμάτων μειοψηφίας (άρα κατά κανόνα άνω του 95%).

Τρίτον, η μερική εξαγορά μπορεί να αφορά το βαθμό ολοκλήρωσης της ένταξης. Η ένταξη δηλ. μπορεί να είναι μείζων, μεσαία ή ελάχιστη, ανάλογα με το βαθμό κεντρικής και συνολικής ή αντίθετα αποκεντρωμένης λήψης επιχειρηματικών αποφάσεων. Όπως είναι προφανές, πρόκειται καθαρά για επιχειρηματική

απόφαση, εξαρτώμενη από οργανωτικές παραμέτρους, αλλά και παραμέτρους εταιρικής κουλτούρας.

### *3.1.5. Ελεύθερη - υποχρεωτική εξαγορά.*

Η εξαγορά μπορεί να είναι υποχρεωτική σε ορισμένες περιπτώσεις, π.χ. αν κάποιος έχει το 50% εισηγμένης εταιρείας, οπότε είναι υποχρεωμένος να κάνει δημόσια πρόταση για την απόκτηση και των λοιπών μετοχών. Υποχρεωτική πώληση, όχι όμως και υποχρεωτική εξαγορά, αποτελεί η «αποσυσγκέντρωση», που μπορεί να διαταχθεί από την Επιτροπή Ανταγωνισμού [2].

## *3.2. Άλλες Μορφές Ανάπτυξης*

### *3.2.1. Δανεισμός για εξαγορά επιχειρήσεων (leverage buy out)*

Συμβαίνει όταν οι μετοχές μιας επιχείρησης αγοράζονται (buyout) από την διοίκηση της εταιρείας και άλλους ιδιώτες επενδυτές χρησιμοποιώντας δανεισμένους πόρους (leverage). Εκτός από την προσπάθεια να αποφευχθεί μια εχθρική εξαγορά, άλλοι λόγοι για να πραγματοποιηθεί ένα LBO είναι οι αποφάσεις της ανώτατης διοίκησης ότι ορισμένα τμήματα δεν ταιριάζουν με την συνολική εταιρική στρατηγική ή ότι πρέπει να πουληθούν για να αυξηθεί η ρευστότητα [4].

Είναι μια μέθοδος που εμφανίσθηκε τη δεκαετία του '80 (στην Ελλάδα δεν είναι όμως συχνή) και που έχει ως χαρακτηριστικό την επιβάρυνση της αποκτώμενης εταιρείας με το δανεισμό. Πρόκειται για πραγματική εξαγορά, όπου δηλ. την πρωτοβουλία της απόκτησης έχει ο αγοραστής.

Συνηθισμένη μορφή της είναι η χρηματοδοτούμενη απόκτηση επιχείρησης από τη διοίκηση (MBO – management buy-out) ή το προσωπικό της (EBO –



employee buy-out), περιπτώσεις που βέβαια δεν πρέπει να συγχέονται με τα stock options, που δίδονται στη διοίκηση, ή με τη συμμετοχή των εργαζομένων στο κεφάλαιο της εταιρείας διαμέσου αύξησης κεφαλαίου ή εξεύρεσης των μετοχών από την αγορά.

Γενικά σε μια αγορά με δανεισμένους πόρους (leveraged buy-out), ο αγοραστής ή οι αγοραστές (πάντως σε μικρό αριθμό) εξαγοράζουν τις συχνά διασκορπισμένες στο κοινό (free float) μετοχές της εταιρείας-στόχου διαμέσου ενός εταιρικού φορέα (εταιρείας holding), που συνιστούν για το σκοπό αυτό, και στον οποίο μετέχει και η χρηματοδοτούσα τράπεζα, ίσως δε και άλλοι επενδυτές. Πρόκειται συνήθως για περιπτώσεις οικογενειακών επιχειρήσεων, που έχουν φθάσει στη δεύτερη γενιά ιδιοκτητών, αλλά και άλλες, π.χ. περιπτώσεις επιχειρήσεων που είναι στα σχέδια αποκρατικοποίησης. Μετά την εξαγορά η αποκτώμενη εταιρεία δεν μπορεί πλέον, λόγω του μικρού αριθμού των μετόχων της, να έχει μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Εξάλλου συχνά η αποκτώμενη επιχείρηση συγχωνεύεται σε επόμενη φάση με τον εταιρικό φορέα, που χρησίμευσε για την απόκτησή της (back-end merger) [4].

Πηγή για χρηματοδοτούμενη απόκτηση επιχειρήσεων από την διοίκηση (LBO), στην Αμερική, αποτέλεσαν τα junk bonds που θεωρούνταν από τους αναλυτές ομόλογα υψηλού ρίσκου. Αυτές οι ομολογίες χρησιμοποιούνταν για να αυξηθεί η χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης. Τα junk bonds υποστηρίζονταν από τις ταμειακές ροές της επιχείρησης-στόχου αλλά επειδή πολύ μεγάλο μέρος της χρηματοδότησης της επιχείρησης προερχόταν από δανεισμό, υπήρχαν πολλές πιθανότητες να μην υπάρχουν χρήματα για να γίνουν οι πληρωμές των τόκων [5].

Πολλοί ερευνητές αμφιβάλουν κατά πόσο τα LBOs είναι πετυχημένα. Για να απαντηθεί αυτό το ερώτημα θα πρέπει να εξεταστούν δύο παράγοντες: Πρώτον, μέρος της επιτυχίας ενός LBO εξαρτάται από παράγοντες που δεν έχουν σχέση με τη διοίκηση της επιχείρησης. Τα LBOs είναι τείνουν να είναι πετυχημένα σε

οικονομίες με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, και αποτυχημένα σε περιόδους οικονομικής ύφεσης. Δεύτερον, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί η υγεία της επιχείρησης με δεδομένο ότι η τιμή της μετοχής της δεν μπορεί πια να παρακολουθηθεί [6].

### 3.2.2. Κοινοπραξία μεταξύ επιχειρήσεων (*joint venture*)

Πρόκειται για συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων ή ομίλων επιχειρήσεων, η οποία ουσιαστικά αποτελεί σύμπραξη μεταξύ διαφορετικών δυνάμεων για την επιτυχία ενός κοινού στόχου σε μία αγορά που πιθανόν να είναι άγνωστη στα εμπλεκόμενα μέρη της συμφωνίας. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο οι κοινοπραξίες αποτελούν επιχειρηματικά σχέδια με υψηλό κίνδυνο και με μεγάλη αβεβαιότητα ως προς την τελική τους έκβαση. Για να είναι επιτυχημένο το Joint Venture οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διέπονται από κοινή κουλτούρα, καθώς και να είναι του ίδιου μεγέθους και της ίδιας δυναμικότητας

Το Joint Venture μπορεί να έχει δύο μορφές. Η πρώτη είναι το Joint Equity Venture (JEV) στο οποίο η κάθε μία από τις συνεργαζόμενες επιχειρήσεις συνεισφέρει σε equity ή σε τεχνολογικό Know-How, με στόχο να υπάρξει αντίστοιχο μερίδιο εσόδων από την κοινή επιχειρηματική δραστηριότητα που θα αναπτυχθεί. Το Joint Venture αυτής της μορφής, μπορεί να είναι με σύμβαση χρόνου μεταξύ των δύο επιχειρήσεων ή να είναι χωρίς προσδιορισμένη διάρκεια. Η δεύτερη μορφή είναι το Strategic Business Alliance (SBA) όπου είναι δυνατόν η μία από τις δύο επιχειρήσεις να προσφέρει τεχνολογία μόνον. Η διάρκεια του Joint Venture καθορίζεται με σύμβαση μεταξύ των δύο επιχειρήσεων, στην οποία καθορίζονται οι στόχοι και οι ευθύνες του καθενός από τα μέλη. Οποιαδήποτε αλλαγή πρέπει να τύχει διαπραγματεύσεων και αμοιβαίας συμφωνίας μεταξύ των επιχειρήσεων [7].

Ο πιο σημαντικός λόγος για την δημιουργία κοινοπραξιών είναι η πραγματοποίηση οικονομικών κλίμακας. Οι οικονομίες κλίμακας μπορεί να

αναφέρονται στην παραγωγή, πωλήσεις, εφοδιασμό πρώτων υλών, έρευνα, ανάπτυξη κτλ. Η κοινοπραξία μπορεί να δώσει την δυνατότητα σε μια επιχείρηση να επωφεληθεί από τις παραπάνω οικονομίες κλίμακας. Επίσης σε μια κοινοπραξία έχουμε μείωση του υψηλού κινδύνου που συνεπάγεται η ανάληψη μεγάλων έργων όπως π.χ. δημόσια έργα: κατασκευή αεροδρομίων, φραγμάτων κτλ. ενώ οι μικρότερες επιχειρήσεις υποβοηθούνται για την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού των μεγαλύτερων επιχειρήσεων και έτσι πραγματοποιούνται επεκτάσεις σε νέες αγορές, οι οποίες διαφορετικά θα περιορίζονταν ή δεν θα πραγματοποιούνταν λόγω απαιτήσεων μεγάλων ριψοκίνδυνων επενδύσεων. Ακόμα οι επιχειρήσεις αποκτούν γρήγορα νέες τεχνολογίες για την παραγωγή νέων προϊόντων και χρησιμοποιούν από κοινού τους πόρους τους. Ορισμένοι πόροι ίσως να μην είναι διαθέσιμοι σε μια επιχείρηση. Σε τέτοιες περιπτώσεις η ανάγκη για την χρησιμοποίηση των πόρων αυτών οδηγεί μείωση του κόστους [8].

Οι επιχειρήσεις μπορεί να ακολουθήσουν τρεις βασικές στρατηγικές στην περίπτωση των κοινοπραξιών, οι οποίες είναι:

- *Η στρατηγική του ιστού της αράχνης.* Αυτή η στρατηγική χρησιμοποιείται σε μια βιομηχανία που αποτελείται από λίγες μεγάλες και διάφορες μικρότερες επιχειρήσεις. Μια μικρή επιχείρηση μπορεί να δημιουργήσει κοινοπραξία με μια μεγάλη επιχείρηση και έπειτα για να αποφύγει την απορρόφηση από την επιχείρηση αυτή και να δημιουργήσει όσο το δυνατό γρηγορότερα μια νέα κοινοπραξία με μια ή περισσότερες από τις υπόλοιπες αντισταθμικές δυνάμεις.
- *Η στρατηγική δημιουργίας κοινοπραξίας για ορισμένο χρονικό διάστημα.* Αυτή τη στρατηγική ακολουθούν συνήθως οι επιχειρήσεις που αναλαμβάνουν την εκτέλεση ειδικών μεγάλων έργων. Όταν το έργο ολοκληρωθεί οι επιχειρήσεις διαλύουν την κοινοπραξία και χωρίζουν.
- *Η στρατηγική δημιουργίας κοινοπραξίας με απώτερο σκοπό τη συγχώνευση.* Αυτή αρχίζει με μια αδύνατη σχέση κοινοπραξίας μεταξύ των δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων. Η σχέση αυτή με το πέρασμα του

χρόνου γίνεται ισχυρότερη και τελικά μπορεί να καταλήξει σε συγχώνευση αν αποδειχθεί ότι είναι επωφελής για τα μέλη της κοινοπραξίας [9].

Το πιο σημαντικό μειονέκτημα των Joint Venture είναι το ότι η επίτευξη καλού συντονισμού είναι ιδιαίτερα δύσκολη για δυο επιχειρήσεις, οι οποίες, έχουν διαφορετικούς στόχους, στρατηγικές, διαδικασίες και κουλτούρα. Μελέτες έδειξαν ότι στα μισά σχεδόν Joint Venture που αποτυγχάνουν, παρατηρούνται προστριβές μεταξύ των δυο πλευρών. Για να αποφύγουν τέτοιες συγκρούσεις τα στελέχη πρέπει να ακολουθούν τα ακόλουθα:

- να υπάρχει αμοιβαία κατανόηση μεταξύ των δύο πλευρών. Θα πρέπει να έχουν πρώτα συζητηθεί λεπτομερώς, το όραμα και οι στόχοι της νέας επιχείρησης, οι αγορές στις οποίες θα στοχεύσουν, τα προϊόντα και οι υπηρεσίες που θα προσφέρουν, οι μεταξύ τους υποχρεώσεις καθώς και ο τρόπος της διάλυσης της σύμπραξης αν αυτό κριθεί απαραίτητο.
- να μην βασίζονται απόλυτα ότι ένα συμβόλαιο ότι θα κάνει την κοινοπραξία να λειτουργεί σωστά. Αν και τα συμβόλαια είναι βέβαια απαραίτητα, αν οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν την κοινοπραξία τυπολατρικά, επικεντρώνοντας σε νομικές δεσμεύσεις και όχι ουσιαστικά τότε σίγουρα θα οδηγηθούν σε αποτυχία.
- να μην προσπαθεί η μια πλευρά να εξαπατήσει την άλλη. Μια στρατηγική συνεργασίας θα πρέπει να βασίζεται σε αμοιβαίες προσπάθειες από όλες πλευρές για το καλό της κοινοπραξίας και όχι στην απληστία [10].

### *3.3. Νομική μορφολογία*

Η νομική μορφολογία εκδηλώνεται με πληθώρα νομικών τρόπων απόκτησης επιχείρησης. Η κατάταξη των μέσων αυτών μπορεί να γίνει κατά ποικίλους τρόπους. Μια δυνατή κατάταξη θα ήταν εκείνη που αντιστοιχεί στο εάν η νομική μέθοδος είναι ουδέτερη (όπως π.χ. η πώληση) ή αφορά μια εξαγορά (όπως π.χ. οι δημόσιες προτάσεις). Ωστόσο η κατάταξη αυτή είναι απλώς εποπτική και δεν

συνδυάζεται με νομικές συνέπειες. Πιο σημαντική φαίνεται η διάκριση ανάλογα με το αν χρησιμοποιούνται μέσα του ενοχικού δικαίου, δηλ. βασικά η πώληση, ή μέσα του εταιρικού δικαίου. Ουσία της διάκρισης είναι το αν τελικά υπάρχει κάποιος, που βαρύνεται με ευθύνες πωλητή για ελαττώματα της μεταβιβαζόμενης επιχείρησης, ή όχι.

### 3.3.1. Εξαγορά με μέσα τον κοινού δικαίου

A). «*Asset deal*» - «*share deal*». Το κύριο ερωτηματικό είναι το αν θα μεταβιβασθούν τα επιμέρους περιουσιακά στοιχεία που συνθέτουν την επιχείρηση («απόκτηση επιχείρησης» - «*asset deal*»), τα οποία μετά την απόκτηση ενσωματώνονται στον ισολογισμό του αγοραστή μαζί με τα αντίστοιχα δικά του, ή αν θα μεταβιβασθούν μετοχές του εταιρικού φορέα της επιχείρησης («απόκτηση μετοχικού ελέγχου» - «*share deal*»), που εφεξής θα εμφανίζονται στον ισολογισμό του αγοραστή ως «συμμετοχές». Η βασική διαφορά των δύο τεχνικών εντοπίζεται στην αδυναμία της *under act* απόκτησης των στοιχείων της επιχείρησης, ενώ η μεταβίβαση του μετοχικού ελέγχου, υλοποιούμενη με μόνη τη μεταβίβαση των μετοχών, απλουστεύει κατά πολύ και τη σύμβαση αλλά και το λεγόμενο *closing*, την τελική δηλ. φάση της συναλλαγής, όπου γίνεται η μεταβίβαση του πωλουμένου και καταβάλλεται το τίμημα.

B). *Εισφορά σε εταιρεία*. Μια άλλη μορφή απόκτησης επιχείρησης με τα μέσα του ενοχικού δικαίου είναι η εισφορά της σε εταιρεία είτε κατά την ίδρυση της τελευταίας είτε σε αύξηση του κεφαλαίου της. Πρόκειται για πληθώρα μορφών, που περιλαμβάνουν εισφορές ολόκληρης επιχείρησης ή κλάδων, θυγατρικοποιήσεις δραστηριοτήτων, υποκαταστημάτων κλπ., που στη συνέχεια μπορούν να μεταβιβασθούν σε τρίτους με *share deal*.

Γ). *Εξωεταιρικές συμβάσεις*. Μια ακόμη δυνατότητα απόκτησης επιχείρησης με μέσα ενοχικού δικαίου προσφέρουν οι εξωεταιρικές συμβάσεις. Πρόκειται για συμβατική τεχνική, με την οποία ο ελέγχων την εταιρεία αναλαμβάνει να ασκεί τα

μετοχικά του δικαιώματα με βάση τις εντολές τρίτου, κατά τέτοιο τρόπο και σε τέτοια έκταση, ώστε στην ουσία ο τρίτος να αποκτά τον εταιρικό έλεγχο, χωρίς περιουσιακή μεταβίβαση. Ένα τέτοιο σχήμα, που θυμίζει αφανή εταιρεία ή παρακοινωνία, εμφανίζεται μεν ως εξεζητημένο, μπορεί όμως να λειτουργήσει τουλάχιστον μεταβατικά, πριν από μια πραγματική μεταβίβαση. Από την άλλη μεριά, η συμβατική ανάθεση της διοίκησης της εταιρείας σε τρίτους (management contract) μπορεί να ισοδυναμεί και αυτή με εξαγορά ή συχνότερα προβαθμίδα εξαγοράς, δεν υποδηλώνει όμως αναγκαία πρόθεση να συμβεί κάτι τέτοιο.

### 3.3.2. Εξαγορά με μέσα του εταιρικού δικαίου

A). *Είσοδος σε εταιρεία μέσω εγγραφής στο κεφάλαιο.* Αντί να αποκτήσει κανείς εταιρεία διαμέσου αγοράς των μετοχών της, που αποτελεί όπως αναφέρθηκε εξαγορά με μέσα του ενοχικού δικαίου, μπορεί να αποκτήσει μετοχές και μάλιστα οποιοδήποτε πλειοψηφικό ποσοστό συμμετέχοντας σε αύξηση κεφαλαίου. Προϋπόθεση βέβαια θα είναι η παραίτηση των παλαιών μετόχων από το δικαίωμα προτίμησης ή ο έγκυρος αποκλεισμός τους.

B). *Συγχώνευση.* Κατεξοχήν τρόπος εταιρικού δικαίου για μεταβίβαση επιχειρήσεων είναι η συγχώνευση, κορυφαία μορφή καθολικής διαδοχής στις εταιρείες. Η συγχώνευση είναι ένας αποτελεσματικός και σχετικά οικονομικός τρόπος για να περιέλθει ο έλεγχος μιας επιχείρησης σε κάποια άλλη.

Γ). *Άλλες μορφές εξαγοράς που θυμίζουν συγχώνευση.* Η εξαγορά του ενεργητικού και παθητικού εταιρείας από μια άλλη, με την έννοια ότι η τελευταία λύεται, χωρίς να λάβει αντίτιμο της μεταβίβασης, διότι το τελευταίο αποδίδεται στους μετόχους της, που έτσι χάνουν τα μετοχικά τους δικαιώματα. Ένας άλλος τρόπος που λειτουργεί ως συγχώνευση είναι η αποκαλούμενη μη γνήσια συγχώνευση («unechte Fusion»), έννοια γειτονική της «καταχρηστικής»

συγχώνευσης, δηλ. της μη προβλεπόμενης από το νόμο συγχώνευσης διαφορετικού τύπου εταιρειών. Ως μη γνήσια συγχώνευση ορίζεται η απόκτηση της εταιρικής επιχείρησης από την εξαγοράζουσα εταιρεία, έναντι μετρητών ή - και αυτό είναι πιο ενδιαφέρον - μετοχών της εξαγοράζουσας. Στη συνέχεια η εξαγορασθείσα εταιρεία λύεται και κατά την εκκαθάριση τα μετρητά ή και οι μετοχές διανέμονται στους μετόχους, έτσι ώστε τελικά, αν διανέμονται μετοχές, οι μέτοχοι της εξαγορασθείσας εταιρείας να γίνουν μέτοχοι της αγοράστριας, αποτέλεσμα όμοιο με την συγχώνευση με απορρόφηση.

Δ). *Διάσπαση*. Μορφή αντίστροφης συγχώνευσης, ταυτόχρονα όμως απόκτησης επιχείρησης, είναι η διάσπαση, όπου μια εταιρεία διαιρείται σε περισσότερες («division», «split-up»). Σε πολλά σημεία η τεχνική είναι η ίδια με τη συγχώνευση, μάλιστα η διάσπαση μπορεί να σημαίνει όχι μόνο δημιουργία νέων εταιρειών, αλλά και απορρόφηση της περιουσίας της διασπώμενης από υφιστάμενες εταιρείες. Περιορισμένη (μέχρι 10% των νέων μετοχών) είναι η δυνατότητα παροχής στους μετόχους μετρητών («Spli-off»). Η διάσπαση καταλήγει σε αυτονόμηση μονάδων, που μπορούν στη συνέχεια να μεταβιβασθούν, να συγχωνευθούν με άλλες εταιρείες ή και να διασπαρθούν παραπέρα.

Ε). *Απόκτηση με τρυφερή προσφορά (tender offer)*. Η απόκτηση με τρυφερή προσφορά (tender offer), και μάλιστα συνήθως «εχθρική», είναι μια νομική τεχνική που έχει δημιουργήσει σχολή, έχει υπάρξει ιστορία επικών εξαγορών στην Αμερική και την Ευρώπη. Πρόκειται για δημόσια πρόταση κάποιου για απόκτηση μετοχών της εταιρείας-στόχου έναντι μετρητών ή μετοχών, συνήθως της προτείνουσας εταιρείας. Την επιτυχή δημόσια πρόταση μπορεί να ακολουθήσει συγχώνευση της εταιρείας-στόχου με τη εταιρεία που την εξαγόρασε.

Θα μπορούσε να διερωτηθεί κανείς γιατί η περίπτωση της δημόσιας πρότασης υπάγεται στα μέσα εταιρικού δικαίου, μολονότι και εδώ η απόκτηση του ελέγχου

γίνεται διαμέσου μεταβίβασης μετοχών, και μάλιστα εξωχρηματιστηριακής, πράξη που παραπάνω υπήχθη στις μεθόδους εξαγοράς με μέσα ενοχικού δικαίου. Η διαφορά ωστόσο των δύο μεθόδων είναι σημαντική, διότι στην περίπτωση της δημόσιας εξαγοράς θέμα ευθύνης για ελαττώματα της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, που να βαρύνει τους (πολλούς) μεταβιβάζοντες μετόχους, δεν μπορεί να τεθεί [11].

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ



### Βιβλιογραφία Κεφαλαίου 3

1. Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson, Modern Corporate Finance Theory and Practice, Second edition, σελ. 556 – 557
2. Περράκης Ευάγγελος, Εξαγορά επιχειρήσεων 10<sup>ο</sup> Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκουλα, 2001, σελ. 21 - 24
3. David R. Fred, Strategic Management, Prentice Hall, 8<sup>th</sup> edition, σελ. 184 – 185
4. Περράκης Ευάγγελος, ο.π. σελ. 35
5. Milgrom Paul – Roberts Jhon, Economics, Organization & Management, Prentice Hall International, 1992, σελ 485
6. Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson, ο.π. σελ. 565
7. Γιαννάτος Γεώργιος, Strategic Planning, Εκδόσεις Τεκδοτική, 2002, Αθήνα, σελ. 3.16 – 3.17
8. David R. Fred, ο.π.σελ. 178
9. Δρ.Κιόχος Α. Πέτρος – Δρ Παπανικολάου Γεώργιος, Προγραμματισμός Δράσεως Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Αθήνα, σελ 200 – 202
10. Miller Alex, Strategic Management, McGraw Hill, Third Edition, σελ 252 – 254
11. Περράκης Ευάγγελος, ο.π. σελ. 29 – 34

## Κεφάλαιο 4 - Λόγοι Πραγματοποίησης Στρατηγικής Διαποίκισης μέσω Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

### 4.1. Εισαγωγή

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους μια επιχείρηση ενδέχεται να επιθυμεί τη συγχώνευση. Οι λόγοι αυτοί μπορεί να ομαδοποιηθούν σε δύο βασικές κατηγορίες: τα κίνητρα του αγοραστή και τα κίνητρα του πωλητή

### 4.2. Κίνητρα του Πωλητή

#### 4.2.1. Εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας (*economies of scale*)

*και των οικονομιών φάσματος (economies of scope)*

Πρόκειται για αύξηση της αποδοτικότητας και της δυνατότητας πραγματοποίησης κερδών, ειδικά όταν με τη συγχώνευση δύο επιχειρήσεων εμφανίζονται τα αποτελέσματα της συνέργιας. Συνέργια έχουμε, ως αποτέλεσμα μιας συγχώνευσης, όταν η νέα δημιουργηθείσα επιχείρηση μπορεί να λειτουργήσει περισσότερο αποδοτικά (π.χ. με μικρότερο κόστος) ή και περισσότερο αποτελεσματικά (π.χ. με την καλύτερη κατανομή και αποτελεσματικότερο συνδυασμό των πόρων των συγχωνευθέντων επιχειρήσεων, δεδομένων των περιορισμών του περιβάλλοντος) [1]. Οι συνέργιες περιλαμβάνουν τη μείωση του κόστους ως αποτέλεσμα της εκμετάλλευσης οικονομιών κλίμακας (*economies of scale*) και οικονομιών φάσματος (*economies of scope*), τη μείωση των συνολικών δαπανών και την αύξηση των συνολικών πωλήσεων. Οι οικονομίες κλίμακας αναφέρονται στη δυνατότητα της νέας επιχείρησης που προέρχεται από τη συνένωση των ξεχωριστών εταιρειών να επιμερίσει το σταθερό κόστος της παραγωγικής διαδικασίας σε μεγαλύτερο αριθμό μονάδων παραγωγής. Οι

οικονομίες φάσματος αναφέρονται στη μείωση του κόστους παραγωγής από την προσθήκη συναφών παραγωγικών διαδικασιών (π.χ. μια τράπεζα επεκτείνεται μέσω εξαγοράς σε αμοιβαία κεφάλαια) λόγω χρησιμοποίησης της ίδιας τεχνολογίας και του ίδιου δικτύου διανομής και για τις δύο επιχειρήσεις.

Η μείωση των συνολικών δαπανών προέρχεται από τη μείωση των θέσεων εργασίας, των εγκαταστάσεων και άλλων σχετικών δαπανών που δεν χρειάζονται πια. Η αύξηση των πωλήσεων συνήθως προέρχεται από τη συμπληρωματικότητα των δικτύων διανομής των επιχειρήσεων που συνενώνονται με αποτέλεσμα οι συνολικές πωλήσεις να είναι μεγαλύτερες από το άθροισμα των πωλήσεων των ξεχωριστών επιχειρήσεων [2].

#### *4.2.2. Αύξηση μεριδίου αγοράς*

Για μπορεί μια επιχείρηση να αντιμετωπίζει με σιγουριά τους ανταγωνιστές της τόσο στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό, συχνά προσπαθεί να αυξήσει το μερίδιο της στην αγορά μια και με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται η δύναμή της, λόγω του μεγαλύτερου μεγέθους της προκύπτουσας επιχείρησης

Έτσι, μια συγχώνευση μπορεί να δημιουργήσει ή να προσθέσει στρατηγικά πλεονεκτήματα καθώς και ξεχωριστές ικανότητες. Ο συνήθης τρόπος είναι να μειώσει τον ανταγωνισμό, να αυξήσει το μερίδιο αγοράς και να αυξήσει τις τιμές μέσω της εξαγοράς ενός άμεσου ανταγωνιστή. Στο Λονδίνο υπήρχαν δύο απογευματινές εφημερίδες η Evening Standard και η Evening News. Η Evening Standard εξαγόρασε την Evening News, η οποία αμέσως σταμάτησε να κυκλοφορεί και μέσα σε λίγες μέρες η τιμή της Evening Standard αυξήθηκε από τις 15p στις 20p [3].

Ένας άλλος ακόμη λόγος για συγχώνευση είναι τα οικονομικά οφέλη που προκύπτουν από το λιγότερο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Ένα τυπικό

παράδειγμα συγχώνευσης τέτοιου είδους έχουμε όταν μια από τις ισχυρότερες επιχειρήσεις ενός κλάδου, εξαγοράζει έναν από τους μεγαλύτερους ανταγωνιστές της. Τέτοια παραδείγματα συναντούμε συχνά στο κλάδο της αυτοκινητοβιομηχανίας και της αεροπλοΐας κ.α. Ειδικοί νόμοι εφαρμόστηκαν στις Η.Π.Α. και σε άλλες χώρες για να ελέγξουν οριζόντιες συγχωνεύσεις, που μειώνουν τον ανταγωνισμό στην αγορά. Υποστηρίζεται, ότι επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους μπορούν να ελέγξουν την αγορά με τέτοιο τρόπο, ώστε οι τιμές να είναι υψηλότερες και οι προσφερόμενες υπηρεσίες χαμηλότερης ποιότητας απ' ότι θα ήταν σε μια ανταγωνιστική αγορά. Η εφαρμογή τέτοιων νόμων δεν είναι 100% αποτελεσματική και έτσι η μείωση του ανταγωνισμού εξακολουθεί να αποτελεί ένα πιθανό κίνητρο για συγχωνεύσεις [4].

#### *4.2.3. Υπέρβαση εμποδίων εισόδου*

Πολλές φορές μια επιχείρηση στην προσπάθειά της να εισέλθει σε μια νέα για αυτήν αγορά χρειάζεται να αντιμετωπίσει κάποια εμπόδια εισόδου. Τέτοια εμπόδια μπορεί να είναι για παράδειγμα, τα πολύ μεγάλα ποσα που θα πρέπει να δαπανήσει η επιχείρηση σε εγκαταστάσεις, τεχνογνωσία, διαφήμιση και προωθητικές ενέργειες, έτσι ώστε να αντιμετωπίσει τον ήδη υπάρχοντα ανταγωνισμό και να παρέχει τα προϊόντα της σε ανταγωνιστικές τιμές.

Προχωρώντας σε μια συγχώνευση ή εξαγορά με μια επιχείρηση που ήδη κατέχει μερίδιο στην αγορά – στόχο, αποκτά γνώση της αγοράς, δίκτυα διανομής, πρόσβαση σε πρώτες ύλες, ιδιόκτητη τεχνολογία παραγωγής κ.α. Όσο πιο πολλά είναι τα εμπόδια εισόδου, τόσο οι επιχειρήσεις θα βλέπουν τις συγχωνεύσεις και οι εξαγορές ως διέξοδο. Παραδείγματα εμποδίων εισόδου είναι τα ακόλουθα:

- Τα αναγκαία κεφάλαια που απαιτούνται για να μπορέσει μια επιχείρηση να λειτουργήσει ανταγωνιστικά σε μια νέα αγορά, όχι μόνο σε επενδύσεις σε μηχανήματα και εγκαταστάσεις αλλά και σε αποθέματα, τις

δραστηριότητες του μάρκετινγκ και άλλες κρίσιμες επιχειρηματικές λειτουργίες. Αυτές οι απαιτήσεις σε κεφάλαια δημιουργούν φραγμούς εισόδου για την νεο-εισερχόμενη επιχείρηση. Ακόμη, οι επενδύσεις μπορεί να μην αποδώσουν καρπούς άμεσα, αλλά σε βάθος χρόνου όπως είναι οι επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη.

- Η διαφοροποίηση του προϊόντος είναι ακόμη ένας παράγοντας που περιορίζει την είσοδο σε έναν κλάδο. Ως διαφοροποίηση προϊόντος εννοούνται οι διαφορές που καθιστούν ένα προϊόν ιδιαίτερο ή μοναδικό στους αγοραστές.
- Μειονεκτήματα Κόστους ανεξάρτητα από το Μέγεθος: Σε ορισμένες περιπτώσεις υφιστάμενοι ανταγωνιστές διαθέτουν πλεονεκτήματα κόστους που οι νεο-εισερχόμενοι δεν είναι σε θέση να τα αντιγράψουν. ( π.χ. η ιδιόκτητη τεχνολογία παραγωγής, η πρόσβαση σε πρώτες ύλες, η ευνοϊκή τοποθεσία και οι κυβερνητικές επιχορηγήσεις).
- Η μη διαθεσιμότητα καναλιών διανομής είναι ένα ακόμη εμπόδιο εισόδου που αντιμετωπίζουν οι νεο-εισερχόμενες σε μια αγορά επιχειρήσεις. Δεν αρκεί για μια επιχείρηση να παράγει ένα ανταγωνιστικό προϊόν αλλά θα πρέπει ταυτόχρονα να φτάσει το προϊόν στον πιθανό αγοραστή. Πολλές φορές, οι υπάρχουσες επιχειρήσεις μπορούν να επηρεάζουν σημαντικά τα κανάλια διανομής καθυστερώντας ή παρακωλύοντας την είσοδο νέων επιχειρήσεων
- Κυβερνητική Πολιτική: ο ρόλος της κυβέρνησης στις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι βαρυσήμαντος. Η κυβέρνηση μπορεί να περιορίσει ή ακόμη και να εμποδίσει την είσοδο νέων επιχειρήσεων σε διάφορους κλάδους. Μέσω αδειών και διαφόρων απαιτήσεων, οι κυβερνήσεις μπορούν να ελέγχουν την είσοδο σε διάφορους κλάδους [5].

#### *4.2.4. Μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων*

Μια καινοτομία ενέχει πάντα υψηλό κίνδυνο, επειδή χρειάζεται σημαντικό χρονικό διάστημα μέχρι να αποδώσει και να αποφέρει ουσιαστικά κέρδη σε μία επιχείρηση. Γι' αυτό τα στελέχη συχνά προτιμούν να πληρώσουν κάτι παραπάνω για την εξαγορά μιας επιχείρησης, έτσι ώστε να αποφύγουν τον κίνδυνο μιας εκ νέου παραγωγής προϊόντος και την ανάγκη, στη συνέχεια, να προωθήσουν τις πωλήσεις του. Εξάλλου, τα αποτελέσματα μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς μπορούν να υπολογιστούν πιο εύκολα μέσα από την ανάλυση των ιστορικών αρχείων και των λογιστικών καταστάσεων της επιχείρησης-στόχου, αλλά και με τις προβλέψεις που μπορούν να γίνουν σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία της νέας εταιρείας.

Οι εξαγορές πολλές φορές υποκαθιστούν την ανάγκη της επιχείρησης για καινοτομία μια και πολλές φορές η επιχείρηση διαθέτει περιορισμένους πόρους, τους οποίους δε διατίθεται εύκολα να επενδύσει για την ανάπτυξη νέου προϊόντος. Η εναλλακτική στρατηγική της συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι για την επιχείρηση πιο ακίνδυνη. Εξάλλου, η ίδια η επιχείρηση-στόχος μπορεί να έχει πρόσβαση σε φθηνότερες και περισσότερες πηγές από την επιχείρηση-αγοραστή με τις οποίες θα μειωθεί σημαντικά το κόστος παραγωγής των προϊόντων [6].

#### *4.2.5. Ικανοποίηση προσωπικών επιδιώξεων των διευθυντικών στελεχών*

Αρκετές φορές αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών δεν είναι πάντοτε συμβατές με τα συμφέροντα των μετόχων, αλλά απορρέουν από την επιδίωξή τους να αποκομίσουν προσωπικές ωφέλειες (π.χ. υψηλότερες αμοιβές, εάν αυτές συνδέονται με το μέγεθος των πωλήσεων, κύρος, κ.λπ.) από τη δημιουργία μεγάλων επιχειρηματικών ομίλων.

Τα εμπειρικά πορίσματα από αρκετές μελέτες στηρίζουν την άποψη πως μερικές εξαγορές υποκινούνται από κριτήρια άσχετα με τη μεγιστοποίηση της αξίας της

επιχείρησης, ιδιαίτερα όταν δεν παρέχονται στα διευθυντικά στελέχη κίνητρα μεγιστοποίησης της επιχειρηματικής αξίας. Αντίθετα, οι σχετικές μελέτες φανερώνουν πως οι εξαγορές είναι επικερδείς για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις όταν παρέχονται στα διευθυντικά στελέχη κίνητρα για μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας [7].

Σε έναν τέλειο κόσμο, θα ήταν αναμενόμενο, τα διευθυντικά στελέχη να λειτουργούν ακριβώς όπως θέλουν οι μέτοχοι της επιχείρησης. Με άλλα λόγια τα στελέχη θα μεγιστοποιούσαν τον πλούτο των μετόχων και μέσω της επίδοσής τους αυτής, θα θεωρούνταν πετυχημένοι. Στην πραγματικότητα όμως, είναι δύσκολο για τους μετόχους μιας μεγάλης επιχείρησης να αξιολογήσουν την επίδοση των διευθυντικών στελεχών, να τους επιβραβεύσουν με βάση την απόδοσή τους ή να επιλέξουν νέα στελέχη με βάση παλαιότερες επιδόσεις τους. Έτσι πρακτικά, τα διευθυντικά στελέχη των μεγάλων επιχειρήσεων έχουν το κίνητρο - και συχνά τους επιτρέπεται – να επιδιώξουν στόχους διαφορετικούς από τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Τα στελέχη, στους οποίους έχουν εμπιστευτεί οι μέτοχοι τα στοιχεία του ενεργητικού της εταιρείας, συχνά θα προσπαθήσουν να τα εκμεταλλευτούν προς ίδιον όφελος, ακόμα και αν με αυτόν τον τρόπο βλάπτουν τα συμφέροντα των μετόχων (agency theory).

Υπάρχει ένα ξεκάθαρο κίνητρο για τα στελέχη να θέλουν η δική τους επιχείρηση να εξαγοράζει άλλες εταιρείες. Επειδή συνήθως η ομάδα των στελεχών της αποκτούσας επιχείρησης διοικεί και την επιχείρηση-στόχο, η συγχώνευση λειτουργεί σαν ένα είδος προαγωγής γι' αυτούς, μια και αυξάνονται οι διευθυντικές τους ευθύνες. Τα στελέχη συγχωνευμένων επιχειρήσεων, απολαμβάνουν συχνά μεγαλύτερες αμοιβές, μεγαλύτερο κύρος, περισσότερη δύναμη καθώς και την ικανοποίηση ότι ανεβαίνουν την επιχειρηματική κλίμακα.

Από την άλλη, τα στελέχη της αποκτούμενης επιχείρησης συνήθως χάνουν σε κύρος και δύναμη. Εάν η εξαγορά είναι εχθρική, τα στελέχη της αποκτούμενης επιχείρησης μπορούν να ελπίζουν στην καλύτερη περίπτωση σε ένα χρυσό

αλεξίπτωτο (golden parachute) που θα τους διασφαλίσει οικονομικά οφέλη αλλά όχι προοπτικές επαγγελματικής εξέλιξης. Εάν η εξαγορά είναι φιλική, τότε υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να παραμείνουν στην θέση τους ή τουλάχιστον να λάβουν ένα ιδιαίτερα γενναιοδωρο πακέτο αποζημίωσης.

Στη μάχη για τον επιχειρηματικό έλεγχο, τα στελέχη των μεγάλων επιχειρήσεων μάχονται για να είναι η δική τους εταιρεία η αποκτούσα και όχι η εξαγοραζόμενη. Τα στελέχη συχνά αντιλαμβάνονται ότι η εξαγορά είναι αναπόφευκτη και αρχίζουν να ψάχνουν για την καλύτερη δυνατή συμφωνία. Οι συγχωνεύσεις που προκύπτουν είναι συνήθως φιλικές, και τα οφέλη της συγχώνευσης τα μοιράζονται οι δύο ομάδες στελεχών και όχι τα στελέχη της επιχείρησης [8].

Τέλος, συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορεί να συμβούν, επειδή οι μάνατζερ που προτιμούν η επιχείρησή τους να παραμείνει ανεξάρτητη, πιστεύουν, ότι μπορούν να μειώσουν την πιθανότητα να εξαγοραστεί η επιχείρησή τους από μια άλλη αν μεγαλώσουν το μέγεθος της, προχωρώντας αυτοί σε συγχωνεύσεις με άλλες επιχειρήσεις μικρότερου, ή ίδιου μεγέθους [9].

#### *4.2.6. Εκμετάλλευση φορολογικών πλεονεκτημάτων*

Μια συγχώνευση μπορεί να παρέχει μια μέθοδο σε μια εταιρεία για να χρησιμοποιήσει τις απώλειές της για να αντισταθμίσει τα κέρδη και τις πιθανές φορολογικές ευθύνες μιας άλλης. Κατά συνέπεια, πάλι, η αξία του συνδυασμού των εταιρειών θα ήταν μεγαλύτερη από την αξία τους μεμονωμένα. Αυτός ο ειδικός τύπος σύμπραξης θα οφειλόταν στην πραγματικότητα σε μια μεταφορά του πλούτου από την κυβέρνηση μέσω των μειωμένων συνολικών φόρων [10].

Ορισμένες εξαγορές ή συγχωνεύσεις ενίοτε υπαγορεύονται από φορολογικά κίνητρα που παρέχονται στις περιπτώσεις αυτές. Έτσι, ανάλογα και με τους νόμους που ισχύουν σε κάθε χώρα, μια εταιρεία μπορεί να εκμεταλλευθεί τις συσσωρευμένες ζημιές της εξαγοραζόμενης εταιρείας, ώστε να μειωθεί η



μελλοντική φορολογία ή ακόμα και να φορολογηθεί με μειωμένο συντελεστή, όπως ισχύει σε ορισμένες περιπτώσεις στην Ελλάδα [11]. Σε ορισμένες περιπτώσεις οι πωλήσεις επισπεύσθηκαν λόγω των φόρων κληρονομιάς, ενώ σε άλλες ως κίνητρο λειτούργησε το όφελός που θα αποκόμιζε ο αγοραστής από τη φορολογική εκμετάλλευση των ζημιών της εταιρείας που αγοράστηκε [12].

#### *4.2.7. Διαφορετική διοικητική αποτελεσματικότητα*

Η αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης αναφέρεται ως το κυριότερο κίνητρο των εχθρικών (hostile) εξαγορών. Το βασικό επιχείρημα εδώ είναι πως τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης έχουν καλύτερη λειτουργική απόδοση υπό τη διεύθυνση της νέας διευθυντικής ομάδας (management) [13].

Υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις πως οι εξαγορές βελτιώνουν την απόδοση των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων με την αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης. Συγκεκριμένα, όπως προκύπτει από την ανάλυση των χρηματιστηριακών τιμών, οι κεφαλαιαγορές ανταμείβουν καλο-διοικούμενες επιχειρήσεις που εξαγοράζουν κακο-διοικούμενες επιχειρήσεις, αλλά όχι κακο-διοικούμενες επιχειρήσεις που εξαγοράζουν καλο-διοικούμενες επιχειρήσεις.

#### *4.2.8. Η αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα*

Χαμηλότερα έξοδα δανειοδότησης ή αύξησης κεφαλαίου. Όταν αυξάνεται το μέγεθος των εταιρειών, συνήθως μειώνεται το επιτόκιο δανεισμού. Αυτό γίνεται, επειδή οι τράπεζες αισθάνονται πιο ασφαλείς όταν τα δάνειά τους έχουν ως εγγύηση την περιουσία της νέας, μεγαλύτερης εταιρείας. Πάντως, η τακτική αυτή κατακρίνεται, δεδομένου ότι οι μέτοχοι της μίας εταιρείας βρίσκονται μετά τη συγχώνευση στη δυσάρεστη θέση να εγγυώνται και για τα δάνεια της άλλης εταιρείας. Επίσης, για τις μεγάλες εταιρείες είναι πιο εύκολη η αύξηση κεφαλαίου,

επειδή έχουν ένα μέγεθος που μπορεί να προσελκύει θεσμικούς επενδυτές και επενδυτές από το εξωτερικό [14].

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Σε τέτοιες περιπτώσεις είναι δυνατή η αύξηση της πιστοληπτικής ικανότητας, η βελτίωση της ρευστότητας, η αναδιάρθρωση των κεφαλαίων, η αύξηση του γοήτρου στην αγορά κεφαλαίων και δημιουργία δυνατότητας εκδόσεως νέων μετοχών με δημόσια εγγραφή, καλύτερη εκμετάλλευση (αξιοποίηση) του κεφαλαίου κινήσεως (αποθέματα, εισπρακτέοι λογαριασμοί, διαθέσιμα κ.λ.π.) [15].

#### *4.2.9. Αγοραίες αξίες και κόστος αντικατάστασης*

Ένας ακόμη λόγος για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων είναι η έντονη και απότομη μείωση του λόγου αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών. Έτσι για την αύξηση του παραγωγικού δυναμικού που αφορά σε μια συγκεκριμένη δραστηριότητα, η εξαγορά μιας εταιρείας είναι λιγότερο δαπανηρή από τη δημιουργία νέων παραγωγικών εγκαταστάσεων. Η μείωση του λόγου αγοραίας αξίας προς τρέχον κόστος αντικατάστασης μπορεί να αποδοθεί είτε στη μείωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων είτε στην αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου που χρησιμοποιείται για την κεφαλαιοποίηση των κερδών σε αγοραίες αξίες. Ανεξάρτητα πάντως από το αν έχει μειωθεί η αποδοτικότητα, αν έχουν αυξηθεί τα ασφάλιστα του κινδύνου ή αν πρόκειται για κάποιον συνδυασμό των δύο αυτών παραγόντων, υπάρχει λιγότερη διαφωνία σχετικά με το αποτέλεσμα. Κατά τις πληθωριστικές περιόδους, παρατηρείται μετατόπιση του λόγου των αγοραίων αξιών προς τις αξίες αντικατάστασης. Ο λόγος αυτός ονομάζεται δείκτης  $q$  του Tobin (Tobin's  $q$  ratio). Φυσικά το κύριο αίτιο για τη μεταβολή του δείκτη είναι οι μεταβολές των αγοραίων αξιών στον αριθμητή. Η κάμψη του δείκτη  $q$  θα μπορούσε να οφείλεται είτε σε μείωση του πραγματικού περιθωρίου κέρδους, είτε σε αύξηση των απαιτούμενων αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων, είτε τέλος

σε κάποιο συνδυασμό των δύο που ενδέχεται να έκανε την εμφάνιση του κατά την τελευταία περίοδο έξαρσης του πληθωρισμού [16].

#### *4.2.10. Απόκτηση ανθρωπίνου δυναμικού*

Οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν μεγάλα οικονομικά μεγέθη συνήθως σε επίπεδο παραγωγής, πωλήσεων και κερδών, εξαγοράζουν τη διοίκηση μικρότερων εταιρειών προσπαθώντας να μεταφέρουν την τεχνογνωσία που έχει αναπτυχθεί σε αυτές τις μικρότερες εταιρείες (όπως το στελεχιακό τους δυναμικό) προς τις μεγαλύτερες. Με αυτόν τον τρόπο ουσιαστικά εκμεταλλεύονται το λεγόμενο «team capital» της μικρότερης επιχείρησης (εξαγοράζοντας ουσιαστικά ολόκληρο το μάνατζμεντ και το προσωπικό της), ως αποτέλεσμα της μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας που εμφανίζει η μικρότερη επιχείρηση σε επίπεδα ευελιξίας, επικοινωνίας και εξειδίκευσης σε διάφορους τομείς [17].

#### *4.3. Κίνητρα Πωλητή*

Επίσης τα κίνητρα του πωλητή για συγχώνευση είναι:

- Η αύξηση της αξίας των μετοχών των ιδιοκτητών καθώς και αύξηση των επενδύσεων στην επιχείρηση.
- Η αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης με τη χρησιμοποίηση περισσότερων πόρων.
- Η απόκτηση πόρων για τη σταθεροποίηση των λειτουργιών και βελτίωση της αποδοτικότητας.
- Φορολογικοί λόγοι. Π.χ. εάν μια επιχείρηση ανήκει σε μία οικογένεια ή σε ένα άτομο, η συγχώνευση μπορεί να διευκολύνει την επιχείρηση ή το άτομο στο χειρισμό των προβλημάτων που ανακύπτουν από τη φορολογία των περιουσιακών στοιχείων.
- Η διαφοροποίηση της οικογενειακής ιδιοκτησίας σε νέες δραστηριότητες.

- Η διευκόλυνση στο χειρισμό των προβλημάτων που αφορούν στην ανώτατη διοίκηση, όπως π.χ. το πρόβλημα της διαδοχής της διοίκησης όταν η επιχείρηση ανήκει σε ένα άτομο (επιχειρηματία), ή το πρόβλημα διαφωνίας μεταξύ ανωτάτων διευθυντικών στελεχών [18].

Συνοψίζοντας, το κρίσιμο ερώτημα για έναν επιχειρηματία είναι: πότε η ανάπτυξη της επιχείρησης διενεργείται μέσω εξαγορών και πότε μέσω της ίδρυσης νέων μονάδων;

Για την απάντηση του παραπάνω ερωτήματος χρησιμοποιείται η θεωρία του κόστους των εναλλακτικών επιλογών (opportunity cost - κόστος ευκαιρίας) ή με άλλα λόγια της ανάλυσης κόστους-ωφέλειας που αυτές συνεπάγονται. Πολιτικές εξωτερικής ανάπτυξης επιλέγονται όταν η εφαρμογή τους υπόσχεται στην επιχείρηση μεγαλύτερα οφέλη (μικρότερο κόστος) απ' ό,τι οι πολιτικές εσωτερικής ανάπτυξης.

Τα σημαντικότερα οφέλη συνοψίζονται ως:

α) αποφυγή του υψηλού κόστους ίδρυσης και ανάπτυξης μιας νέας μονάδας σε συνδυασμό με τις τριβές που συνήθως απαιτούνται στις πρώτες φάσεις της λειτουργίας της (π.χ. λόγω έλλειψης τεχνογνωσίας των νέων αγορών / προϊόντων, ή λόγω της ύπαρξης φυσικών και νομικών εμποδίων εισόδου σε ξένες αγορές)

β) αποφυγή της όξυνσης του ανταγωνισμού και κατ' επέκταση της μείωσης της αποδοτικότητας που δημιουργεί η αύξηση του αριθμού των ανταγωνιζομένων επιχειρήσεων μέσω της προσθήκης μιας νέας μονάδας στην αγορά

γ) αξιοποίηση του έτοιμου παραγωγικού, τεχνολογικού και εμπορικού δικτύου της εξαγοραζομένης επιχείρησης.

Η επιλογή των συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν έχει μόνο πλεονεκτήματα και δεν είναι πάντα συνυφασμένη μ' ένα χαμηλότερο επίπεδο επιχειρηματικού κινδύνου σε σύγκριση με την πολιτική ίδρυσης νέων μονάδων. Ορισμένες φορές οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επιφέρουν ανεπιθύμητα αποτελέσματα, (ειδικότερα όταν ο αγοραστής αδυνατεί να αφομοιώσει μια μεγαλύτερη και πολύπλοκη οργανωτική διάρθρωση), με αποτέλεσμα να προκαλούνται σημαντικές επιπλοκές και διακυμάνσεις στην επιχειρηματική λειτουργία και συμπεριφορά. Συνεπώς, σε κάθε πολιτική εξαγοράς θα πρέπει να αξιολογούνται οι ωφέλειες και οι κίνδυνοι που αυτή συνεπάγεται.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

#### Βιβλιογραφία Κεφαλαίου 4

1. Δρ.Κιόχος Α. Πέτρος – Δρ Παπανικολάου Γεώργιος, Προγραμματισμός Δράσεως Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Αθήνα, σελ. 196-197
2. Τραυλός Γ. Νικόλαος, "Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: διεθνείς εμπειρίες και ελληνικές προοπτικές", Τάσεις – Ειδική ετήσια έκδοση, 2000, σελ. 182
3. Kay John, Foundations of Corporate Success, Oxford Press, 1993, σελ. 145
4. Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson, Modern Corporate Finance Theory and Practice, Second edition, σελ. 560
5. Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος, Στρατηγικό Μάνατζμεντ, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2004, σελ 96 - 97
6. Παπαδάκης Μ. Βασίλης, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής εμπειρία, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, 1999, σελ. 347
7. Τραυλός Γ. Νικόλαος, ο.π. σελ. 183
8. Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson, ο.π. σελ. 563 – 564
9. Gordon Gary – Kahl Matthias – Rosen Richard, Eat or Be Eaten: A theory of mergers and merger waves, April 2005, σελ 2
10. Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson, ο.π. σελ. 561

11. Ανοικτο MBA, 'Χτιζοντας έναν όμιλο επιχειρήσεων', Τα Νεα, 7/11/2005, σελ. Ν74
12. Weston J Fred – Brigham F Eugene, Βασικές Αρχές της χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, 1986, σελ. 761
13. Τραυλός Γ. Νικόλαος, ο.π. σελ 182
14. Ανοικτο MBA, ο.π. σελ. Ν75
15. Σαρσεντης Ν. Β., Επιχειρησιακή Στρατηγική και Πολιτική, 1996, σελ. 188
16. Weston J Fred – Brigham F Eugene ο.π. σελ 760
17. Παπαδόπουλος Δημήτριος, "Οι κυριότεροι τυποί των επιχειρηματικών συμπράξεων", Το Βήμα, 19/12/1999, σελ. Ι22
18. Δρ.Κιόχος Α. Πέτρος – Δρ Παπανικολάου Γεώργιος ο.π. σελ. 197 – 198

## **Κεφάλαιο 5 – Λόγοι αποτυχίας και τροποί εξασφάλισης επιτυχίας Εξαγορών και Συγχωνεύσεων**

### *5.1. Εισαγωγή*

Παρά το μακρινό παρελθόν των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο και τη συσσωρευμένη εμπειρία που έχει δημιουργηθεί, ακόμη και σήμερα η επιτυχία μιας τέτοιας επιχειρηματικής κίνησης δεν μπορεί να θεωρείται δεδομένη και ακίνδυνη καθώς επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, τόσο εσωτερικούς όσο και εξωτερικούς ως προς το περιβάλλον της επιχείρησης. Είναι πιθανόν αρκετοί από αυτούς τους παράγοντες που ρυθμίζουν όχι μόνο το θεσμικό αλλά και το λειτουργικό πλαίσιο μιας εξαγοράς και συγχώνευσης να βρίσκονται εκτός ελέγχου ή αρμοδιότητας της ενδιαφερόμενης ή συμβαλλόμενης επιχείρησης.

### *5.2. Αποτελέσματα συγχωνεύσεων και εξαγορών*

Παρά το γεγονός ότι τα ποσοστά επιτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων διαφέρουν από οικονομία σε οικονομία ή από μελέτη σε μελέτη (χωρίς βέβαια να εξαιρούνται οι περιπτώσεις που αφορούν κινήσεις μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικών χωρών), όλες οι αναφορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα μεγάλο ποσοστό των εξαγορών και συγχωνεύσεων, της τάξεως άνω του 50%, δεν επιτυγχάνει τους ουσιαστικούς στόχους (όπως οικονομίες κλίμακας, έλεγχος λειτουργικού κόστους κτλ.) που είχαν τεθεί εξαρχής. Με άλλα λόγια, πέρα από την επίτευξη του μεγάλου οικονομικού μεγέθους μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων, σε επίπεδο υλοποίησης λειτουργικών αποτελεσμάτων παρατηρείται μια υψηλού βαθμού δυσκολία, καθώς αναμφίβολα απαιτείται μεγάλο χρονικό διάστημα προκειμένου να συντονιστούν οι ως τότε χωριστές επιχειρήσεις σε μία ενιαία οντότητα.

Τα προβλήματα για την ομαλή ολοκλήρωση μιας εξαγοράς και συγχώνευσης δεν είναι μόνο θεσμικά, οικονομικά ή λειτουργικά. Ο ανθρώπινος παράγοντας, οι



ομάδες διαχείρισης και διοίκησης των προς εξαγορά και συγχώνευση επιχειρήσεων, ο βαθμός συγγένειας στις κουλτούρες και στις φιλοσοφίες μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, οι συνθήκες που επικρατούν στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, αλλά και οι ενδεχόμενες εσωτερικές αδυναμίες που υφίστανται στο μικροοικονομικό περιβάλλον της εκάστοτε επιχείρησης, είναι ικανά να αποτελέσουν ζητήματα καθοριστικής σημασίας για την επιτυχία των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Συνήθως για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα πριν από την επίσημη υλοποίηση μιας συμφωνίας οι μέτοχοι των εταιρειών που εξαγοράζονται υφίστανται αρνητικές αποδόσεις, καθώς οι εν λόγω εταιρείες δεν διακρίνονται από ευνοϊκές προοπτικές, με αποτέλεσμα να κινούνται στο περιθώριο της χρηματιστηριακής αγοράς. Για παράδειγμα, η απόδοση της τιμής της μετοχής της προς εξαγορά επιχείρησης κινείται κατά μέσο όρο κάτω από τη μέση απόδοση της αγοράς.

Η μακροχρόνια απόδοση της τιμής της μετοχής της εξαγοράστριας εταιρείας πριν από την εξαγορά είναι βασικά θετική. Για παράδειγμα, οι επιτυχημένες επιχειρήσεις πολλές φορές «αναζητούν» προοπτικές για εξαγορές και συγχωνεύσεις με σκοπό τη σταθερή μεγέθυνσή τους.

Οι περισσότερες μελέτες που εξετάζουν την επίδραση μιας συγχώνευσης στους μετόχους συμφωνούν στο ότι οι μέτοχοι της επιχείρησης-στόχου κερδίζουν όταν ανακοινώνεται η συγχώνευση. Το κέρδος αυτό είναι μεγαλύτερο όταν έχουμε μη-φιλική ή εχθρική συγχώνευση αλλά είναι επίσης μεγάλο και στις φιλικές [1]. Αυτό συμβαίνει λόγω του γεγονότος ότι οι εξαγορές πολλές φορές ξεκινούν με μια φιλική πρόταση συγχώνευσης από την επιχείρηση-αγοραστή στη διοίκηση της επιχείρησης στόχου. Αν η διοίκηση απορρίψει την προσφορά, τότε η επιχείρηση-αγοραστής θα απευθυνθεί απευθείας τους μετόχους της επιχείρησης-στόχου. Η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης που αντιτίθενται στην πρόταση συγχώνευσης θα χρησιμοποιήσει μέτρα αντίθεσης στην εξαγορά (antitakeover measures). Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η εξαγοράζουσα επιχείρηση να αυξήσει

την πρόταση της το οποίο έχει ως αποτέλεσμα κατά μέσο όρο οι φιλικές συγχωνεύσεις να πραγματοποιούνται με μικρότερο premium από ότι οι μη φιλικές [2].

Αντίθετα έρευνες έχουν δείξει ότι τα κέρδη των μετόχων της εξαγοράζουσας επιχείρησης δεν είναι τόσο μεγάλα όσο της εξαγοραζόμενης και ακόμη ότι είναι μηδενικά τη στιγμή της ανακοίνωσης της συγχώνευσης [3].

Η μακροχρόνια απόδοση της τιμής των μετοχών των εταιρειών που προβαίνουν σε εξαγορές τείνει να εμφανίζεται μηδενική ως και αρνητική, καθώς το υψηλό τίμημα της εξαγοράς και ο μεγάλος χρόνος που απαιτείται για την προσαρμογή και τον συντονισμό του νέου σχήματος δρουν ανασταλτικά στη συμπεριφορά της μετοχής της εξαγοράστριας εταιρείας [4].

Συνοπτικά αναφέρεται ότι όλες οι εμπειρικές μελέτες για εξαγορές και συγχωνεύσεις στις διεθνείς αγορές καταλήγουν σε σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους των εταιρειών που εξαγοράζονται και σε συγκρατημένα ή περιορισμένα κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους των εταιρειών που εξαγοράζουν.

### *5.3. Λόγοι αποτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών*

Όπως αναφερθηκε παραπάνω, η διεθνής βιβλιογραφία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ένα μεγάλο ποσοστό των εξαγορών και συγχωνεύσεων αποτυγχάνει να πετύχει στόχους που είχαν τεθεί από τα στελέχη της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Στη συνέχεια της εργασίας θα αναφερθούν οι λόγοι (παράγοντες) που οδηγούν τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις σε αποτυχία

### 5.3.1. Μη αποτελεσματικός έλεγχος επιχείρησης - στόχου

Κάθε επιχείρηση προτού προχωρήσει σε μια συγχώνευση ή εξαγορά, περνά από έλεγχο την επιχείρηση-στόχο για να εντοπίσει και να εκτιμήσει τα οφέλη και τα αντίστοιχα κόστη που θα προκύψουν. Σε πολλές περιπτώσεις όμως οι επιχειρήσεις υπερεκτιμούν τα οφέλη που θα αποκόμιζαν από μια συγχώνευση ή εξαγορά, ή και ακόμη, υποεκτιμούν τα κόστη που απορρέουν επειδή δεν αξιολόγησαν σωστά την επιχείρηση-στόχο.

Η κινητήριος δύναμη για να προχωρήσει μια επιχείρηση σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές είναι η επίτευξη ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων, δηλαδή κάποιων ικανοτήτων που δεν κατέχουν οι ανταγωνιστές της και δεν μπορούν να αντιγράψουν. Βασική προϋπόθεση για το παραπάνω είναι ύπαρξη λειτουργικών συνεργιών ανάμεσα στις επιχειρήσεις που παίρνουν την μορφή οικονομιών κλίμακας και φάσματος, διασφάλιση μικρότερου κόστους παραγωγής, βελτίωσης δικτύου διανομής κ.τ.λ.

Η αναγνώριση ύπαρξης συνεργιών δεν είναι καθόλου εύκολη διαδικασία. Η ύπαρξη συνεργιών δεν είναι σύνηθες φαινόμενο και τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή πολλές φορές ξεγελιούνται. Αυτό έχει αποτέλεσμα, η εξαγορά ή συγχώνευση να γίνεται για λανθασμένους λόγους.

Είναι ιδιαίτερα δύσκολο για μια επιχείρηση να υπολογίσει την προβλεπόμενη αύξηση των εσόδων, διότι αυτή εξαρτάται από εξωτερικές παραμέτρους, που συχνά είναι πέρα του ελέγχου του μάνατζμεντ. Η πελατεία της εξαγορασθείσας εταιρείας για παράδειγμα, μπορεί να αντιδρά διαφορετικά σε διαφορετικές τιμές και χαρακτηριστικά προϊόντων. Κατά τον ίδιο τρόπο, οι ανταγωνιστές είναι πιθανόν να μειώσουν τις τιμές τους ή να προχωρήσουν και αυτοί σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές.

Επίσης, όσο πιο μεγάλο είναι το μέγεθος μιας επιχείρησης, τόσο περισσότερα επίπεδα ιεραρχίας είναι απαραίτητο να υπάρχουν για να επιτυγχάνεται σωστός

έλεγχος και διοίκηση, το οποίο έχει αποτέλεσμα την δημιουργία γραφειοκρατίας. Η γραφειοκρατία αυτή, αποτελεί από μόνη της σημαντική τροχοπέδη στην ανάπτυξη και την υγιή λειτουργία ενός οργανισμού.

Το πιο κατάλληλο μέγεθος για τη σωστή λειτουργία της επιχείρησης είναι συνήθως μεσαίας ή και μικρής τάξης. Μια περαιτέρω αύξηση του μεγέθους της, με την προσδοκία ότι θα λειτουργήσει ως αρωγός στη μείωση του κόστους της επιχείρησης και στην ανάπτυξη καινοτομικών προϊόντων, μπορεί να στραφεί εναντίον της επιχείρησης-αγοραστή [5].

### *5.3.2. Προβλήματα σχετικά με την ενοποίηση των επιχειρήσεων*

Η ενοποίηση δύο επιχειρήσεων είναι μια ιδιαίτερα χρονοβόρα διαδικασία με αμφίβολα αποτελέσματα. Κατά τη διαδικασία ενοποίησης έχουμε ένωση δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου. Προϋπόθεση για την επιτυχία της ενοποίησης αποτελεί η συνεργασία μεταξύ των στελεχών των δυο επιχειρήσεων.

Η σχετική βιβλιογραφία αναφέρει πολλά παραδείγματα αποτυχημένων συγχωνεύσεων και εξαγορών που οφείλονται στον ανθρώπινο παράγοντα. Ανθρώπινος παράγοντας είναι το ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και η εταιρική κουλτούρα, ή διαφορετικά το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν, συχνά ασυνείδητα, ώστε να καθοδηγούν και να διαμορφώνουν την ατομική και την εταιρική συμπεριφορά.

Επανελημμένα παρατηρείται ότι είναι δύσκολο για τις διοικήσεις των εταιρειών αυτών να αποδεχθούν την αλλαγή και την ταχύτητα λήψης αποφάσεων. Η συμπεριφορά αυτή αντιμετωπίζεται σε άτομα διοικήσεων που ίδρυσαν μια

εταιρεία ή μια οικογενειακή επιχείρηση η οποία από μικρή βιοτεχνία αναπτύχθηκε σε μια βιομηχανία, η κουλτούρα όμως της διοίκησης παρέμεινε ίδια με αυτή της διοίκησης (management) της μικρής βιοτεχνίας.

Η κουλτούρα αυτή αντιμετωπίζεται στο ελληνικό και διεθνικό επίπεδο. Ένα εντυπωσιακό παράδειγμα είναι οι πολυσυζητημένες διαφορές διοίκησης (management) μεταξύ Ιαπώνων και Αμερικανών. Αναφέρεται ότι οι Αμερικανοί επιχειρηματίες μέσα από μια συγκεντρωτική διοίκηση λαμβάνουν γρήγορες αποφάσεις, ενώ οι Ιάπωνες επιχειρηματίες λαμβάνουν αποφάσεις μέσα από ομαδικές διαδικασίες που είναι χρονοβόρες. Οι διαφορές αυτές πολλές φορές, όμως, μεγαλοποιούνται στις διάφορες συζητήσεις που θίγεται το θέμα αυτό [6].

Ο βαθμός της συμβατότητας της εταιρικής κουλτούρας καθορίζει σε μεγάλο βαθμό την επιτυχία ή αποτυχία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Είναι όμως πολύ δύσκολο να διαπιστωθεί από τα στελέχη και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μην δίνουν μεγάλη σημασία στην εταιρική κουλτούρα ή ακόμα και να την αγνοούν τελείως. Τα αρνητικά αποτελέσματα θα φανούν μετά την οριστικοποίηση της συμφωνίας και είναι τόσο καθοριστικά που μπορούν από μόνα τους να κρίνουν την τύχη της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Σε πολλές περιπτώσεις κίνητρο μιας επιχείρησης να εξαγοράσει μια άλλη, αποτελεί η πεποίθηση ότι μπορεί να χρησιμοποιήσει πιο αποδοτικά το φυσικό και ανθρώπινο κεφάλαιο της επιχείρησης-στόχου. Πιστεύει δηλαδή ότι μπορεί να διαχειριστεί πιο αποτελεσματικά τους ανθρώπινους πόρους της άλλης επιχείρησης. Η επιχείρηση-αγοραστής ασκεί πιέσεις στους υπαλλήλους και τα στελέχη της νεοαποκτηθείσας επιχείρησης, για να εναρμονίσει τον τρόπο εργασίας τους, σύμφωνα με τα πρότυπα της δικής της κουλτούρας. Αυτό όμως, έχει σημαντικές επιπτώσεις στο προσωπικό της επιχείρησης-στόχου, μια και ήδη με το άκουσμα της είδησης της εξαγοράς, επικρατεί αβεβαιότητα ανάμεσα στους εργαζομένους, που δεν γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν την θέση τους ή θα απολυθούν, όπως συμβαίνει συνήθως σε παρόμοιες περιπτώσεις.

Παρατηρούνται συμπεριφορές που χαρακτηρίζονται από πτώση ηθικού, άγχος, αύξηση απουσιών από την εργασία και μείωση αποτελεσματικότητας. Επίσης, στα ανώτερα στελέχη, μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντος τους και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή. Ενόψει της επικείμενης αναδιάρθρωσης των λειτουργιών της επιχείρησης-στόχου βρίσκονται αντιμέτωπα με την αλλαγή του τρόπου που λειτουργούσαν ως τώρα.

Οι εργαζόμενοι της επιχείρησης-στόχου είναι προκατειλημμένοι έναντι της επιχείρησης-αγοραστή και τείνουν να παρεξηγούν και να απορρίπτουν συλλήβδην τις αντιλήψεις της σχετικά με τους στόχους και το σκοπό για τον οποίο έγινε η συγχώνευση. Ο διαφορετικός τρόπος σκέψης που διακρίνει την κάθε επιχείρηση πυροδοτεί μια σύγκρουση των δύο ειδών κουλτούρας και διαμάχες για το ποια θα επικρατήσει. Υπάρχει προκατάληψη έναντι της επιχείρησης-αγοραστή και οι εργαζόμενοι της επιχείρησης-στόχου τείνουν να παρεξηγούν και να απορρίπτουν ότι προέρχεται από την επιχείρηση αγοραστή.

Τέλος, επικρατεί ένας μεγάλος και όχι αναιτιολόγητος φόβος ότι ικανά στελέχη και διοικήσεις εταιρειών που απορροφούνται, σύντομα βρίσκονται στο περιθώριο. Το οικονομικό μέγεθος και η περιχαρακωμένη πολιτική καταλήγουν στην παραμέληση μικρών και πολύ κερδοφόρων μονάδων. Η λήψη αποφάσεων σε κεντρική βάση οδηγεί πολλές φορές σε μια άκαμπτη πολιτική που εμποδίζει άμεσες πρωτοβουλίες ή ενέργειες.

### *5.3.3. Υπερβολικό χρέος*

Κάθε επιχείρηση που επιθυμεί να εξαγοράσει μια άλλη, είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει, ιδιαίτερα, αν πιστεύει ότι αυτή η κίνηση θα της αποφέρει μεγάλο όφελος. Το πρόβλημα για την επιχείρηση-αγοραστή είναι ότι πριν το κλείσιμο της συμφωνίας βρίσκεται σε μια θέση όπου δε γνωρίζει την ακριβή αξία που έχει η επιχείρηση-στόχος για την αγορά. Αν οι μετοχές της

επιχείρησης-στόχου διακινούνται στο χρηματιστήριο, κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αυξάνεται η τιμή της μετοχής της. Προκειμένου να εξασφαλίσει την επιχείρηση-στόχο, η επιχείρηση-αγοραστής είναι πρόθυμη να διαθέσει υψηλή υπεραξία (premium) στους μετόχους της πρώτης, το οποίο συνεπάγεται μεγάλα έξοδα. Επίσης αν για την επιχείρηση-στόχο ενδιαφέρονται και άλλες επιχειρήσεις το ποσό που θα πρέπει να δαπανήσει η επιχείρηση θα είναι ακόμα μεγαλύτερο.

Αν μάλιστα δε διαθέτει τα ρευστά που απαιτούνται, στρέφεται σε άλλο είδος χρηματοδότηση, συνήθως δανεισμό από τράπεζες και μέσω ομολόγων υψηλού επιτοκίου (junk bonds), Επίσης μπορεί να χρησιμοποιήσει ιδίους χρηματικούς πόρους, οι οποίοι όμως αρχικά προορίζονταν για άλλες δραστηριότητες. Για να αποφέρει κέρδη, μετά την εξαγορά της η επιχείρηση-στόχος και αν θεωρηθεί ότι η απόδοση της αντικατοπτριζόταν στην αξία που είχαν στο χρηματιστήριο οι μετοχές της, θα πρέπει η απόδοσή της να αυξηθεί κατά τουλάχιστον το ποσοστό της υπεραξίας που πλήρωσε η επιχείρηση-αγοραστής για να την εξαγοράσει.

Ακόμα, για να αποπληρωθεί το χρέος του δανεισμού, η επιχείρηση-αγοραστής θυσιάζει πόρους που αλλιώς θα χρησιμοποιούνταν για μακροπρόθεσμες επενδύσεις, όπως για έρευνα και ανάπτυξη και για αύξηση του κεφαλαίου της επιχείρησης. Στην περίπτωση που διανύει και περίοδο ύφεσης, με μείωση των κερδών και αύξηση των επιτοκίων, θα δυσκολευτεί να αποπληρωθεί το χρέος και μπορεί ακόμα και να χρεοκοπήσει

Οι επιχειρήσεις σίγουρα αναλαμβάνουν υψηλό κίνδυνο, εξαγοράζοντας. Άλλωστε, είναι αναγκασμένες να ανταγωνιστούν τις υπόλοιπες πολύ σκληρά, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να παράγουν μεγάλα κέρδη. Πληρώνοντας και μεγάλη υπεραξία, πρέπει να ανταγωνιστούν ακόμη περισσότερο, για να ξεπληρώσουν τα χρέη τους [7].

#### 5.3.4. Τεχνολογία

Ο παράγοντας τεχνολογία, αποτελεί σημαντικό εμπόδιο στην ανάπτυξη μιας ενιαίας κουλτούρας αντιμετώπισης καθημερινών προβλημάτων που ανακύπτουν σε ένα περιβάλλον συγχωνευθεισών εταιρειών. Το φαινόμενο (πρόβλημα) αυτό παρατηρήθηκε σε συγχωνεύσεις τραπεζικών οργανισμών, σε τυπογραφικές εταιρείες, σε ΜΜΕ, ακόμα και σε οίκους επαγγελματιών ή συμβούλων.

Προβλήματα που συσχετίζονται με τεχνολογίες, κάτω από μια φιλοσοφημένη διοίκηση (management) έχουν επιλυθεί με το διαχωρισμό των διαφόρων λειτουργιών που εκτελούνται με νέες τεχνολογίες. Σχετικά παραδείγματα υπάρχουν στον ελληνικό τραπεζικό χώρο, όπου χρησιμοποιήθηκαν συστήματα εξυπηρέτησης (front office systems) μιας απορροφημένης τράπεζας, ενώ διατηρήθηκαν τα υποστηρικτικά συστήματα (back office) της απορροφούσας.

Αντίστοιχο παράδειγμα από το διεθνή χώρο αποτελεί η IBM, που το 1980 ανέθεσε την ανάπτυξη των νέων PC σε μια Διεύθυνση στη Φλόριντα για να έχει την απαιτούμενη ελευθερία και ευελιξία να τα αναπτύξει με καινοτομικό τρόπο. Θεωρείται βέβαιο ότι αν η ανάπτυξη γινόταν στον ίδιο χώρο που η IBM ανέπτυξε τα μεγάλα της συστήματα, η ανάπτυξη των PC θα καθυστερούσε και έτσι η IBM θα έχανε τη χρυσή ευκαιρία της αγοράς αυτής.

#### 5.3.5. Έλλειψη επικοινωνίας

Σύμφωνα με έρευνες που εξετάζουν το ρόλο των ανθρώπινων στοιχείων συμπεριφοράς στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, η επικοινωνία μεταξύ των υπαλλήλων αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα που χρειάζεται να εξεταστούν κατά τη διάρκεια μιας διαδικασίας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η ελλιπής επικοινωνία μεταξύ των εργαζομένων σε όλα τα επίπεδα οργάνωσης,



καθώς και μεταξύ των δύο επιχειρήσεων που συγχωνεύονται, είναι ένας από τους κύριους λόγους γιατί οι συγχωνεύσεις αποτυγχάνουν.

Η μεσαία διοίκηση και οι ιδιαίτερα οι υπάλληλοι των κατώτερων επιπέδων κρατούνται στο σκοτάδι όσον αφορά τα ζητήματα συγχώνευσης. Σύμφωνα με έρευνες, λιγότερο από 30% των επιχειρήσεων μεταφέρουν τις πληροφορίες της συγχώνευσης στα μεσαία στελέχη και τα χαμηλότερα επίπεδα υπαλλήλων. Επομένως, δεν είναι παράξενο ότι πολλά στελέχη μαθαίνουν περισσότερα για την εταιρεία τους από την ανάγνωση του καθημερινού οικονομικού τύπου από ότι τους ανωτέρους τους.

Ένα ακόμα σημαντικό ζήτημα για τις υπό συγχώνευση εταιρείες, εκτός από την έλλειψη επικοινωνίας, είναι η σκόπιμη παρακράτηση πληροφοριών από την ανώτερη διοίκηση, που εξετάζει τη συγχώνευση και συμβάλλει με τη σειρά της στη σύγχυση, την αβεβαιότητα και στην απώλεια εμπιστοσύνης εκ μέρους των υπαλλήλων. Σε μερικές περιπτώσεις, οι επιχειρήσεις οδηγούνται ακόμα και στο να πουν ψέματα στους υπαλλήλους, καθησυχάζοντας τους με ανακοινώσεις σχετικά με τη σπουδαιότητα των ρόλων τους, με αύξηση των αποδοχών τους καθώς και με ψευδείς δηλώσεις ότι δεν θα υπάρξουν περικοπές. Η έλλειψη πληροφορίας, σαφούς καθοδήγησης καθώς και συγχεόμενων μηνυμάτων, οδηγούν σε αβεβαιότητα, η οποία είναι καταστρεπτική. Είναι πραγματικά πολύ σημαντικό τα μηνύματα και η πληροφόρηση να είναι σαφή και συνεπή, ακόμα κι αν δεν είναι πάντα θετικά για όλους.

Λόγω της ανάγκης να ρυθμιστούν κρίσιμα ζητήματα και για να προστατευθεί η προτεινόμενη συγχώνευση, καθώς και η αξία της επιχείρησης κατά τις διαπραγματεύσεις, ορισμένες πληροφορίες πρέπει μερικές φορές να παρακρατηθούν, και μέσα στην οργάνωση και εξωτερικά, μέχρι να ολοκληρωθεί η συγχώνευση. Εντούτοις, πρέπει να αναγνωριστεί ότι αυτό οδηγεί σε καταστάσεις μυστικότητας και αβεβαιότητας για όλη την επιχείρηση. Συνεπώς, τα ανώτερα στελέχη που δεν διαχειρίζονται την διαδικασία συγχώνευσης, είναι

συχνά αποκλεισμένοι από της ίδιες πληροφορίες που τους χρειάζονται για να προγραμματίσουν αποτελεσματικά και να επικοινωνήσουν με τους υφιστάμενους τους.

Το γεγονός ότι οι υπάλληλοι βρίσκονται συνήθως σε άγνοια κατά την διάρκεια των διαπραγματεύσεων για την συγχώνευση, αποτελεί έναν παραπάνω λόγο για λεπτομερή και αποτελεσματική επικοινωνία, μετά από την επισημοποίηση της συγχώνευσης. Δυστυχώς, και μετά την συγχώνευση δεν δίνεται η κατάλληλη προσοχή σε ζητήματα που έχουν επιπτώσεις στο ανθρώπινο δυναμικό. Αυτό, στη συνέχεια, έχει σοβαρές επιπτώσεις για την επιτυχία ή την αποτυχία της συγχώνευσης ή εξαγοράς [8].

#### *5.3.6. Ρόλος στελεχών*

Πολλές συγχωνεύσεις ή εξαγορές οδηγούνται σε αποτυχία εξαιτίας προβλημάτων που δημιουργούνται κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων. Τον πρωταγωνιστικό ρόλο στις διαπραγματεύσεις τον έχουν, σίγουρα, τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή, Βασικό ρόλο όμως κατέχει και ένα πλήθος άλλων ατόμων με διάφορες ειδικότητες, είτε από την ίδια εταιρεία είτε ανεξάρτητα από αυτή. Πρόκειται για άτομα που ενώ δεν έχουν συνεργαστεί ποτέ μεταξύ τους, πρέπει σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα, να κάνουν την εισήγησή τους. Τα στελέχη πολλές φορές, αδυνατούν να οργανώσουν αποτελεσματικά τους υπόλοιπους αναλυτές και να δημιουργήσουν ένα κλίμα συνεργασίας και να παρατηρείται έλλειψη συνοχής. Κάθε στέλεχος μελετά από τη δική του οπτική γωνία την επικείμενη συγχώνευση ή εξαγορά και δεν προσπαθεί να την αντιμετωπίσει ως σύνολο. Ταυτόχρονα οι αναλυτές αγνοούν ορισμένα θέματα, διότι υπολογίζουν ότι θα τα επιλύσουν οι αρμόδιοι, μετά την συγχώνευση, που μπορεί να είναι ζωτικής σημασίας. Επίσης, και τα στελέχη των δύο επιχειρήσεων συχνά αφήνουν για αργότερα κάποια θέματα που τους δυσκολεύουν. Όμως, όταν έρθει η στιγμή να αντιμετωπίσουν αυτά τα θέματα, οι δυσκολίες που αγνόησαν μπορεί να γίνουν αιτία αποτυχίας της συμφωνίας.

Τα στελέχη οδηγούνται κατά τη διαδικασία των διαπραγματεύσεων σε λάθος εκτιμήσεις που μπορεί να αποβούν καταστροφικές για τη μητρική επιχείρηση επειδή μόλις διαρρεύσει η πληροφορία ότι η επιχείρηση σκέφτεται την πιθανότητα να εφαρμόσει στρατηγική διαποίκισης μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων, επικρατεί κλίμα αβεβαιότητας εντός και εκτός της επιχείρησης. Το εργατικό δυναμικό και των δύο επιχειρήσεων θορυβείται και στην αγορά οι ανταγωνιστές προβαίνουν σε διάφορες κινήσεις για να αντιμετωπίσουν τον επικείμενο κίνδυνο. Το αποτέλεσμα είναι τα στελέχη να προσπαθούν να κλείσουν το θέμα όσο γίνεται γρηγορότερα, με την τελική επίτευξη της συμφωνίας. Τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή, που πιθανότατα έχουν προτείνει ή ασχοληθεί ιδιαίτερα με την υιοθέτηση αυτής της στρατηγικής, είναι φυσικό να έχουν ταυτιστεί με αυτήν και να επιθυμούν να γίνει, ακόμα και αν οι προβλέψεις δεν είναι τόσο ευοίωνες. Για να αποφύγουν αντιρρήσεις, επισπεύδουν τη διαδικασία και κλείνουν την συμφωνία. Τέλος, σε μια διαδικασία εξαγοράς ή συγχώνευσης, πολλοί είναι εκείνοι που θα επωφεληθούν αν τελικά πραγματοποιηθεί, άσχετα με το αν είναι απόλυτα συμφέρουσα ή όχι. Τίθεται, δηλαδή, θέμα συμφερόντων.

Τα στελέχη και των δύο επιχειρήσεων με τις πράξεις ή τις παραλήψεις τους, κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αλλά και μετά από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή εξαγοράς, φέρουν σημαντικό μέρος της ευθύνης για μια πιθανή αποτυχία. Οι παράμετροι ευθύνης πηγάζουν κυρίως από τη συμπεριφορά και τη στάση των στελεχών του αγοραστή απέναντι στο στόχο και τα στελέχη του, αλλά και γενικότερα απέναντι στην όλη ιδέα της εξαγοράς ή συγχώνευσης.

Τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή, θεωρούν τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου κατώτερα σε αξία, αφού η επιχείρηση τους έφτασε στο σημείο να εξαγοραστεί. Μετά την επίτευξη της συμφωνίας, τα στελέχη της μητρικής αναλαμβάνουν τη διοίκηση των τμημάτων της εξαγορασθείσας επιχείρησης και όχι τα στελέχη του στόχου που γνωρίζουν τη λειτουργία τους και τις απαιτήσεις

που έχουν, γεγονός που έχει σαν αποτέλεσμα να ξέσπασε διαμάχη μεταξύ των στελεχών και να μεγεθυνθεί η ένταση που ήδη υφίσταται. Για μια επιτυχή συγχώνευση χρειάζεται τα στελέχη και των δύο επιχειρήσεων να δείξουν πνεύμα συνεργασίας.

Ακόμα όμως και πριν την επίτευξη της συμφωνίας τα στελέχη δημιουργούν προβλήματα. Έχει αποδειχθεί, ότι όσο μεγαλύτερη είναι η αλαζονεία του Διευθύνοντα Συμβούλου, τόσο μεγαλύτερη είναι η υπεραξία που η επιχείρηση είναι πιθανόν να πληρώσει, μια και είναι σε θέση να πληρώσουν μια μεγάλη υπεραξία που δεν είναι εύλογη προκειμένου να πραγματοποιήσουν τη συμφωνία που επιθυμούν. Για το λόγο αυτό, τίθενται υπό αμφισβήτηση τα κίνητρα για μερικές από τις ακριβότερες συμφωνίες, αφού πιστεύεται ότι υποκινήθηκαν από την επιθυμία των στελεχών για ενδυνάμωση της θέσης τους [9].

Ο χρηματοοικονομικός στόχος κάθε επιχείρησης είναι, ως γνωστόν, η μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας (χρηματιστηριακής αξίας για εισηγμένες σε χρηματιστήρια εταιρείες) του μετοχικού της κεφαλαίου. Αυτός ο στόχος υλοποιείται με τις σχετικές επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών. Η σιωπηλή υπόθεση πίσω από αυτό το στόχο είναι πως τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών και μετόχων συμπίπτουν. Στην έκταση που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη ταυτίζονται, η παραπάνω υπόθεση είναι κατά κανόνα σωστή. Στην πράξη όμως, ιδιαίτερα στις σύγχρονες εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια, οι διευθυντικές αρμοδιότητες και δραστηριότητες ασκούνται από επαγγελματικά στελέχη τα οποία συνήθως δεν είναι ιδιοκτήτες της εταιρείας. Σε αυτή τη περίπτωση οι ιδιοκτήτες αναθέτουν τη διαχείριση της επιχείρησής τους σε ξένα προς την επιχείρηση άτομα. Αυτός ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας από διοίκηση δημιουργεί σχέση αντιπροσώπευσης (agency) ανάμεσα σε εντολείς (principals-μετόχους) και εντολοδόχους (agents-διευθυντικά στελέχη), σύμφωνα με την οποία οι εντολοδόχοι αναλαμβάνουν την εντολή να ενεργούν στο όνομα του εντολέα επιδιώκοντας τη μεγιστοποίηση της οικονομικής του ωφέλειας. Η σχετική

χρηματοοικονομική θεωρία αναλύει τις σχέσεις αντιπροσώπευσης ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, υποδεικνύει πηγές ασυμμετρίας επιδιώξεων-συμφερόντων ανάμεσά τους, και προτείνει μηχανισμούς ελέγχου και περιορισμού της απόκλισης ανάμεσα στις επιδιώξεις τους.

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις οι μέτοχοι αναθέτουν τη διεύθυνση της επιχείρησης σε διευθυντικά στελέχη ξένα προς την επιχείρηση. Τα συμφέροντα όμως των τελευταίων δεν ταυτίζονται με τα συμφέροντα των πρώτων, με αποτέλεσμα συχνά να ανακύπτουν συγκρούσεις επιδιώξεων ανάμεσά τους. Η σχετική χρηματοοικονομική θεωρία αναφέρει τις παρακάτω πηγές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών σε πολυμετοχικές επιχειρήσεις, όπου η διοίκηση ασκείται από ομάδα επαγγελματικών διευθυντικών στελεχών που δεν είναι ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

- Ανάλυση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά (π.χ. πολυτελή γραφεία, ιδιωτικά αεροπλάνα, κλπ.)
- Υπερβολική αποστροφή κινδύνου (risk aversion) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, ενώ οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνον για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται (συστηματικός κίνδυνος), τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη το συνολικό κίνδυνο. Η διαφορετική προτίμηση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τους πηγάζει από τη δυνατότητα των πρώτων να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων. Αντιθέτως, τα επαγγελματικά διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους αποτελείται από τις αμοιβές τους από την συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη έχουν λόγους να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα να αποδέχονται ζημιογόνα επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού κινδύνου.
- Έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήξης επενδυτικών αποφάσεων. Στην έκταση που οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών βασίζονται στις πωλήσεις ή

τα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα παρότι συμβάλουν στην κερδοφορία της επιχείρησης μακροπρόθεσμα. Απεναντίας, μπορεί να προκρίνουν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρότι μειώνουν τα κέρδη μακροπρόθεσμα [10].

Πολλές φορές, τα στελέχη προσπαθώντας να αναπτύξουν την επιχείρηση, καταστρέφουν παρά δημιουργούν αξία, προκαλούν δηλαδή μείωση της τιμής της μετοχής της επιχείρησης-αγοραστή. Η φτωχή σε αποτέλεσμα ηγεσία, (ενοποίηση διοικητικών διαδικασιών, συστημάτων παραγωγής κ.λ.π.) και ο αποπροσανατολισμένος συντονισμός (όταν δίνεται μεγαλύτερο βάρος στην ανεύρεση συνεργιών μεταξύ των επιμέρους τμημάτων και παραμελείται η επιδίωξη μεγιστοποίησης κέρδους σε καθένα από αυτά) είναι υπεύθυνοι για αυτή την καταστροφή αξίας.

Τα υψηλά ιστάμενα στελέχη, που έχουν υπό την επίβλεψή τους πολλά επιμέρους τμήματα της επιχείρησης, τα οποία ασχολούνται με διαφοροποιημένες δραστηριότητες, δεν μπορούν να έχουν επαρκή γνώση όλων των εργασιών που διεξάγονται. Συχνά οι κρίσιμοι παράγοντες επιτυχίας για τους νέους τομείς που εισέρχεται η επιχείρηση διαφέρουν από αυτούς που έδιναν μεγαλύτερη σημασία παλαιότερα τα στελέχη. Αποτέλεσμα είναι η αδυναμία αποτελεσματικής ηγεσίας και η καταστροφή αξίας για τους μετόχους της επιχείρησης-αγοραστή. Δεν είναι λοιπόν σε θέση να αξιολογήσουν επαρκώς τις στρατηγικές που εφαρμόζουν και τις αποφάσεις που λαμβάνουν τα στελέχη των επιμέρους τμημάτων. Επικεντρώνουν την προσοχή τους σε βραχυπρόθεσμους οικονομικούς στόχους, αντί σε μακροπρόθεσμους στρατηγικούς και έτσι επιχείρηση οδηγείται σε μείωση των μακροπρόθεσμων επενδύσεων, ιδιαίτερα αυτών που αφορούν έρευνα και ανάπτυξη, και σε μείωση της απόδοσης μακροπρόθεσμα. Αφού δεν υπάρχει έρευνα και ανάπτυξη, δεν υπάρχουν καινοτομίες. Για να αποκτήσει καινοτομίες η επιχείρηση προσανατολίζεται σε νέες εξαγορές, με διαχρονική όμως μείωση των

καινοτομιών, καταλήγοντας σε ένα φαύλο κύκλο που ανακυκλώνει ένα χρόνιο πρόβλημα απόδοσης. Ακόμη μια εξαγορά ή συγχώνευση έχει επιπτώσεις και στη λειτουργία της επιχείρησης-αγοραστή μια ελλοχεύει ο κίνδυνος να παραμεληθούν οι τρέχουσες εργασίες της, λόγω επικεντρωσης του ενδιαφέροντος στην επιχείρηση-στόχο.

Τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου, έχουν και αυτά μερίδιο ευθύνης, μια και μέσα στο γενικότερο κλίμα αναδιάρθρωσης, που ακολουθεί μια συγχώνευση ή εξαγορά αισθάνονται ευάλωτα λόγω της ευρύτερης τάσης για απολύσεις, και αποφεύγουν να πάρουν σημαντικές αποφάσεις και όλα μπαίνουν σε αναμονή μέχρι την τελική συμφωνία με την επιχείρηση-αγοραστή. Ο φόβος των στελεχών έγκειται στο ότι υπάρχει η πιθανότητα κάποιες αποφάσεις τους να μη φέρουν το επιθυμητό αποτέλεσμα και θα γίνουν λόγος επίσπευσης της λύσης της συνεργασίας τους με την επιχείρηση μετά την συγχώνευση ή εξαγορά [11].

Παράλληλα, σημειώνεται και μια τάση των στελεχών να φεύγουν με δική τους πρωτοβουλία, ιδιαίτερα στελέχη που κατέχουν σημαντικές θέσεις-κλειδιά, αφήνοντας την επιχείρησης-στόχο ουσιαστικά χωρίς διοίκηση σε αρκετά τμήματα της. Ακόμα όμως και αν τα στελέχη αυτά δεν αποχωρήσουν, πολλές φορές συμβάλλουν στη δημιουργία ενός εχθρικού κλίματος μετά την συγχώνευση ή εξαγορά και η βελτίωση του είναι ένα ακόμα πρόβλημα που καλούνται να επιλύσουν τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή [12].

#### *5.3.7. Απώλεια βασικών στελεχών, ταλαντούχων υπαλλήλων και πελατών.*

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συχνά καταλήγουν στην απώλεια του πιο σημαντικού κεφαλαίου της επιχείρησης: των ταλαντούχων εργαζομένων και των υψηλόβαθμων στελεχών που παίρνουν τις σημαντικές αποφάσεις. Σύμφωνα με έρευνες του American Management Association, ένα στα τέσσερα κορυφαία στελέχη εγκαταλείπουν την επιχείρηση μέσα σε τρεις μήνες από την ανακοίνωση

της συγχώνευσης και το 47% της ανώτερης διοίκησης της εξαγορασθείσας εταιρείας αποχωρεί μέσα στον πρώτο χρόνο.

Παρόλα αυτά η απόφαση μιας επιχείρησης για συγχώνευση ή εξαγορά βασίζεται στη θέληση να αποκτήσει ταλαντούχο εργατικό δυναμικό καθώς και καινούργιες γνώσεις και ειδικότητες. Αυτή η εμφανής αντίθεση δεν αντιμετωπίζεται αποτελεσματικά από τους ηγέτες της επιχείρησης. Πρέπει να συνειδητοποιήσουν ότι όταν οι εργαζόμενοι αποχωρούν από την εταιρεία μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά, παίρνουν μαζί τους τη γνώση και την εξειδίκευση που ήταν ο λόγος για να γίνει η συγχώνευση από την πρώτη στιγμή. Σε πολλές περιπτώσεις μάλιστα, οι εργαζόμενοι δεν αποχωρούν από μόνοι τους, μια και οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε απολύσεις για να μειώσουν τα κόστη.

Οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις δεν υφίστανται μόνο μια πτώση της παραγωγικότητας ως αποτέλεσμα της απώλειας ταλαντούχων εργαζομένων αλλά και πτώση του ηθικού, καθώς και ένα κλίμα αβεβαιότητας στους υπαλλήλους που παραμένουν. Οι εργαζόμενοι που μένουν στην επιχείρηση χάνουν την εμπιστοσύνη τους στην εργοδοσία και δεν δείχνουν την ίδια θέρμη για να διαφυλάξουν τα συμφέροντα της.

Επίσης, η απώλεια των εργαζομένων οδηγεί στην απώλεια πελατών της επιχείρησης. Όλες οι επιχειρήσεις πρέπει να συνειδητοποιήσουν ότι οι άνθρωποι είναι αυτοί που παράγουν κέρδη, εκπροσωπούν την επιχείρηση, διατηρούν σχέσεις με τους πελάτες και που τελικά κρίνουν την επιτυχία των εταιρειών. Ακόμα και αν η προκύπτουσα επιχείρηση κρατήσουν τους εργαζόμενους που φέρνουν τους πελάτες, οι πελάτες μπορεί ακόμα να αποφασίσουν να συνεργαστούν με άλλες επειδή φοβούνται ότι θα χαμηλώσει το επίπεδο των παρεχόμενων υπηρεσιών [13].

Συνοψίζοντας αναφέρουμε τον D.A.Tanner που περιγράφει τα επτά "θανασίμα αμαρτήματα" των συγχωνεύσεων και εξαγορών.



1. **Λανθασμένος στόχος.** Αυτό το λάθος γίνεται όλο και περισσότερο ορατό μετά τη συγχώνευση όταν ο αγοραστής συνειδητοποιεί ότι οι πολυπλοκές συνέργειες, δεν υπάρχουν, ότι η μεγέθυνση της αγοράς δεν υφίσταται ή ότι η τεχνολογία της επιχείρησης-στόχου απλά δεν είναι συμπληρωματική.
2. **Λανθασμένη τιμή.** Ακόμα και σε μια στρατηγική εξαγορά το να πληρώνεις πιο πολλά θα οδηγήσει σε αποτυχία. Για έναν υπομονετικό αγοραστή με μακροπρόθεσμους στόχους, το να πληρώνεις περισσότερα είναι μικρότερο πρόβλημα απ' ότι για έναν αγοραστή που κυνηγά το γρήγορο κέρδος. Παρ' όλα αυτά αν μια επιχείρηση πληρώνει υψηλή υπεραξία, μπορεί να στρέψει αλλού τους πόρους της και να επηρεαστεί η χρηματοπιστωτική της κατάσταση.
3. **Λανθασμένη δομή.** Όλες οι συγχωνεύσεις και εξαγορές ωφελούνται από τη οργανωτική δομή που επιλέγεται, συμπεριλαμβανομένης της νομικής οργάνωσης, της γεωγραφικής δομής της προκύπτουσας επιχείρησης και της δομής του κεφαλαίου. Η λανθασμένη οργάνωση μπορεί να οδηγήσει σε ανικανότητα επιστροφής κεφαλαίου και σε λειτουργικά προβλήματα που καθυστερούν την συνειδητοποίηση των προσμενόμενων ωφελειών.
4. **Χαμένη συμφωνία.** Οι μη πραγματοποιηθέντες συμφωνίες συχνά οφείλονται σε ελλιπή επικοινωνία. Μια επιτυχημένη συγχώνευση απαιτεί συμφωνία πάνω στο στρατηγικό όραμα τόσο από την αποκτούσα επιχείρηση όσο και από την αποκτημένη. Αυτή η συμφωνία πρέπει να πραγματοποιηθεί από τις αρχικές διαπραγματεύσεις για τη συγχώνευση.
5. **Διοικητικές δυσκολίες.** Η έλλειψη συγκέντρωσης σε διοικητικά θέματα μπορεί να οδηγήσει σε αποτυχημένη συμφωνία. Τέτοια θέματα μπορεί να είναι η ανικανότητα να προσφέρει διοικητική συνέχεια, η μη ύπαρξη ξεκάθαρων διοικητικών αρμοδιοτήτων, ή κίνητρα που οδηγούν τα στελέχη να ακολουθήσουν λανθασμένη πορεία.
6. **Κρίση στο κλείσιμο της συμφωνίας.** Αυτή μπορεί να προκύψει από τις αναπόφευκτα διαφορετικές συνθήκες, αλλά πιο συχνά οφείλεται στην κακή επικοινωνία. Πολλές φορές αυτοί που παίρνουν μέρος στις διαπραγματεύσεις πιστεύουν ότι αν κρύψουν τα προβλήματα κάτω από το

τραπέζι θα εκμεταλλευθούν το momentum και τελικά θα ολοκληρώσουν την συμφωνία

7. **Κρίση κατά την διαδικασία μετάβασης.** Ακόμα και η πιο σωστή σε σύλληψη και εκτέλεση συγχώνευση θα αντιμετωπίσει σημαντικά προβλήματα μετάβασης. Οι στρατηγικοί στόχοι δεν μπορούν να επιτευχθούν με γρήγορη πώληση παγίων και επισπευμένες στρατηγικές εξόδου. Απαιτείται πολύς χρόνος και ενέργεια από τους μάνατζερ για να εμφανισθούν τα οφέλη που αναμένονται από τη συγχώνευση [14].

#### **5.4. Εξασφάλιση επιτυχίας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω Εξαγορών και Συγχωνεύσεων**

Αναφερθήκαμε στο γεγονός ότι ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτυγχάνει να πετύχει τους στόχους που έθεσαν τα στελέχη της εξαγοράζουσας επιχείρησης και εξετάσαμε τους λόγους αυτής της αποτυχίας. Στη συνέχεια θα γίνει αναφορά στο τι πρέπει να κάνει μια επιχείρηση για να αποφύγει τα λάθη που προαναφέρθηκαν.

##### **5.4.1. Έλεγχος της επιχείρησης-στόχου**

Μία επιχείρηση προτού πάρει την απόφαση να ακολουθήσει στρατηγική ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών πρέπει να αποτιμήσει τα οφέλη και το κόστος μιας τέτοιας ενέργειας, να περάσει δηλαδή από έλεγχο την επιχείρηση-στόχο. Η διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης-στόχου συμβάλλει στην αύξηση της γνώσης που έχει η επιχείρηση για πιθανές επιχειρήσεις-στόχους, οδηγεί σε μια πιο ρεαλιστική εκτίμηση των προβλημάτων της εξαγοράς ή συγχώνευσης και τέλος, μειώνει τον κίνδυνο από μια εξαγορά ή συγχώνευση με προβληματικές επιχειρήσεις. Η επιχείρηση πρέπει να εκτίμησει τους λόγους για

τους οποίους οδηγείται σε εξαγορά ή συγχώνευση και να αξιολογήσει την αναγκαιότητα αυτής της στρατηγικής.

Η επιχείρηση πρέπει να επικεντρώσει τις προσπάθειες της στην εκτίμηση δυνητικών στόχων, μέσα από μία ενδελεχή εξέταση και ιεραρχική τοποθέτηση υποψηφιοτήτων. Με βάση καθορισμένα κριτήρια εξαγοράς, μορφοποιείται, σε προκαταρκτικό στάδιο, η δομή της συμφωνίας και επιτυγχάνεται μία αρχική συναίνεση αναφορικά με τη στρατηγική προσέγγισης του στόχου. Πέραν τούτου όμως, θα πρέπει να γίνει αποδεκτό το γεγονός πως με την πιθανή αλλαγή των παραγόντων της αγοράς και την ανταλλαγή γνώσεων μεταξύ των δύο πλευρών, η νέα επιχείρηση θα μπορούσε να αλλάξει στόχους ή μορφή, ακόμα και να διαλυθεί. Αυτό σημαίνει ότι τα συμμετέχοντα μέρη θα βρίσκονται σε μία διαρκή διαδικασία συζητήσεων, διαπραγματεύσεων και ανταλλαγής γνώσεων και απόψεων, ώστε να μπορούν κάθε φορά να προσδιορίζουν τους νέους, κοινούς στόχους [15].

#### *5.4.2. Επαρκής Αξιολόγηση Απόδοσης Στόχου*

Ένας από τους βασικότερους λόγους αποτυχίας μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης είναι η υπερεκτίμηση των μελλοντικών οφελών. Πώς μπορεί, όμως, κανείς να εκτιμήσει ότι αυτή η επιχείρηση αξίζει τόσο και όχι τόσο; Είναι πραγματικά δύσκολο να αποτιμηθεί η αξία μιας επιχείρησης, διότι, πέρα από τα αντικειμενικά στοιχεία που μας δίνει η Λογιστική, η όποια εκτίμηση αναγκαστικά πρέπει να βασιστεί σε κάποιες υποθέσεις. Η πραγματική αξία μιας επιχείρησης ορίζεται από πάρα πολλούς παράγοντες, όπως τα έσοδα, τα κτίρια, τα κέρδη, αλλά και τα χρέη που αυτή έχει.

Η προστιθέμενη αξία μίας επιχείρησης δεν καθορίζεται μόνο από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία, αλλά και από το άυλο κεφάλαιο της, δηλαδή την καλή φήμη, το κύρος και την αξιοπιστία που θα έχει η επιχείρηση σε κάθε

επιμέρους ομάδα κοινού (stakeholder groups), π.χ. μέτοχοι, κοινή γνώμη, προσωπικό, πελάτες μίας επιχείρησης, δίκτυα πώλησης, ακόμα και η κυβέρνηση και οι opinion leaders. Κάθε ενέργεια που κάνει (ή που δεν κάνει) μία επιχείρηση, εκπέμπει μηνύματα, κάθε τμήμα μίας εταιρείας έχει τη δυνατότητα να έρθει σε επαφή με τον πελάτη. Με αυτό το σκεπτικό, κάθε μήνυμα που εκπέμπεται από την επιχείρηση, είτε ενδυναμώνει την καλή φήμη και τη σχέση προσθέτοντας αξία, είτε επιβεβαιώνει την υπάρχουσα σχέση ή την αποδυναμώνει, μειώνοντας την αξία της. Πιστεύεται ότι στις αρχές του 21ου αιώνα, η έμφαση θα μετακινηθεί από το μερίδιο αγοράς στο μερίδιο εμπιστοσύνης, από την απόκτηση νέων πελατών στη διατήρηση και ανάπτυξη τους.

Η επιτυχής διαχείριση της φήμης (Reputation Management) είναι μία πτυχή της επιχειρηματικής δραστηριότητας που κερδίζει έδαφος στις στρατηγικές των διοικήσεων των εταιρειών, οι οποίες σήμερα βρίσκονται αντιμέτωπες και με συνεχόμενες φάσεις αλλαγών που επηρεάζουν τη φήμη τους από τη μία μεριά και την εικόνα τους από την άλλη. Η εν λόγω προσέγγιση της φήμης βρίσκεται πρόσφορο έδαφος στην περίπτωση των εξαγορών & συγχωνεύσεων. Σύμφωνα με τον R. Abratt, η διαχείριση της φήμης κινείται στα πλαίσια τριών πτυχών: α) της Προσωπικότητας, η οποία δείχνει τι είναι στην πραγματικότητα η εταιρεία, β) της Ταυτότητας, που υπογραμμίζει αυτό που η επιχείρηση πιστεύει ότι είναι, και γ) της εικόνας, της επιχείρησης προς τα έξω. Η επιτυχής εφαρμογή του Reputation Management, συνίσταται στην κάλυψη χάσμάτων μεταξύ αυτών των πτυχών, ξεφεύγοντας από μία απλή επικοινωνιακή πολιτική και αποσκοπώντας στη συνολική ενίσχυση των άυλων assets της [16].

Όταν μια επιχείρηση προχωρεί σε μια επαρκή αρχική αξιολόγηση, εντοπίζονται τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που θα προκύψουν από την ενοποίηση των λειτουργιών των δύο επιχειρήσεων, καθώς και οι ωφέλιες που αυτά συνεπάγονται. Όσο πιο διεξοδικά πραγματοποιείται η διαδικασία ελέγχου, τόσο πιο εύκολα μπορούν να συγκεντρωθούν τα απαραίτητα στοιχεία που αποδεικνύουν αν ενδέχεται να δημιουργηθούν ή όχι ανταγωνιστικά

πλεονεκτήματα από τη συγχώνευση των δραστηριοτήτων των δύο επιχειρήσεων. Επίσης, οι αναλυτές είναι σε θέση να αξιολογήσουν τα οφέλη που θα αποφέρει η δημιουργία ή η βελτίωση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Μπορούν, δηλαδή, να εκτιμήσουν τις χρηματικές εισροές που θα προκύψουν για την επιχείρηση-αγοραστή, μετά την εξαγορά ή συγχώνευση.

Βασικός στόχος της επιχείρησης-αγοραστή είναι η αναζήτηση επιχειρήσεων που διαθέτουν παραγωγικούς συντελεστές ή άλλα στοιχεία που θα λειτουργήσουν συμπληρωματικά με τα δικά της, ώστε να δημιουργηθεί ενέργεια. Συχνά, μέσα από τέτοιου είδους προσπάθειες δημιουργούνται μοναδικά περιουσιακά στοιχεία, που εξασφαλίζουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για την επιχείρηση. Η διαποίκιση δε μέσω εξαγοράς ή συγχώνευσης με επιχείρηση που ασχολείται με συναφές αντικείμενο αποδεικνύεται πολύ συμφέρουσα, αφού η επιχείρηση-αγοραστής μπορεί να επικεντρώσει την προσοχή της στις πιο σημαντικές λειτουργίες και τις υπόλοιπες να τις διεξάγει μέσω της επιχείρησης-στόχου. Γι αυτή την τελευταία δυνατότητα, συνήθως προηγούνται στρατηγικές συμμαχίες, που συμβάλουν στη διαπίστωση της συμβατότητας των δύο επιχειρήσεων.

Ακόμα, μέσω της αρχικής αξιολόγησης, μπορεί να υπολογιστεί η αξία που θα προστεθεί στην επιχείρηση, αν κάνει την εξαγορά ή τη συγχώνευση. Με τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας (net present value), είναι σε θέση να εκτιμήσει την τιμή αγοράς της επιχείρησης-στόχου και να βεβαιωθεί ότι όντως θα προστεθεί αξία στην επιχείρηση. Υπολογίζοντας τις χρηματικές ροές που θα έχει η επιχείρηση-στόχος διαχρονικά, μπορούμε να διαπιστώσουμε αν η εξαγορά ή συγχώνευση είναι κερδοφόρα επένδυση [17].

#### *5.4.3. Επαναπροσδιορισμός της εταιρικής κουλτούρας*

Μερικοί από τους παράγοντες που λαμβάνονται υπ' όψη κατά τον επαναπροσδιορισμό της εταιρικής κουλτούρας μέσω της ενοποίησης δύο επι-

χειρήσεων, συνδέονται με τον τύπο των επιχειρήσεων και τα αισθήματα των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης απέναντι στη δική τους και την εξαγοράστρια εταιρεία. Αν οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε σχετικούς κλάδους, ο εξαγορασθείς έχει να επιδείξει σημαντικές επιτυχίες σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις κατά το παρελθόν και η εταιρική του κουλτούρα είναι ισχυρότερη αυτής της εξαγοραζόμενης και προτιμότερη στο πλαίσιο του νέου οργανισμού, ακολουθείται μεγαλύτερος βαθμός ενοποίησης. Αντίθετα, αν οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε κλάδους που δεν σχετίζονται άμεσα, η εξαγορά γίνεται λόγω του διαφορετικού τρόπου σκέψης και των διαφορετικών διαδικασιών που εφαρμόζει η εξαγοραζόμενη και τις οποίες ο εξαγοράζων θέλει να εκμεταλλευτεί και οι εργαζόμενοι της εταιρείας - στόχου νιώθουν υπερηφάνεια για το όνομα και τις αξίες της επιχείρησής τους ή είναι εχθρικοί έναντι του εξαγοράζονται, ένας υψηλός βαθμός αυτονομίας είναι προτιμότερος.

Η αναγνώριση της εταιρικής κουλτούρας μιας επιχείρησης πριν μια εξαγορά ή συγχώνευση μπορεί να επιτευχθεί μέσω της παρατήρησης του τρόπου λειτουργίας της, της ιεραρχικής της δομής και των εργασιακών σχέσεων που υφίστανται. Επίσης, μια πιο εμπειριστατωμένη έρευνα θα γινόταν μέσω συνεντεύξεων των στελεχών της, από όπου είναι δυνατόν να αποκομίσει χρήσιμες πληροφορίες, εκ των έσω. Τέλος, μέσω ερωτηματολογίων των υπαλλήλων της, ώστε να μπορέσουν να σχηματίσουν άποψη για τον τρόπο σκέψης τους και αντιμετώπισης του νέου εργασιακού καθεστώτος που ενδέχεται να τους επιβληθεί. Με αυτούς τους τρόπους μπορεί μια επιχείρηση να βολιδοσκοπήσει το αποτέλεσμα ενοποίησης των δύο επιχειρήσεων και να διαπιστώσει αν υπάρχει περίπτωση επιτυχούς συνεργασίας.

Προκειμένου, βέβαια, να ευοδώσει η μεταβατική διαδικασία, θα πρέπει η νέα φιλοσοφία να μεταδοθεί σε όλα τα τμήματα της νέας οργανωτικής δομής αλλά και γενικότερα σε όλες τις ομάδες ενδιαφερομένων (εργαζόμενοι, μέτοχοι, πελάτες/καταναλωτές, προμηθευτές, διανομείς, αντιπρόσωποι, ΜΜΕ, Δυνητικοί πελάτες). Για το σκοπό αυτό, είναι αναγκαίο για τη νέα οργάνωση να καθιερώσει μεθόδους

και τεχνικές (π.χ. ολοκληρωμένα γραπτά επικοινωνιακά προγράμματα) που θα προάγουν το πνεύμα της συμφωνίας και θα προωθήσουν περαιτέρω την ενοποίηση, μέσω καναλιών επικοινωνίας. Πρέπει να υπάρξει μία αναγνωρισμένη ηγεσία της ομάδας οργάνωσης και ενοποίησης, η οποία θα είναι υπεύθυνη για τη δημιουργία αρχικών στρατηγικών αποφάσεων και θα κατασκευάσει ένα πλαίσιο ενοποίησης και σταθεροποίησης [18].

Στις διεθνείς συγχωνεύσεις ή εξαγορές παρατηρείται δισταγμός εγκατάλειψης μιας συμφέρουσας κατά τα άλλα συμφωνίας λόγω ασυμβατότητας κουλτούρας. Στην Ιαπωνία για παράδειγμα, οι εξαγορές θεωρούνται τελευταία επιλογή, αλλά όταν πρόκειται να καταφύγουν σε αυτή, έχουν φροντίσει να μελετήσουν δεόντως την κουλτούρα της επιχείρησης-στόχου, μέσω προηγούμενης συνεργασίας. Αντίθετα, οι ευρωπαϊκές και αμερικανικές επιχειρήσεις στηρίζουν τις αποφάσεις τους αποκλειστικά σε οικονομικές και στρατηγικές αναλύσεις.

Τέλος, ο τρόπος προσέγγισης της επιχείρησης-στόχου είναι εξίσου σημαντικός. Στους επιχειρησιακούς κύκλους μιλάνε για 'φιλικές' και 'εχθρικές' εξαγορές. Σίγουρα προτιμότερη για όλους είναι μια φιλική εξαγορά, αφού εξασφαλίζει επιτυχία. Η επιτυχία αυτή επέρχεται μέσω προσπαθειών για υπέρβαση διαφορών κουλτούρας και για αποτελεσματική συνεργασία. Έτσι αποφεύγεται να σημειωθούν αποχωρήσεις πολύτιμων στελεχών, αλλά και εργαζομένων σε θέσεις-κλειδιά, όπως από το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης, που είναι από τα σημαντικότερα τμήματα μιας επιχείρησης.

#### *5.4.4. Αποφυγή Συσσώρευσης Χρέους*

Η επιχείρηση πρέπει να κάνει έρευνα στην αγορά, ώστε να καταφέρει να κάνει την εξαγορά σε χρόνο που η αξία της επιχείρησης-στόχου είναι χαμηλή, αλλά υπάρχουν προσδοκίες για αύξηση της. Είναι απαραίτητο η επιχείρηση να έχει την οικονομική άνεση για να πραγματοποιήσει την εξαγορά ή να έχει τη δυνατότητα

ανάληψης χρέους (δηλαδή να διαθέτει περιουσιακά στοιχεία που να μπορεί να εκποιήσει για να μπορεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις που έχει δημιουργήσει). Με αυτές τις προϋποθέσεις να πληρούνται, μετά τη συγχώνευση βρίσκεται με μικρό χρέος έναντι τρίτων.

Ακόμα όμως και αν το χρέος της είναι σχετικά μεγάλο, μπορεί να το μειώσει σημαντικά εκποιώντας περιουσιακά στοιχεία τόσο δικά της όσο και της επιχείρησης-στόχου, τα οποία δεν μπορούν να λειτουργήσουν συμπληρωματικά ή είναι φτωχά σε απόδοση. Επιπλέον, απαραίτητως πρέπει να προβεί σε εξάλειψη όλων των διπλών εγκαταστάσεων και λειτουργιών, για να αποφύγει την ύπαρξη πηγών διπλού κόστους. Με αυτά τα μέτρα αποφεύγει τη συσσώρευση χρέους και αποκτά ελαστικότητα στη χρήση ρευστών, ώστε τυχόν κέρδη να τα διαθέτει για επενδύσεις έρευνας και ανάπτυξης ή να τα διανέμει στους μετόχους.

#### *5.4.5. Διατήρηση ικανού εργατικού δυναμικού*

Η διατήρηση του ταλαντούχου εργατικού προσωπικού της επιχείρησης-στόχου πρέπει να είναι μια κύρια προτεραιότητα για κάθε επιχείρηση κατά την διαδικασία συγχώνευσης. Η ειλικρινής και τακτική επικοινωνία μπορεί να βοηθήσει σε αυτόν τον σκοπό. Εφόσον, τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή είναι ειλικρινή, τότε θα καταφέρουν να μειώσουν το κλίμα αβεβαιότητας που επικρατεί και οδηγεί τους εργαζομένους της επιχείρησης-στόχου στο να αποχωρήσουν. Οι επιχειρήσεις που σκέφτονται να προχωρήσουν σε περικοπές προσωπικού δεν πρέπει να ξεχνούν ότι η ποιότητα είναι πιο σημαντική από την ποσότητα. Στις περισσότερες περιπτώσεις συγχωνεύσεων αυτοί που αποχωρούν είναι οι περισσότερο ικανοί στο να φέρνουν στην επιχείρηση πελάτες [19].



## Βιβλιογραφία κεφαλαίου 5

1. Firth Michael, "Takeovers: Benefit or burden", Victoria University of Wellington, σελ 29 - 30
2. S.A. Ross – R.W. Westerfield – J.F. Jaffe, Corporate Finance, McGraw Hill, 7<sup>th</sup> Edition, σελ. 794 – 795
3. Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson, Modern Corporate Finance Theory and Practice, Second edition, σελ. 565 – 566
4. J.R. Franks – R.S. Harris, "Shareholder wealth effects of corporate takeovers. The U.K. experience 1955 – 1985", Journal of Financial Economics 23, 1989, σελ. 225 – 249
5. Thayer Dave, "Reasons why mergers and acquisition fail" In Touch – Ernst & Young, August 2002, σελ. 1 – 3
6. Χαραλάμπους Γιαγκος, "Συγχωνεύσεις και απορροφύσεις: Ένα πρόβλημα κουλτούρας", Ναυτεμπορική, 28 Αυγούστου 2004, σελ. 12
7. Παπαδάκης Βασίλειος, "Οι λόγοι αποτυχίας εξαγορών ή συγχωνεύσεων", Ασφαλιστική Αγορά, Φ304, Ιούνιος 2002, σελ 38-39
8. "Why do mergers fail? What can be done to improve their chances of success" Key strategy, January 2003, σελ 9 – 11
9. Παπαδάκης Μ. Βασίλης, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής εμπειρία, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, 1999, σελ 357 – 360

10. Τραυλός Γ. Νικόλαος, "Άσυμμετρία συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων και αμοιβές διευθυντικών στελεχών" Επιλογή – Τασεις, 2005, σελ 2 – 3
11. Παπαδάκης Βασίλειος, ο.π. σελ 42 – 43
12. Τραυλός Γ. Νικόλαος, ο.π. σελ 5
13. "Why do mergers fail? What can be done to improve their chances of success" ο.π. σελ. 9 - 10
14. Tanner D.A., "Seven Deadly Sins of Strategic Acquisitions", Management Review, Ιούνιος 1991, σελ 50-53
15. Γιαννατός Γεώργιος, Strategic Planning, Εκδόσεις Τεκδοτική, 2002, Αθήνα, σελ. 3.11 – 13
16. Γιαννάτος Γεώργιος, ο.π. σελ. 3.15
17. Παπαδάκης Βασίλειος, ο.π. σελ 364
18. Γιαννάτος Γεώργιος, ο.π. σελ 3.12
19. "Why do mergers fail? What can be done to improve their chances of success" ο.π. σελ. 14

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα

### 6.1. Εισαγωγή

Νέος επιχειρηματικός χάρτης διαμορφώνεται στην Ελλάδα. Η μεγάλη ρευστότητα των ξένων επενδυτών που αναζητούν ευκαιρίες και η μάχη πολυεθνικών κολοσσών για μεγαλύτερα μερίδια αγοράς στην Ελλάδα αλλά και στα Βαλκάνια, εντείνουν τον ανταγωνισμό στις περιφερειακές αγορές - όπως είναι η χώρα μας - και επισπεύδουν τις τάσεις συγκέντρωσης των επιχειρηματικών δυνάμεων. Το 2005 ήταν μια από τις πιο ενδιαφέρουσες χρονιές στην Ελλάδα για εξαγορές και συγχωνεύσεις, καθώς χαρακτηρίστηκε από σημαντική αύξηση της αξίας συναλλαγών σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές ενώ αναμένουμε ένα αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον στο εγγύς μέλλον. Οι συνθήκες όπως έχουν διαμορφωθεί πλέον στην Ελλάδα αλλά και στο εξωτερικό, ενεργούν ως καταλύτης για την πραγματοποίηση συναλλαγών, που σε συνδυασμό με την ελληνική επιχειρηματικότητα έχουν δημιουργήσει μια δυναμική [1]. Βασικοί παράγοντες οι οποίοι βρίσκονται πίσω από τις εξελίξεις και θα επηρεάσουν το μέλλον συμπεριλαμβάνονται εξής:

#### **A). Διεθνείς μακροοικονομικές συνθήκες:**

##### **•Χαμηλά επιτόκια**

Το χαμηλό επίπεδο επιτοκίων και η υψηλή ρευστότητα έχουν συμβάλει στην πραγματοποίηση και στην ελκυστικότητα των εξαγορών. Παρόλο που τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια δανεισμού τώρα κινούνται ανοδικά τα μακροχρόνια επιτόκια δεν έχουν αυξηθεί με τον ίδιο ρυθμό και παραμένουν σχετικά χαμηλά.

##### **•Πλεονάζοντα κεφάλαια**

Στις διεθνείς κεφαλαιαγορές παρατηρείται μια άνθηση που έχει δημιουργηθεί από τα σημαντικά κεφάλαια που είναι στην διάθεση των επενδυτών όπως ιδιωτικά και

δημόσια ασφαλιστικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, κ.α. Ειδικότερα η κατηγορία επιχειρηματικών συμμετοχών (private equity funds), έχει δημιουργήσει αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον διεθνώς. Μόνο το 2005 αντλήθηκαν περίπου \$250 δισ. νέα τέτοια κεφάλαια που σε συνδυασμό με δανεισμό δημιουργούν περισσότερα από \$1.000 δισ. διαθέσιμα κεφάλαια για επένδυση. Το 2006 αναμένεται να αντληθούν ακόμη περισσότερα νέα τέτοια κεφάλαια. Αυτά τα ίδια κεφάλαια των επιχειρηματικών συμμετοχών (private equity funds) συμβάλλουν σημαντικά στις εξαγορές και στην Ελλάδα και ήδη διαγράφεται η προοπτική μιας σειράς τέτοιων ενδεχόμενων συναλλαγών μέσα στο 2006.

## **B). Αμιγώς ελληνικοί παράγοντες:**

### **• Απελευθέρωση ελληνικής αγοράς**

Η απελευθέρωση διάφορων αγορών στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον και η εισαγωγή σύγχρονων ρυθμιστικών πλαισίων έχει δημιουργήσει νέες θετικές συνθήκες την τελευταία δεκαετία και αναμένεται να συνεχιστεί και τα επόμενα χρόνια. Το νέο κύμα αποκρατικοποιήσεων προβλέπεται να συμβάλει στην αύξηση της κινητικότητας στις εξαγορές και συγχωνεύσεις.

### **• Εκσυγχρονισμός και διαφάνεια**

Το ελληνικό σύστημα εκσυγχρονίζεται και γίνεται όλο και περισσότερο διαφανές. Παραδείγματα αυτού είναι η υλοποίηση έργων με την μέθοδο των συμπράξεων δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) στους κλάδους ενέργειας, υγείας και εκπαίδευσης που θα συμβάλει στην ανάπτυξη των αγορών.

### **• Στρατηγική επέκτασης των ελληνικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό**

Οι ελληνικές τράπεζες και άλλες επιχειρήσεις εξακολουθούν να βελτιώνουν την κερδοφορία τους. Σχετικά κοινή στρατηγική είναι ένα μεγάλο μέρος των κερδών / πλεοναζόντων κεφαλαίων να επενδύονται σε χώρες του εξωτερικού, με αυξανόμενες προοπτικές ανάπτυξης αλλά και αντίστοιχα αυξανόμενους κινδύνους, όπως στην Σερβία, Ρουμανία, Τουρκία, Αίγυπτο, Ουκρανία κλπ.

Πρόσφατο παράδειγμα που αποτελεί ορόσημο είναι η εξαγορά της τουρκικής τράπεζας Finansbank από την Εθνική Τράπεζα.

•**Πρόγραμμα βελτίωσης των δημοσιονομικών της Ελλάδας**

Οι ενέργειες για περαιτέρω μείωση του δημόσιου χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος θα συμβάλουν μεταξύ άλλων στην βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης (credit rating) της Ελλάδας, γεγονός το οποίο θα μειώσει το κόστος κεφαλαίων για όλους.

•**Μείωση συντελεστών φορολογίας**

Η συνέχιση της μείωσης των συντελεστών φορολογίας των εταιρειών σε 29% για το 2006 και 25% για το 2007 υποστηρίζει την επιχειρηματικότητα και υποβοηθά την προσέλκυση νέων κεφαλαίων στην χώρα.

•**Καλές εποχές στην ναυτιλία**

Οι θετικές εξελίξεις του κλάδου τους τελευταίους 18 - 24 μήνες έχει αποφέρει κέρδη που κατά ένα σημαντικό μέρος επενδύονται σε μη ναυτιλιακές δραστηριότητες.

•**Ελληνικό νομοσχέδιο κεφαλαιαγοράς**

Το νέο σχέδιο νόμου υλοποιεί ευρωπαϊκή οδηγία. Πλέον θα είναι υποχρεωτική η υποβολή δημόσιας πρότασης (mandatory public offer) εξαγοράς του 100% μιας εισηγμένης εταιρείας εφόσον οι αγοραστές αποκτήσουν το 1/3 των δικαιωμάτων ψήφων. Επίσης θα έχουν το δικαίωμα υποχρεωτικής εξαγοράς των υπόλοιπων μετοχών, εφόσον έχουν στην κατοχή τους το 90% των μετοχών (squeeze-out rights). Στην επιχειρηματική δραστηριότητα πάντα θα υπάρχουν οι πολιτικές και μακροοικονομικές αβεβαιότητες, καθώς και οι κίνδυνοι οι οποίοι επηρεάζουν τις αγορές, όπως ο ρυθμός μεταβολής του παγκόσμιου εμπορίου, οι τιμές των πρώτων υλών και η εξασφάλιση ενεργειακών πόρων. Παρόλα αυτά, οι εξελίξεις στην Ελλάδα είναι θετικές όπως συνοψίζονται παραπάνω. Ένα περιβάλλον το οποίο ευνοεί την πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων τονώνει την δυναμική μιας οικονομίας και συμβάλει στην περαιτέρω ανάπτυξη της χώρας [2].

## 6.2. Κατασταση στην Ελλάδα

Οι αρμόδιοι για την χάραξη πολιτικής αναφέρονται επανειλημμένως στην ανάγκη πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων, προκειμένου να δημιουργηθούν ελληνικές εταιρείες, οι οποίες θα διαθέτουν την απαραίτητη κρίσιμη μάζα, ώστε να είναι ανταγωνιστικές στην Ευρώπη. Αυτό, όμως, προϋποθέτει προθυμία από πλευράς των εταιρειών να προχωρήσουν σε στρατηγικές συγχωνεύσεις, με στόχο τη βελτίωση της αποδοτικότητας, την επέκταση των αγορών και την ενίσχυση των τεχνολογικών τους δυνατοτήτων τους.

Τα τελευταία χρόνια, οι περισσότερες δραστηριότητες εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα εκπορεύτηκαν είτε από οικονομικούς, είτε από νομικούς παράγοντες. Έχουν γίνει περιορισμένες μόνο συμφωνίες στρατηγικού τύπου. Εκείνο που χρειάζεται είναι να δημιουργηθεί ένα περιβάλλον, στο πλαίσιο του οποίου οι μυριάδες επιχειρήσεις των 50 έως 60 υπαλλήλων να μπορούν να πειστούν να ενωθούν, σχηματίζοντας επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους των 500 έως 600 υπαλλήλων, ικανές να ανταγωνιστούν τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές. Τέτοιου είδους ενοποίηση, όμως, αντιμετωπίζει πλήθος εμπόδια: γραφειοκρατία, ακαμψίες στην αγορά εργασίας, έλλειψη ανταγωνισμού και πάνω από όλα την αντίθεση ανάμεσα σε διαφορετικές εταιρικές κουλτούρες. Επίσης, κάθε επιχειρηματίας θέλει να είναι αφεντικό στη δική του εταιρεία όσο μικρή κι αν είναι.

Το κράτος εξακολουθεί να είναι υπεύθυνο για το περίπου 60% της οικονομίας. Και πολλές από τις εξαγορές – ιδίως στον τραπεζικό κλάδο – αποτελούσαν ιδιωτικοποιήσεις, οι οποίες έχουν τις δικές τους ιδιομορφίες: λόγου χάριν, δεν υπόκεινται σε έλεγχο ανταγωνισμού.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου των υψηλών χρηματιστηριακών αξιών (1998 – 1999), οι *αντίστροφες συγχωνεύσεις* αποτελούσαν δημοφιλή μέθοδο για να εξασφαλιστεί η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο. Σύμφωνα με αυτή την τεχνική, οι μέτοχοι μιας μη-εισηγμένης εταιρείας συμμετέχουν στην έκδοση δικαιωμάτων μιας εισηγμένης, η οποία χρησιμοποιεί τα αντληθέντα κεφάλαια για

να εξαγοράσει την πρώτη και να εξασφαλίσει τη δική της εισαγωγή στο χρηματιστήριο.

Η *εταιρική αναδιοργάνωση* έχει επίσης αποτελέσει κινητήριο δύναμη για πολλές συγχωνεύσεις. Κατά τη διάρκεια της άνθησης του χρηματιστηρίου, κάποιες εταιρείες άρχισαν να προχωρούν στην απόσχιση τμημάτων και στη σύσταση τους ως θυγατρικών εταιρειών, τις οποίες εισήγαγαν στο χρηματιστήριο, χρησιμοποιώντας τα αντλημένα κεφάλαια για να προβούν σε νέες εξαγορές. Ήταν μια καλή μέθοδος άντλησης κεφαλαίων, χωρίς να χρειάζεται να αλλοιωθούν τα μετοχικά ποσοστά στη μητρική εταιρεία.

Μερικές φορές οι συγχωνεύσεις εκπηγάζουν *από τη νομοθεσία*, όπως συμβαίνει αυτή την στιγμή στον κλάδο των κατασκευαστικών. Η κυβέρνηση έχει ορίσει νέα κριτήρια, όσον αφορά τα ίδια κεφάλαια και το ενεργητικό, προκειμένου να πληρούν οι εταιρείες τις προϋποθέσεις για τη χορήγηση της άδειας κατασκευαστικής εταιρείας ανώτατης κλάσης, η οποία είναι απαραίτητη για τη συμμετοχή σε διαγωνισμούς για συμβάσεις του δημοσίου.

Οι *στρατηγικές συγχωνεύσεις* – οι οποίες βασίζονται στη βιομηχανική ή στην εμπορική λογική, σύμφωνα με την οποία δύο εταιρείες ενώνονται για να ενισχύσουν την παραγωγική τους δυναμικότητα ή να αυξήσουν το μερίδιό τους στην αγορά – σπανίζουν. Εξάιρεση αποτελεί ο τραπεζικός τομέας, αλλά ακόμα και εκεί οι συγχωνεύσεις προήλθαν, εν μέρει από τις διαδικασίες ιδιωτικοποίησης.

Οι εισερχόμενες επενδύσεις είναι περιορισμένες. Συνήθως οι ξένες εταιρείες προχωρούν σε εμπορικό διακανονισμό με κάποια αντίστοιχη ελληνική είτε για την παραγωγή προϊόντων που φέρουν το όνομά τους (φασόν) και προορίζονται για εξαγωγή είτε για την εξαγωγή, είτε για την παραγωγή προϊόντων για την εγχώρια αγορά στο πλαίσιο συμφωνιών αδειοδότησης. Έτσι η ξένη επιχείρηση αποκτά

παρουσία στην ελληνική αγορά, δίχως να χρειάζεται να αντιμετωπίσει το ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον.

### *6.3. Προβλήματα στις συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα*

Τέσσερα είναι τα βασικά προβλήματα που θεωρείται ότι εμποδίζουν όχι μόνο τις συγχωνεύσεις και εξαγορές αλλά και τη γενικότερη ανάπτυξη του ελληνικού επιχειρείν: α) η περίπλοκη νομοθεσία και η γραφειοκρατία, β) το άκαμπτο εργασιακό καθεστώς, γ) ο περιορισμένος ανταγωνισμός και δ) ο εγωκεντρισμός των επιχειρηματιών.

α) Ο νόμος περί ανωνύμων εταιρειών θεσπίστηκε για πρώτη φορά το 1920 και μολονότι έχει υποστεί πολλές τροποποιήσεις, οι διατάξεις του βασίζονται σε μια νοοτροπία πολύ λιγότερο ευέλικτη, σε σχέση με ότι απαιτεί το σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον. Δεν υπάρχει μια συνεκτική νομοθεσία που να λαμβάνει υπόψη και τις ιδιαιτερότητες των πολλών κλάδων τους οποίους καλύπτει. Συχνά οι νόμοι αποδεικνύονται ανεφάρμοστοι, επειδή δεν έχουν ληφθεί επαρκώς υπόψη οι συνέπειες της εφαρμογής τους. Το γεγονός ότι η νομοθεσία αποτελεί το πλαίσιο των υπουργικών αποφάσεων και η εφαρμογή τους εξαρτάται από αυτές την κάνει να φαίνεται ωθούμενη από υποκειμενικούς (πολιτικούς) παράγοντες. Οι κανόνες του παιχνιδιού δεν χαρακτηρίζονται από διαφάνεια και έτσι οι ξένες επιχειρήσεις φοβούνται να έρθουν στην Ελλάδα και να εξαγοράσουν επιχειρήσεις.

Η ελληνική γραφειοκρατία χαρακτηρίζεται από τη διάχυτη παρουσία και την αυθαιρεσία της, ενώ εξαρτάται από τις ιδιοτροπίες των δημοσίων υπαλλήλων. Οι εταιρείες πρέπει διαρκώς να παρακολουθούν τις αλλαγές στη νομοθεσία, ιδίως όσον αφορά τα φορολογικά ζητήματα, ενώ οι ελεγκτές της εφορίας αποτελούν κράτος εν κράτει.



Τη δεύτερη τροχοπέδη αποτελεί το εργασιακό καθεστώς, που δυσχεραίνει τον εξορθολογισμό του εργατικού δυναμικού, σε περίπτωση συγχώνευσης. Σύμφωνα με τους κανόνες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η διοίκηση είναι υποχρεωμένη να προειδοποιήσει τους εργαζομένους για τα τεκταινόμενα σε περίπτωση συγχώνευσης ή εξαγοράς και να διαπραγματευτεί μαζί τους τα ενδεχόμενα νέα επίπεδα στελέχωσης και τις εργασιακές ρυθμίσεις. Αν οι διαπραγματεύσεις δεν κατορθώσουν να οδηγήσουν σε σύμφωνη λύση, οι εταιρείες είναι ελεύθερες να κάνουν ότι θέλουν, υποκείμενες βέβαια στην εργατική νομοθεσία. Στην Ελλάδα, η εργατική νομοθεσία επιτρέπει στις εταιρείες να απολύσουν μέχρι το 2 % του προσωπικού κάθε μήνα, με μέγιστο όριο τα τριάντα άτομα.. Η πραγματοποίηση μαζικών απολύσεων απαιτεί υπουργική άδεια, η οποία σχεδόν ποτέ δεν διατίθεται, με εξαίρεση την περίπτωση κατά την οποία κλείνει.

γ) το μεγαλύτερο ποσοστό συγχωνεύσεων στην Ελλάδα έχει γίνει μεταξύ ήδη καλά οργανωμένων επιχειρήσεων. Οι πλειονότητά τους ανήκε στον τριτογενή τομέα. Εκείνο που χρειάζεται, ωστόσο, είναι συγχωνεύσεις ανάμεσα σε μικρές αναποτελεσματικές προς το κόστος εταιρείες μεταποίηση, που θα μπορέσουν να μεταβληθούν σε επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους, οι οποίες θα επωφελούνται από την αυτοματοποίηση της παραγωγής, τις οικονομίες κλίμακας, όσον αφορά τις προμήθειες και την επέκταση της εμβέλειας των πωλήσεων τους.

Υπάρχουν δεκάδες μικρές επιχειρήσεις μεταποίησης σε κλάδους όπως ο ρουχισμός και τα δερμάτινα προϊόντα, τα οικοδομικά υλικά και οι μεταλλικές κατασκευές κάθε είδους. Οι επιχειρήσεις αυτές ξεπετούν κακοσχεδιασμένα προϊόντα κακής ποιότητας. Υπό κανονικές συνθήκες, για να πουλήσουν τα προϊόντα αυτά, θα έπρεπε να ορίσουν τιμές που θα καθιστούσαν δύσκολη την επιβίωσή τους.

Ωστόσο, ανάμεσα στις κορυφαίες εταιρείες των περισσότερων κλάδων επικρατούν σχέσεις ολιγοπωλίου, με αποτέλεσμα τον περιορισμό του ανταγωνισμού. Έτσι, οι τιμές διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα και πολλές

εταιρείες, που σε άλλη περίπτωση θα αναγκάζονταν να συγχωνευθούν ή να κλείσουν.

δ) Η πλειονότητα των ελληνικών επιχειρήσεων είναι οικογενειακής ιδιοκτησίας. Αυτό ισχύει σε όλο τον κόσμο όσον αφορά όμως τις μικρότερες επιχειρήσεις. Στην Ελλάδα ένας σημαντικός αριθμός μεγάλων επιχειρήσεων, μεταξύ των οποίων και αρκετές εισηγμένες, εξακολουθούν να κυριαρχούνται από του ιδρυτές τους. Ο Έλληνας ιδιοκτήτης δεν θέλει να ανακατεύεται κανένας με την διοίκηση. Πρόκειται για βαθιά ριζωμένο γνώρισμα των Ελλήνων και για ανασταλτικό παράγοντα όσον αφορά τον εξορθολογισμό. Πιστεύει πως αν γνωρίζει ότι θέλει να εξακολουθεί να είναι αφεντικό της επιχείρησής του και παίρνει τις αποφάσεις μόνος του, μπορεί να αποφύγει τη συγχώνευση για όσο διάστημα νομίζει ότι μπορεί να επιβιώσει με σχετική άνεση. Υπάρχει ένα τίμημα. Προτιμάει να αποκομίζει χαμηλότερα κέρδη, αλλά θα εξακολουθεί να είναι αφεντικό του εαυτού του [3]

#### *6.4. Κίνητρα – στόχοι εξαγορών και συγχωνεύσεων*

Για να φέρουν αποτελέσματα οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, πρέπει να εστιάζονται κάπου, είτε η νέα εταιρεία να γίνει πιο αποδοτική, είτε να κερδίσει κάτι στην αγορά εξαλείφοντας ή κυριεύοντας κάποιον ανταγωνιστή.

Οι συγχωνεύσεις έχουν στόχο την επίτευξη οικονομιών κλίμακας, πράγμα που συνήθως σημαίνει τον εξορθολογισμό της εργασίας. Αυτό όμως είναι ιδιαίτερα δύσκολο στην Ελλάδα, επειδή, στο πλαίσιο των ιδιωτικών εξαγορών τα συνδικάτα διαθέτουν αρκετή δύναμη, ώστε να μπλοκάρουν τις μειώσεις εργατικού δυναμικού, ενώ στο πλαίσιο των ιδιωτικοποιήσεων το δημόσιο θέτει συχνά τον όρο να μην υπάρξει μεσοπρόθεσμα απώλεια θέσεων εργασίας.

Τα πρόσφατα κίνητρα που θέσπισε η κυβέρνηση έχουν ουσιαστικά στόχο την αύξηση της απασχόλησης μέσω των συγχωνεύσεων. Αντί για φορολογικές ελαφρύνσεις, τα κίνητρα θα έπρεπε να έχουν τόχο να κάνουν πιο ευέλικτη την αγορά εργασίας, παρέχοντας δυνατότητες μετεκπαίδευσης και μετάταξης [4].

Οι ειδικοί υποστηρίζουν ότι στόχος μιας συγχώνευσης είναι οι οικονομίες κλίμακας. Στην Ελλάδα όμως δεν υπάρχουν πολλές αφού η μείωση του κόστους μιας συγχώνευσης σημαίνει ότι είναι κανείς σε θέση να μειώσει τον αριθμό των υπαλλήλων, το οποίο δύσκολα γίνεται στην Ελλάδα. Στερημένες από το πλεονέκτημα αυτό, πολλές επιχειρήσεις θεωρούν ότι το εν γένει επιχειρηματικό περιβάλλον είναι τόσο αποπνικτικό που δεν αξίζει τον κόπο να διαταράξουν το κατεστημένο [5].

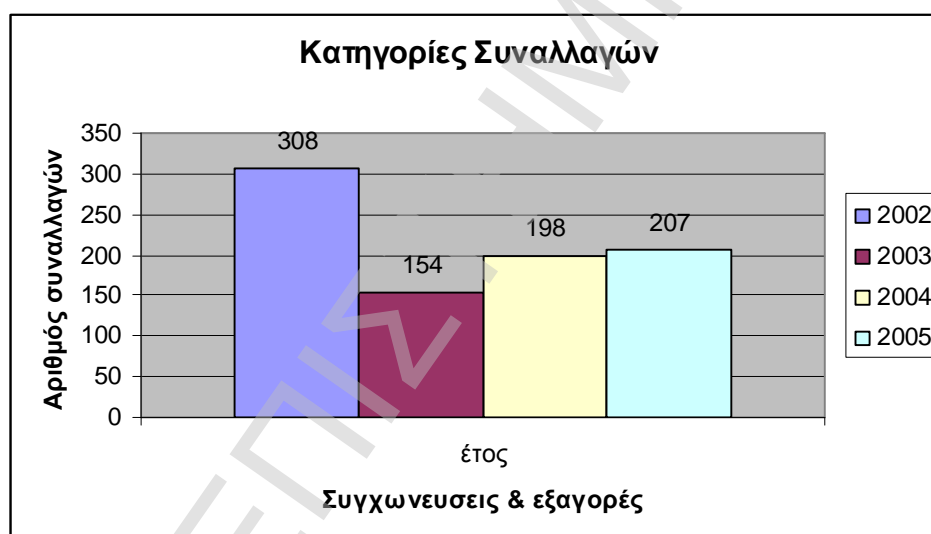
#### *6.5. Οι εταιρικές συναλλαγές το 2005*

Σύμφωνα με έρευνα της Price WaterhouseCoopers για τις Εξαγορές & Συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων, το 2005 ήταν μια χρονιά σημαντικών σε μέγεθος εξαγορών και συγχωνεύσεων καθώς η συνολική αξία των συναλλαγών ανήλθε σε €4,3 δισ. και η αξία των δέκα μεγαλύτερων συναλλαγών ανήλθε σε €3,1 δισ., ή 73% του συνόλου.

Πίνακας 1.1. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα 2002 - 2005

	2002	2003	2004	2005
Αξία συναλλαγής μετοχών (€ δις.)	2,5	3,1	2	4,3
Αξία συναλλαγής μετοχών των 10 μεγαλύτερων συναλλαγών (€ δις.)	1,4	2,5	1,6	3,1
Μέση αξία συναλλαγής για συναλλαγές με δημοσιευμένο τίμημα (€ δις.)	18,8	55,8	28,5	36,3
Αριθμός συναλλαγών με δημοσιευμένο τίμημα	133	55	71	119
Αριθμός συναλλαγών χωρίς δημοσιευμένο τίμημα	195	114	138	98
Ποσοστό αριθμού συναλλαγών με απόκτηση μειοψηφίας	32%	23%	36%	41%

Το 2005 ο αριθμός των συναλλαγών παρέμεινε σε παρόμοια επίπεδα με την προηγούμενη χρονιά, ενώ σημαντική αύξηση σημείωσε η δημοσιευμένη συνολική αξία συναλλαγών. Έτσι, το 2005 ο αριθμός συναλλαγών ανήλθε σε 217, αύξηση κατά 4% σε σχέση με το 2004.



Διάγραμμα 1.1. Αριθμός συναλλαγών στην Ελλάδα 2002 – 2005

Το 2005 το 69% των συναλλαγών πραγματοποιήθηκε όπως και πέρυσι από σχετικά μεγάλες εταιρείες με κύκλο εργασιών άνω των €50 εκ. ενώ οι εταιρείες ή

όμιλοι εταιρειών με κύκλο εργασιών άνω των €100 εκ. πραγματοποίησαν το 63% των συναλλαγών, σε σχέση με το 64% των συναλλαγών το 2004 [6].

Το 2005 παρατηρείται μια τάση των επενδυτών-αγοραστών προς συναλλαγές με σκοπό την απόκτηση ελέγχου μέσω πλειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής. Οι συγκεκριμένες συναλλαγές αποτελούν το 41% του συνόλου σε αριθμό για το 2005 έναντι 30% για το 2004. Οι συναλλαγές που αποσκοπούν στην απόκτηση ελέγχου αποτελούνται κατά 19% από εταιρείες στον κλάδο των Τραπεζών & Λοιπών Χρημ/κών Υπηρεσιών και ακολουθούν οι κλάδοι Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνιών και Βιομηχανίας με ποσοστά 12% και 11% αντίστοιχα. Η αύξηση των συναλλαγών πλειοψηφικού πακέτου, σε συνδυασμό με την πιθανή ύπαρξη premium για την απόκτηση του ελέγχου, αντικατοπτρίζεται και στην καταβολή υψηλότερων τιμημάτων ανά συναλλαγή και αποτελεί μία από τις αιτίες αύξησης της συνολικής αξίας συναλλαγών το 2005. Το 2005 το 41% των συναλλαγών αποσκοπούσαν στην απόκτηση μειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής παρουσιάζοντας αύξηση σε σχέση με το 2004 όπου οι αντίστοιχες συναλλαγές αποτελούσαν το 36% του συνόλου. Το 2005 στους επενδυτές μειοψηφικών μεριδίων συμμετοχής περιλαμβάνονται ιδιώτες (10%) και εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών (7%). Επίσης παρατηρείται ότι ο κλάδος Τεχνολογία & Τηλεπικοινωνίες αποτελεί κλάδο ενδιαφέροντος για τους επενδυτές μειοψηφικών μεριδίων συμμετοχής σε ποσοστό 22% ενώ ακολουθούν ο κλάδος των Τραπεζών & Λοιπών Χρημ/κών Υπηρεσιών (κυρίως εταιρείες επενδύσεων) με 13% και ο κλάδος των Ξενοδοχείων, Εστιατορίων και Διασκέδασης με 12% [7].

#### *6.6.Αποτελέσματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα*

Σύμφωνα με έρευνα του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα, έξι στις δέκα εταιρείες που προχώρησαν σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις διαπίστωσαν ότι επιδεινώθηκε η

απόδοση επί των συνολικών τους κεφαλαίων και αυτό μάλιστα συνέβη σε μεγαλύτερο βαθμό στις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες. Εξάλλου σε ποσοστό 62,5% οι προσδοκίες των εταιρειών αποδείχθηκαν μικρότερες από τις αναμενόμενες και η διάψευση των προσδοκιών τους σε μεγαλύτερο βαθμό αφορούσε την τιμή της μετοχής τους.

Τα συμπεράσματα της έρευνας για την ελληνική πραγματικότητα, βασίστηκαν σε δείγμα 72 εταιρειών από όλους τους κλάδους που πραγματοποίησαν εξαγορές και συγχωνεύσεις την περίοδο 1997-1999. Κατά την περίοδο που εξετάζει η έρευνα συνολικά διενεργήθηκαν συγχωνεύσεις και εξαγορές από 143 ελληνικές εταιρείες, οι οποίες κατατάσσονται σε 14 κλάδους. Ορισμένες από αυτές πραγματοποίησαν περισσότερες από μία, και έτσι ο συνολικός τους αριθμός, πάντα κατά την προαναφερόμενη τριετία, φθάνει τις 243.

Τα συμπεράσματα της έρευνας για την ελληνική πραγματικότητα, βασίστηκαν σε δείγμα 72 εταιρειών από όλους τους κλάδους που πραγματοποίησαν εξαγορές και συγχωνεύσεις την περίοδο 1997-1999. Κατά την περίοδο που εξετάζει η έρευνα συνολικά διενεργήθηκαν εξαγορές και συγχωνεύσεις από 143 ελληνικές εταιρείες, οι οποίες κατατάσσονται σε 14 κλάδους. Ορισμένες από αυτές πραγματοποίησαν περισσότερες από μία και έτσι ο συνολικός τους αριθμός, πάντα κατά την προαναφερόμενη τριετία, φθάνει τις 243.

Η έρευνα μέτρησε τη σχετική απόδοση κάθε επιχείρησης πριν και μετά την εξαγορά. Ως δείκτης σχετικής απόδοσης χρησιμοποιήθηκε η απόδοση επί των συνολικών κεφαλαίων και έγινε σύγκριση της μέσης απόδοσης των τριών προηγούμενων ετών πριν από την εξαγορά ή τη συγχώνευση με την απόδοση του επομένου έτους μετά την εξαγορά ή συγχώνευση. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι σχεδόν σε έξι από τις δέκα εξαγορές ή συγχωνεύσεις του δείγματος η σχετική απόδοση επιδεινώθηκε. Οι ερευνητές τονίζουν ότι τα έτη 1998, 1999, 2000 ήταν χρονιές όπου τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα της μέσης ελληνικής

επιχείρησης δεν είχαν επηρεαστεί από την πτώση του Χρηματιστηρίου και τη μετέπειτα διεθνή οικονομική ύφεση.

Εχει ενδιαφέρον το ότι από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις επηρεάστηκε περισσότερο η απόδοση των μικρών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, το 63,6% των μικρών και το 66,7% των μεσαίων σε μέγεθος επιχειρήσεων αντιμετώπισαν επιδείνωση της χρηματοοικονομικής τους θέσης, ενώ αντίθετα αυτό συνέβη μόνο στο 44% των μεγάλων εταιρειών. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 56% των μεγάλων σε μέγεθος εταιρειών βελτίωσε τη χρηματοοικονομική του κατάσταση. Ταυτόχρονα αποδείχθηκε ότι πιο εκτεθειμένες είναι οι άπειρες στο αντικείμενο εταιρείες, καθώς δύο στις τρεις επιχειρήσεις που δεν είχαν προηγούμενη εμπειρία σε εξαγορές και συγχωνεύσεις γνώρισαν επιδείνωση της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης το επόμενο έτος. Αντίθετα, αυτό συνέβη μόνο στο 54% των εταιρειών που είχαν σχετική εμπειρία. Παράλληλα διαπιστώθηκε ότι επιδεινώνεται περισσότερο η χρηματοοικονομική θέση των επιχειρήσεων με μεγάλη διασπορά μετοχών. Ειδικά όσον αφορά τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ, στο 60% του δείγματος η απόδοση πέφτει μετά από μια εξαγορά ή συγχώνευση, ενώ για τις μη εισηγμένες το ποσοστό αυτό είναι 50%.

Στην έρευνα έγινε μια προσπάθεια εκτίμησης των αποκλίσεων μεταξύ αρχικών προσδοκιών και βαθμού υλοποίησης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι σε ποσοστό 62,5% οι επιχειρήσεις βρέθηκαν κάτω από τις προσδοκίες τους. Μόνο 26,4% πέτυχαν να τις ξεπεράσουν, ενώ 11,1% βρέθηκαν μέσα στο εύρος των προσδοκιών τους. Το μεγαλύτερο πρόβλημα διάψευσης των προσδοκιών εντοπίστηκε στην τιμή της μετοχής, όπου το 22,9% του δείγματος βρέθηκε κάτω από τις προσδοκίες για την τιμή της μετοχής τους. Μεγάλες αποκλίσεις παρατηρούνται και στην αύξηση των πωλήσεων και των κερδών.

Ειδικά οι εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες σε ποσοστό 65% εκτιμούν ότι δεν υλοποίησαν τις αρχικές τους προσδοκίες έναντι 50% των μη εισηγμένων. Αλλά

το 40% των μη εισηγμένων θεωρούν ότι υπερέβησαν τις προσδοκίες τους έναντι μόλις του 24% των εισηγμένων.

Οι ερευνητές ζήτησαν από τα στελέχη των εταιρειών του δείγματος να προσδιορίσουν σε ποιον βαθμό η κατάσταση που αντιμετώπισαν μόλις ανέλαβαν τον έλεγχο μιας εταιρείας απέκλινε θετικά ή αρνητικά από τις προσδοκίες τους. Μέτρησαν τις αποκλίσεις σε μια σειρά μεταβλητών, όπως π.χ. το επίπεδο ικανότητας των στελεχών, η αποτελεσματικότητα οργάνωσης, το εργασιακό κλίμα, η κουλτούρα κ.ά. Οι μεγαλύτερες αρνητικές αποκλίσεις στο τι ανέμεναν να αντιμετωπίσουν και στο τι πραγματικά αντιμετώπισαν έχουν να κάνουν κατά κύριο λόγο με την οργανωσιακή κουλτούρα, την αποτελεσματικότητα της οργάνωσης και την οικονομική κατάσταση. Θετικές, ευχάριστες αποκλίσεις αντιμετώπισαν κατά μέσον όρο στη δύναμη της επιχείρησης-στόχου στην αγορά, στις τεχνολογικές δυνατότητες και στο επίπεδο ικανοτήτων των στελεχών της.

Στο ερώτημα τι τελικά συμβάλλει στην επιτυχή υλοποίηση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης στην Ελλάδα, από την έρευνα προκύπτει ότι πέντε είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν ιδιαίτερα την επίτευξη των προσδοκιών. Οι δύο από αυτούς σχετίζονται με το επικοινωνιακό πρόγραμμα και είναι αφενός η ύπαρξη επικοινωνιακού προγράμματος και αφετέρου η συχνότητα επικοινωνίας με τους εργαζομένους. Και οι δύο παράγοντες επηρεάζουν θετικά την επίτευξη των προσδοκιών για μια εξαγορά ή συγχώνευση. Ο βαθμός εχθρότητας του περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση επηρεάζει αρνητικά την υλοποίηση των προσδοκιών. Η ύπαρξη τυποποιημένων διαδικασιών λήψης αποφάσεων σχετίζεται θετικά με την υλοποίηση των προσδοκιών. Επίσης η γνώση των αλλαγών που συνεπάγεται μια συγχώνευση ή εξαγορά σχετίζεται θετικά με την επιτυχή υλοποίηση των προσδοκιών. Τα αποτελέσματα αυτά, αναφέρεται στην έρευνα, καταδεικνύουν τον κρίσιμο ρόλο που μπορεί να διαδραματίσει ένα ολοκληρωμένο επικοινωνιακό πρόγραμμα στην επιτυχή υλοποίηση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Αν μάλιστα αναλογιστούμε ότι ένα ποσοστό που αγγίζει το 40% των επιχειρήσεων του δείγματος δεν δημιουργεί



επικοινωνιακό πρόγραμμα, κατανοούμε ίσως γιατί μεγάλο μέρος των επιχειρήσεων του δείγματος δεν κατορθώνει να υλοποιήσει τις προσδοκίες που είχαν εκφραστεί για την εξαγορά ή συγχώνευση.

Μεταξύ άλλων η έρευνα κατέληξε όσον αφορά την ελληνική πραγματικότητα και στα εξής συμπεράσματα:

- Ο διευθύνων σύμβουλος των επιχειρήσεων παρουσιάζεται να έχει τον πρώτο λόγο στις στρατηγικές αυτές κινήσεις τόσο από άποψη σύλληψης της απόφασης όσο και από άποψη συμμετοχής στην όλη διαδικασία λήψης της απόφασης.
- Τα βασικά κίνητρα που ωθούν εταιρείες σε εξαγορές και συγχωνεύσεις σχετίζονται με τη μεγέθυνση των μεριδίων αγοράς, την προσφορά αξίας στους μετόχους και την επίτευξη συνεργιών.
- Ιδιαίτερα δραστήριες παρουσιάζονται οι εισηγμένες στο ΧΑΑ καθώς και οι εταιρείες των οποίων ο ιδρυτής είναι το σημερινό ανώτατο διοικητικό στέλεχος.
- Κατά μέσον όρο οι επιχειρήσεις καταβάλλουν τιμήματα που ξεπερνούν τις αρχικές τους εκτιμήσεις. Αλλά οι εταιρείες που έχουν πείρα σε εξαγορές και συγχωνεύσεις κατά μέσον όρο καταφέρνουν να μειώσουν το αρχικά εκτιμώμενο τίμημα.
- Περίπου μία στις δύο επιχειρήσεις διενεργούν εξαγορές και συγχωνεύσεις χωρίς να έχουν σχεδιάσει τις κινήσεις τους την επόμενη ημέρα αναφορικά με βασικές παραμέτρους όπως: αλλαγές στην οργανωτική δομή, στις εσωτερικές διαδικασίες, στο προσωπικό, στην γκάμα των προϊόντων και στους τομείς δραστηριότητας [8].

### **6.8 Οι σημαντικότεροι κλάδοι**

Οι κινήσεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων χαρακτηρίζονται από έναν έντονο πλουραλισμό όσον αφορά τους κλάδους μέσα στους οποίους διαδραματίστηκαν

οι αντίστοιχες ανακατατάξεις των εταιρικών δυνάμεων. Ο έντονος πλουραλισμός που παρατηρείται στην ελληνική οικονομία από αυτή την οπτική γωνία οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το εγχώριο οικονομικό περιβάλλον στο σύνολό του βρίσκεται σε μια διαρκή φάση εσωτερικής αναδιάταξης των δυνάμεών του, με μια δυναμική για εντονότερες συμπράξεις και κινήσεις στο μέλλον.

#### *6.8.1. Τεχνολογίες και Τηλεπικοινωνίες*

Η αγορά σταθερής και κινητής τηλεφωνίας συγκέντρωσε το ενδιαφέρον επενδυτών και φέτος, με 34 συναλλαγές ή 16% του συνόλου. Η μεγαλύτερη σε αξία συναλλαγή του 2005, όπως και το 2004, πραγματοποιήθηκε στον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών. Η εξαγορά του 100% της TIM από τα διεθνή επιχειρηματικά κεφάλαια AraxPartners και Texas Pacific ακολούθησε το περσινό ενδιαφέροντων ξένων επενδυτών (εξαγορά της Vodafone Panafon από την Vodafone Group) για την κερδοφόρα αγορά της κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα. Στο ίδιο πλαίσιο, ακολούθησε και η εξαγορά του 100% της Q-Telecom από τους αγοραστές της TIM, καθώς και η μετέπειτα μεταβίβαση της στην TIM στις αρχές του 2006 .

Κινητικότητα παρατηρήθηκε και στον κλάδο του Internet και της σταθερής τηλεφωνίας. Η δημόσια προσφορά της Intracom κατά τον Οκτώβριο-Νοέμβριο 2005 για την απόκτηση του 50% της Forthnet δεν ολοκληρώθηκε και απεσύρθη, ενώ η ισλανδική εταιρεία επιχειρηματικών συμμετοχών Novator, η οποία συμμετείχε στη Forthnet αύξησε το ποσοστό συμμετοχής της. Τάσεις συγκέντρωσης μεταξύ των εταιρειών του κλάδου Τηλεπικοινωνιών και παροχών Internet αναμένονται τα επόμενα 1-2 έτη στην Ελλάδα.

Στην αγορά σταθερής τηλεφωνίας, αναμένεται συγκέντρωση μεταξύ των αρκετών για το μέγεθος της αγοράς μικρών εταιρειών οι οποίες δεν παρουσιάζουν ιδιαίτερη κερδοφορία. Επίσης υπάρχει πιθανότητα, στο εγγύς μέλλον, ενδιαφέροντος κάποιας από τις δυτικοευρωπαϊκές εταιρείες τηλεπικοινωνιών για

την αγορά του μεριδίου του Ελληνικού Δημοσίου στον ΟΤΕ. Ο ΟΤΕ θα αποτελέσει πόλο έλξης επενδυτών μετά την δηλωμένη πρόθεση από το Ελληνικό Δημόσιο για πώληση ενός μεριδίου του. Σημαντικοί παράγοντες για το αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον θα αποτελέσουν η επιτυχής αναδιοργάνωση και αναδιάρθρωση του ΟΤΕ σε συνδυασμό με την ισχυρή παρουσία του στη νοτιοανατολική Ευρώπη, ειδικά στην Ρουμανία (Romtelecom) καθώς και σε άλλες χώρες με ισχυρή παρουσία στην αγορά κινητής τηλεφωνίας.

Στην αγορά της κινητής τηλεφωνίας δεν αναμένεται περαιτέρω συγκέντρωση επειδή τώρα υπάρχουν μόνο 3 εταιρείες κινητής τηλεφωνίας, μια αγορά που είναι σχετικά ώριμη και που η διείσδυση ως ποσοστό του πληθυσμού έχει φτάσει σχεδόν το 110%.

Η αγορά των παροχών Internet παρέχει σημαντικά περιθώρια περαιτέρω διείσδυσης, οπότε και θα ελκύσει επενδυτικό ενδιαφέρον, καθώς παραμένει κερματισμένη.

Πιο συγκεκριμένα, ως αποτέλεσμα της απόσυρσης της δημόσιας προσφοράς της Intracom για την απόκτηση του 50% της Forthnet, η πρώτη προέβη στις αρχές του 2006 στην πώληση της συνολικής συμμετοχής της στην Forthnet (Internet και σταθερή τηλεφωνία). Το ενδιαφέρον της Intracom για επενδύσεις στον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών αναμένεται να συνεχιστεί μέσω νέων συναλλαγών, τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Μια σημαντική στρατηγική συνεργασία για το 2006 έχει ήδη ανακοινωθεί: η πώληση από την Intracom του 51% της IntracomTelecom στη ρωσική Sistema, η οποία και σηματοδοτεί την επέκταση της ελληνικής εταιρείας τηλεπικοινωνίας στην ευρύτερη περιοχή τόσο της ανατολικής Ευρώπης όσο και της Ρωσίας [9].

#### *6.8.2. Τράπεζες & Λοιπές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες*

Ενα σημαντικό ερώτημα είναι κατά πόσο η τάση συγκέντρωσης που επικράτησε στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα τα τελευταία χρόνια έχει δημιουργήσει τραπεζικά ιδρύματα ικανά να αντεπεξέλθουν στον ανταγωνισμό;

Οι ελληνικές τράπεζες έχουν βελτιώσει σημαντικά τη θέση τους, αλλά εξακολουθούν να είναι μικρές με βάση τα διεθνή πρότυπα. Η κεφαλαιακή επάρκεια, η κερδοφορία και η αποτελεσματικότητά των ελληνικών τραπεζών είναι υψηλές σε σχέση με τις τράπεζες των υπολοίπων χωρών. Παρά την πρόσφατη σύμπτυξη στον ελληνικό τραπεζικό χώρο, οι ελληνικές τράπεζες παραμένουν μικρές σε σχέση με τις αντίστοιχες τράπεζες των υπόλοιπων ευρωπαϊκών χωρών, ενώ δεν διαθέτουν την απαιτούμενη εμπειρία ώστε να ανταγωνιστούν σε πανευρωπαϊκό επίπεδο τους αντίστοιχους ομίλους άλλων χωρών στην αγορά χονδρικής τραπεζικής [10].

Το 2005, στον κλάδο των Τραπεζών και λοιπών Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών πραγματοποιήθηκαν 34 συναλλαγές, οι οποίες αποτελούν το 16% του συνόλου και κατατάσσουν τον κλάδο δεύτερο πιο δραστήριο σε αριθμό συναλλαγών το 2005. Η δημοσιευμένη αξία των συναλλαγών του κλάδου ανήλθε σε €863 εκατομμύρια, ή 20% επί της συνολικής αξίας συναλλαγών.

Η μεγαλύτερη σε αξία συναλλαγή που πραγματοποιήθηκε το 2005 ήταν η εξαγορά ύψους €330 εκατομμυρίων από τη πορτογαλική Millennium BCP του υπόλοιπου ποσοστού (50%) της Novabank. Μετά τη συναλλαγή, η Millennium BCP κατέχει το 100% της Novabank και είναι η δεύτερη ξένη τράπεζα, μετά τη Societe Generale, η οποία έχει προσφάτως αποκτήσει τον έλεγχο ελληνικής τράπεζας.

Η δεύτερη σε αξία συναλλαγή στον τραπεζικό τομέα το 2005 ήταν η εξαγορά του 97% της Jubanka στη Σερβία από την Alpha Bank τον Ιανουάριο του 2005 για €167 εκατομμύρια. Η συγκεκριμένη συναλλαγή σηματοδότησε ακόμη μια χρονιά

με έντονη κινητικότητα των ελληνικών τραπεζών στη νοτιοανατολική Ευρώπη, οι οποίες συνεχίζουν την εδραίωση τους στην περιοχή

Χαρακτηριστικό στοιχείο της προηγούμενης χρονιάς ήταν η εξυγίανση των θυγατρικών των τραπεζών. Παραδείγματα αποτελούν οι πωλήσεις θυγατρικών τραπεζών σε χώρες με ώριμες αγορές όπως της Β. Αμερικής όπου η εξοικονόμηση κεφαλαίων προωθείται σε επενδύσεις σε αναπτυσσόμενες αγορές. Ως πιο σημαντικές πωλήσεις θυγατρικών αναφέρονται οι πωλήσεις από την Εθνική Τράπεζα της Atlantic Bank of New York και της NBG Canada. Τράπεζες & Λοιπές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες

Όσον αφορά στις μεσαίου μεγέθους τράπεζες, παρατηρήθηκε κινητικότητα προς την συγκέντρωση των μικρών και μεσαίων τραπεζών, με την εξαγορά του 10% της Εγνατίας Τράπεζας από την Marfin Financial Group τον Σεπτέμβριο του 2005. Στους πρώτους μήνες του 2006 πραγματοποιήθηκε η αύξηση του ποσοστού συμμετοχής της Marfin Financial Group στην Εγνατία μεταξύ 34% έως 49% και επίσης η στρατηγική συμμετοχή της στην Λαϊκή Τράπεζα της Κύπρου. Η συγχώνευση των ελληνικών δραστηριοτήτων αυτών των πιστωτικών ιδρυμάτων αναμένεται το 2006/2007

Οι επικείμενες ιδιωτικοποιήσεις - μετοχοποιήσεις τριών τραπεζών θα είναι ένας από τους σημαντικούς παράγοντες που θα σηματοδοτήσουν τις εξελίξεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο το 2006.

Συγκεκριμένα, αναμένεται η διάθεση του 20% περίπου της Εμπορικής Τράπεζας από το Ελληνικό Δημόσιο, ενώ η απόφαση της Credit Agricole αναφορικά με την εξάσκηση του call option που διαθέτει θα είναι σημαντική για τις εξελίξεις και την προοπτική ενδεχόμενης εισόδου και άλλων ξένων τραπεζών στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο.

Επίσης, αναμένεται η μείωση της συμμετοχής του Δημοσίου στην Αγροτική Τράπεζα με την πώληση ποσοστού 10% περίπου του μετοχικού κεφαλαίου της. Τέλος, για το δεύτερο εξάμηνο του 2006 σχεδιάζεται και η εισαγωγή του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Τα υψηλά κέρδη των μεγάλων τραπεζών το 2005 προέρχονται κυρίως από τις εργασίες στη λιανική τραπεζική και τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, απόσημαντικά έσοδα χρηματοοικονομικών πράξεων λόγω της ανόδου του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2005, αλλά και από τους μειωμένους φορολογικούς συντελεστές το 2005 για κάποιες τράπεζες βάσει του Ν.2992/2002. Αυτά τα κέρδη θα χρηματοδοτήσουν την περαιτέρω ανάπτυξή τους στο εξωτερικό.

Στον ελλαδικό χώρο, αναμένεται αυξημένο ενδιαφέρον ξένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ίσως και εταιρειών επιχειρηματικών κεφαλαίων για ελληνικές τράπεζες. Με την απόκτηση ελληνικής τράπεζας αποκτούν επίσης σημαντική παρουσία σε νοτιοανατολικές ευρωπαϊκές αγορές.

Η τάση για συγκέντρωση στον κλάδο των μικρών και μεσαίων τραπεζών αναμένεται να συνεχιστεί και το 2006. Γενικά για διάφορους λόγους η κερδοφορία / απόδοση των ιδίων κεφαλαίων τους είναι χαμηλότερη σε σχέση με τις πιο μεγάλες τράπεζες και η αναζήτηση στρατηγικών συμμαχιών με τράπεζες ιδίου ή μεγαλύτερου μεγέθους διαφαίνεται πιθανή διέξοδος. Οι κινήσεις της Marfin Financial Group όπως και η πρόσφατη συγχώνευση της εισηγμένης Proton Bank με την Ωμέγα Bank αποτελούν παραδείγματα τέτοιων συγκεντρώσεων.

### *6.8.3. Τροφιμα και ποτά*

Το 2005 στον κλάδο Τρόφιμα και Ποτά πραγματοποιηθήκαν 17 συναλλαγές που αποτελούντο 8% του συνόλου των συναλλαγών. Η συνολική αξία συναλλαγών

στον κλάδο ανέρχεται σε €664 εκατομμύρια, ή 15% της συνόλου (0,6% το 2004), υποδεικνύοντας αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον. Η μέση αξία των συναλλαγών ανέρχεται σε €55 εκατομμύρια για το 2005 έναντι €3,2 εκατομμύρια για το 2004, επίσης σημειώνοντας σημαντική αύξηση.

Πρωταγωνιστής των εταιρικών συναλλαγών στον κλάδο Τροφίμων στην Ελλάδα το 2005 ήταν η ανακοίνωση της συγχώνευσης της Δέλτα Συμμετοχών με την Chipita. Η συγχώνευση αυτή δημιουργεί μια νέα μεγάλη εταιρεία “Vivartia” με παρουσία σε πάνω από 25 χώρες στο εξωτερικό. Μέσω της δημιουργίας της νέας εταιρείας, αναμένονται σημαντικές συνεργίες, οι οποίες περιλαμβάνουν την επέκταση της Δέλτα σε χώρες της Μέσης Ανατολής ακόμη και στην Λατινική Αμερική.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η προσέλκυση ξένων επενδυτών στον κλάδο Τροφίμων στην Ελλάδα με την εξαγορά του 96,53% της Δέλτα Βιομηχανίας Παγωτού από την Nestlé για €127 εκατομμύρια. Στον κλάδο των Ποτών σημαντική κινητικότητα εξακολουθεί να παρουσιάζει η CocaCola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως με συναλλαγές σε χώρες του εξωτερικού. Το 2005 η CocaCola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως εξαγόρασε από κοινού με την CocaCola Company (50% : 50%), το 50% της ρωσικής Multon, εταιρεία εμφιάλωσης χυμών και το 50% της σέρβικης Vlasinka, εταιρεία εμφιάλωσης νερού. Το συνολικό τίμημα για τις δύο συναλλαγές ανέρχεται σε περίπου €199 εκατομμύρια για την CocaCola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως αποτελώντας το 30% της συνολικής αξίας συναλλαγών στον κλάδο.

Ο κλάδος Τροφίμων και Ποτών χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό ο οποίος αναμένεται να οδηγήσει σε προβλήματα ρευστότητας, ιδιαίτερα στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Στην ενδυνάμωση του ανταγωνισμού έχει συμβάλει σημαντικά η παρουσία hard-discount αλυσίδων σουπερμάρκετ (Lidl και Dia), η ενίσχυση της παρουσίας ξένων εταιρειών του κλάδου στην Ελλάδα (Nestlé) και η ενδεχόμενη είσοδος νέων ξένων αλυσίδων.

Παρακολουθώντας τις διεθνείς τάσεις και τον παγκόσμιο ανταγωνισμό, οι εταιρείες του κλάδου στην Ελλάδα αναμένεται να προχωρήσουν σε διαθρωτικές κινήσεις και να προσαρμόσουν τη λειτουργία τους στα διεθνή πρότυπα. Μέσα στα επόμενα δύο έτη προβλέπεται συγκέντρωση η οποία θα πραγματοποιηθεί είτε μέσω συναλλαγών είτε μέσω της συρρίκνωσης ή και διακοπής της δραστηριότητας των μικρότερων επιχειρήσεων του κλάδου που δεν θα είναι σε θέση να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις του ανταγωνισμού.

#### *6.8.4. Ενέργεια*

Το 2005 στον κλάδο της Ενέργειας πραγματοποιήθηκαν εννέα συναλλαγές έναντι μόλις τριών συναλλαγών για το 2004, συμβαδίζοντας με το αυξημένο ενδιαφέρον για συναλλαγές στο ευρωπαϊκό κλάδο Ενέργειας -με μεγαλύτερη την ανακοίνωση της συγχώνευσης των GasdeFrance–Suez στη Γαλλία. Στην Ευρώπη, οι εταιρείες στον κλάδο της Ενέργειας επιδιώκουν την αύξηση των μεγεθών τους εν αναμονή της εντατικοποίησης του ανταγωνισμού με την απελευθέρωση της αγοράς. Η συνολική αξία συναλλαγών στον κλάδο ανέρχεται σε €57,5 εκατομμύρια το 2005, ή μόλις 1,3% της συνολικής αξίας, ενώ η μέση αξία ανά συναλλαγή ήταν €19 εκατομμύρια. Η σημαντικότερη συναλλαγή στον κλάδο είναι η αύξηση της συμμετοχής της ισπανικής εταιρείας ενέργειας Iberdrola στην X. Ρόκας με την απόκτηση μέσα στο 2005 επιπλέον ποσοστού 28,9%, φθάνοντας τη συνολική συμμετοχή της στο 49,9%. Η συναλλαγή πραγματοποιήθηκε βάσει της αρχικής συμφωνίας εξαγοράς το 2004, η οποία προέβλεπε τη σταδιακή αύξηση της συμμετοχής στο 49,9% σε διάστημα 4 ετών. Αναφέρεται ότι στον τομέα της αιολικής ενέργειας έχουν εγκατασταθεί αιολικά πάρκα συνολικής ισχύος 590MW, με την X. Ρόκας να κατέχει το 32% της συνολικής παραγωγής και τον Όμιλο Κοπελούζου να κατέχει το 14%. Στον κλάδο των πετρελαιοειδών, σημαντική συναλλαγή αποτελεί η επιστροφή του 41,9% της Motor Oil στον Όμιλο Βαρδινογιάννη από τη σαουδαρική εταιρεία Aramco.



Εξελίξεις από την απελευθέρωση της αγοράς της ενέργειας αναμένονται μέσα στο 2006. Έως σήμερα, ο κλάδος της ηλεκτροπαραγωγής χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα λόγω της έλλειψης σαφούς νομοθετικού πλαισίου αλλά και της μη αξιοποίησης των ήδη διανεμηθέντων αδειών για ιδιωτική παραγωγή ενέργειας. Το νέο νομοθετικό πλαίσιο το οποίο αναμένεται το 2006, εκτιμάται ότι θα προσελκύσει το ενδιαφέρον νέων επενδυτών, τόσο από την Ελλάδα αλλά κυρίως από το εξωτερικό. Χαρακτηριστικά αναφέρεται η Iberdrola, η οποία αναμένεται να επεκταθεί και στους υπόλοιπους τομείς της ενέργειας στην Ελλάδα, πέραν της αιολικής.

Επίσης, έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον αναμένεται να προσελκύσει και ο διαγωνισμός του ΔΕΣΜΗΕ (Διαχειριστής του Συστήματος Μεταφοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας) για την προαγορά 900 MW από τρεις νέες μονάδες ηλεκτροπαραγωγής 400 MW η κάθε μία, ο οποίος θα λάβει χώρα τμηματικά από το 2006 έως την άνοιξη του 2007.

Στον τομέα του φυσικού αερίου η μονοπωλιακή παρουσία της ΔΕΠΑ αναμένεται να αποδυναμωθεί λόγω της νέας νομοθεσίας για την απελευθέρωση της αγοράς. Συγκεκριμένα οι δραστηριότητες και τα πάγια της μεταφοράς φυσικού αερίου αναμένεται να διασπαστούν από τη ΔΕΠΑ και να ενσωματωθούν σε νέα εταιρεία μέχρι τέλος του 2006.

Στον τομέα Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (ΑΠΕ), η αγορά της αιολικής ενέργειας βρίσκεται ακόμη υπό διαμόρφωση και το 2006 θα είναι σημαντική χρονιά για τον καταμερισμό της πίτας και την κατάκτηση μεριδίων αγοράς. Έτσι, αναμένεται έντονο ενδιαφέρον και κινητικότητα με σκοπό την συγκέντρωση ισχύος τόσο από διεθνείς ενεργειακές εταιρείες όσο και από επενδυτικά κεφάλαια. Τις εξελίξεις επηρεάζουν το νέο νομοσχέδιο που αναμένεται να ψηφισθεί σύντομα και ο στόχος που έχει θέσει η Ελλάδα (βάσει Ευρωπαϊκής Οδηγίας) για την κάλυψη ενεργειακών αναγκών κατά 20% από ΑΠΕ μέχρι το 2010.

Στον κλάδο του πετρελαίου και σε μία προσπάθεια αναζωπύρωσης του ενδιαφέροντος των επενδυτών, το Υπουργείο Ανάπτυξης μελετά την τροποποίηση του Νόμου 2289/95 περί υδρογονανθράκων ώστε τα δικαιώματα έρευνας και εκμετάλλευσης να απονέμονται από ανεξάρτητη οντότητα μέσω διαγωνισμών. Επιπλέον, οι τιμές του πετρελαίου αναμένονται να διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα ενισχύοντας τη ρευστότητα του κλάδου και συνάμα την επενδυτική δραστηριότητα των εταιρειών του κλάδου. Επίσης θα υπάρξουν αποκρατικοποιήσεις στην Σερβία και σε άλλες γειτονικές χώρες (εταιρείες ηλεκτροπαραγωγής, διανομή ηλεκτρικού ρεύματος, διυλιστήρια, κ.α.) όπου οι ελληνικές εταιρείες ενέργειας έχουν στρατηγικό ενδιαφέρον [10].

## Βιβλιογραφία Κεφαλαίου 6

1. Ζοπουνίδης Κ. – Σχοινιωτάκης, “Ισχυρή και το 2006 η τάση εξαγορών συγχωνεύσεων”, Η Ναυτεμπορική, 25/01/2006, σελ 36
2. ‘Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Επιχειρήσεων’, PricewaterhouseCoopers, 2005, σελ 2-3
3. ‘Εξαγορες και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα’, Εκδόσεις Κερκυρα, 2002,σελ 8–16
4. Αληφαντής Γ. “Τα κίνητρα για τις συγχωνεύσεις και τις απορροφήσεις εταιρειών” Η Ναυτεμπορική, 16/12/2004, σελ 14
5. ‘Εξαγορες και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα’,ο.π. σελ 8–16
6. Πουλερές Γ.– Φιντικάκης Γ., “ Παιχνίδια δισεκατομμυρίων στην επιχειρηματική σκακιέρα”, Τα Νέα, 11/02/2006, σελ 102
7. ‘Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Επιχειρήσεων’, ο.π. σελ 12-13
8. Κασσιμάτης Αλ., “Ανθρακες ο θησαυρός των συγχωνεύσεων” , Το Βήμα, 19/2/2002, σελ Δ09

9. 'Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Επιχειρήσεων', ο.π. σελ 36
10. Θεοδωρόπουλος Θ. 'Γιατί πετυχαίνει μόνο το 25% των Συγχωνευσεων και Εξαγορών', Η Ναυτεμπορική, 28/01/2002
11. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Επιχειρήσεων', ο.π. σελ 37

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## **Κεφάλαιο 7: Συγχώνευση ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ – CHIPITA**

### *7.1. Εισαγωγή*

Στο παρόν κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με τη εταιρεία VIVARTIA που προέκυψε από την πολυσυζητημένη συγχώνευση με απορρόφηση της εταιρείας ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ με τις CHIPITA INTERNATIONAL, ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ, GOODY'S, ΜΠΑΡΜΠΑΣΤΑΘΗΣ ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ, και την πώληση του συνόλου της συμμετοχής της στην ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓΩΤΟΥ.

Αρχικά ο όμιλος που προέκυψε από τη συγχώνευση, είχε το όνομα BrandCo, όμως μετονομάστηκε τον Μάιο του 2006 σε "Vivartia". Με αυτή την νέα επωνυμία θα «βγει» στην αγορά ο υπό δημιουργία όμιλος, ενώ υπό τον νέο αυτό διακριτικό τίτλο θα λανσαριστούν και τα προϊόντα του ομίλου, ενώ στη βάση αυτής της επωνυμίας θα μετονομαστεί και η μετοχή.

Η συγχώνευση εκτιμάται ότι θα έχει ολοκληρωθεί μέχρι τον Ιούλιο του 2006, οπότε αμέσως μετά θα αποσυρθούν από το Χρηματιστήριο οι μετοχές των εταιρειών που θα απορροφηθούν, ώστε να διαπραγματεύεται μία μετοχή. Μέχρι τότε, η νέα εταιρεία θα έχει την προσωρινή ονομασία BrandCo. Η ενοποιημένη εταιρεία, μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας, θα είναι η πρώτη στον κλάδο τροφίμων στην Ελλάδα, δεύτερη στον κλάδο τροφίμων και ποτών στην Ελλάδα, έβδομη μεγαλύτερη ελληνική βιομηχανική εταιρεία και η τριακοστή πέμπτη εταιρεία τροφίμων στην Ευρώπη [1].

### *7.2. Όμιλος ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ*

Η εταιρεία ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του '40 με την επωνυμία «Αριστείδης Δασκαλόπουλος», η οποία εξέφραζε το όραμα της εταιρείας εκείνη την εποχή. Στη συνέχεια, στη δεκαετία 1960-1970 με την ίδρυση της ΔΕΛΤΑ, αναπτύχθηκε η επιχειρηματική δραστηριότητα στο γάλα. Τη δεκαετία του '70 ξεκίνησε στο παγωτό ενώ κατέκτησε ηγετική θέση στο γάλα. Από το 1980 και μετά η ΔΕΛΤΑ μέσω του αυξανόμενης γκάμας επωνύμων προϊόντων και προσήλωση στην ποιότητα κατέκτησε ηγετική θέση στο γάλα και το παγωτό στην Ελλάδα. Η ΔΕΛΤΑ δημιούργησε νέες αγορές, πραγματοποίησε την εισαγωγή της στο ΧΑΑ, ανέπτυξε στρατηγικές συνεργασίες, και κατέκτησε ηγετική θέση στα κατεψυγμένα και στα εστιατόρια ταχείας εξυπηρέτησης.

Ο όμιλος της Δέλτα Συμμετοχών, με πωλήσεις που στο εννιάμηνο του 2005 διαμορφώθηκαν στα 548 εκατ. ευρώ, με πάνω από τρεις χιλιάδες εργαζομένους και με 24 εταιρείες στο χαρτοφυλάκιο του (θυγατρικές και συνδεδεμένες με αυτόν), δραστηριοποιείται στην παραγωγή γαλακτοκομικών προϊόντων, φρέσκων χυμών, κατεψυγμένων τροφίμων, έτοιμων φαγητών, ενώ προσφέρει και υπηρεσίες μαζικής εστίασης.

Από τις σημαντικότερες θυγατρικές εταιρείες του ομίλου είναι εκτός από τη μητρική εταιρεία η Δέλτα Πρότυπος Βιομηχανία Γάλακτος, η Δέλτα Βιομηχανία Παγωτού, η Γενική Τροφίμων και η Goody's.

Στον τομέα του γάλακτος ο όμιλος διαθέτει 4 υπερσύγχρονα εργοστάσια, ενώ στον τομέα του παγωτού διαθέτει τέσσερις παραγωγικές μονάδες από τις οποίες η μία είναι στην Ελλάδα και οι υπόλοιπες τρεις στη Σερβία και Μαυροβούνιο, τη Ρουμανία και τη Βουλγαρία.

Στον τομέα των κατεψυγμένων προϊόντων ο όμιλος διαθέτει τα εργοστάσια της Froza και της Μπαρμπα-Στάθης, μέσω της θυγατρικής της εταιρείας Άλεις δραστηριοποιείται στην παραγωγή και εμπορία κατεψυγμένων ζυμών, ενώ μέσω της Greenfood δραστηριοποιείται στην επεξεργασία και συντήρηση

οπωροκηπευτικών. Με όχημα την εταιρεία Goody's, η Δέλτα Συμμετοχών έχει διεισδύσει και στον χώρο της μαζικής εστίασης όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και σε χώρες του εξωτερικού, όπως είναι η Βουλγαρία και η Κύπρος.

#### *7.2.1 Τα Προϊόντα, το Μεριδίο & το Δίκτυο της ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.*

Η ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ μέσω των εταιρειών που ελέγχει δραστηριοποιείται στην παραγωγή και διάθεση γαλακτοκομικών (γάλα - γιαούρτη) και τυροκομικών προϊόντων (τυρί και βούτυρο), φρέσκων χυμών, καταψυγμένων προϊόντων (λαχανικά - ζύμες και έτοιμα γεύματα) ενώ μέσω της GOODY'S δραστηριοποιείται στο χώρο της Γρήγορης Εστίασης και στην αγορά των coffee shops μέσω της Flocafe.

Οι εταιρείες της ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ κατέχουν:

- Την πρώτη θέση στην αγορά του φρέσκου γάλακτος στην Ελλάδα με μερίδιο 40%.
- Την πρώτη θέση στην αγορά φρέσκου σοκολατούχου γάλακτος στην Ελλάδα με μερίδιο 57%.
- Τη δεύτερη θέση στην αγορά γιαουρτιού και φρέσκων γαλακτοκομικών προϊόντων στην Ελλάδα με μερίδιο 30%.
- Την πρώτη θέση στην αγορά φρέσκων χυμών διατήρησης σε ψύξη στην Ελλάδα με μερίδιο 58%.
- Την πρώτη θέση στην αγορά καταψυγμένων λαχανικών στην Ελλάδα με μερίδιο άνω του 80%.
- Την πρώτη θέση στην αγορά καταψυγμένων προϊόντων ζύμης με μερίδιο 30%.
- Την πρώτη θέση στην αγορά τυποποιημένου τυριού στην Ελλάδα.
- Την πρώτη θέση στην κατηγορία "αλυσίδων εστιατορίων Burger" με μερίδιο αγοράς που ξεπερνά το 80%, ενώ κατέχει μέσω της αλυσίδας

Goody's το 49,7% στην επώνυμη αγορά φαγητού και μέσω της αλυσίδας Flocafe το 35,7% της επώνυμης αγοράς καφέ.

Ο Όμιλος ΔΕΛΤΑ, διαθέτει τέσσερα κέντρα διανομής στην Αθήνα, τη Λάρισα και την Πάτρα, 85.000 σημεία πώλησης των προϊόντων που παράγει στην Ελλάδα και το εξωτερικό, καθώς και το μεγαλύτερο κρύο δίκτυο διανομής στη Ν.Α Ευρώπη με στόλο 1.300 φορτηγών και φορτηγών ψυγείων [2].

Η ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. είναι μέλος του ΧΑΑ από το 1990, συμμετέχει άμεσα κι έμμεσα στο μετοχικό κεφάλαιο 55 εταιρειών και μέσω αυτών απευθύνεται σε μία περιφερειακή αγορά 60 εκατομμυρίων καταναλωτών. Η μετοχή της γαλακτοβιομηχανίας, με εξαίρεση την περίοδο του 1999, ποτέ δεν προσέφερε στους μετόχους της τα προσδοκώμενα με βάση την ανάπτυξή της. Η μετοχή σήμερα βρίσκεται χαμηλότερα από τη σταθμισμένη τιμή που είχε 10 χρόνια πριν και υποχωρεί κατά περίπου 20% σε διάστημα πενταετίας.

Δεν είναι η πρώτη φορά που ο όμιλος έχει μεγαλεπήβολα σχέδια. Στο παρελθόν, η στρατηγική συμφωνία που έκανε η ΔΕΛΤΑ με τη Danone, με στόχο να εξάγει στο εξωτερικό, δεν απέδωσε. Ανάλογη κατάληξη είχε η συμφωνία με τη δανέζικη Arla Foods στα τυροκομικά.

Ωστόσο, στην παρούσα φάση υπάρχουν πολλές δυσκολίες που πρέπει να ξεπεραστούν. Η ιστορία δείχνει ότι η ΔΕΛΤΑ δεν έχει καλή παράδοση στις συμμαχίες. Το 2000 σύναψε στρατηγική συνεργασία με τον δανέζικο κολοσσό Arla, με στόχο να κυριαρχήσει στην αγορά των τυροκομικών στην Ελλάδα και να προωθήσει τα ελληνικά προϊόντα στο εξωτερικό μέσω του δικτύου των Δανών. Τρία χρόνια αργότερα ακολούθησε ένα «βελούδινο διαζύγιο» και η αποχώρηση της ΔΕΛΤΑ από την κοινή εταιρεία που είχαν συστήσει με την επωνυμία Arla Foods Ελλάς. Την ίδια τύχη είχε και η συνεργασία με τη γαλλική Danone, στην οποία πολλά είχαν στηριχθεί για τη διεθνή επέκταση της ΔΕΛΤΑ στα γαλακτοκομικά.



Η διοίκηση της ΔΕΛΤΑ καταλογίζει στους Γάλλους απροθυμία να δραστηριοποιηθούν από κοινού σε αγορές του εξωτερικού, ενώ η Danone προσάπτει στην ελληνική πλευρά ότι δεν προώθησε επαρκώς τα προϊόντα της στην εγχώρια αγορά. Με μόλις 2,3% του τζίρου της ΔΕΛΤΑ να προέρχεται από τα γαλλικά προϊόντα και τη συνεργασία των δύο πλευρών να έχει βαλτώσει, το διαζύγιο ήλθε τελικά στις αρχές του 2005.

Η ελληνική πλευρά κατέβαλε 62 εκατ. ευρώ για να επαναγοράσει το 30% της ΔΕΛΤΑ γάλακτος που κατείχαν οι Γάλλοι, ενώ για τη διακοπή της διανομής των προϊόντων της Danone μέσω του δικτύου της η ελληνική πλευρά εισέπραξε ως αποζημίωση 16 εκατ. Ευρώ [3].

### 7.3. CHIPITA

Η Εταιρεία ιδρύθηκε το 1973 και δραστηριοποιείται στον κλάδο των snacks των τροφίμων και πιο συγκεκριμένα στην παραγωγή τυποποιημένων προϊόντων ευρείας κατανάλωσης. Το χαρτοφυλάκιο προϊόντων χωρίζεται στις κατηγορίες Κρουασάν, Bake Rolls, Chips Αλμυρά Snacks, Τσουρέκι και άλλα αρτοσκευάσματα ενώ είναι ο μοναδικός παρασκευαστής προϊόντων τύπου bagel chips και mini bagel chips σε βιομηχανική κλίμακα στον κόσμο. Το σύνολο σχεδόν των προϊόντων παράγεται στις εγκαταστάσεις του Ομίλου εταιρειών Chipita. Η Chipita αποτελεί σήμερα έναν πολυεθνικό Όμιλο στο χώρο της βιομηχανίας τροφίμων, με 9 παραγωγικές μονάδες σε 8 χώρες (Ελλάδα 2 μονάδες, Βουλγαρία, Πορτογαλία, Αίγυπτος, Ρουμανία, Πολωνία, Ρωσία και Μεξικό).

Η στρατηγική ανάπτυξης του ομίλου για τα επόμενα χρόνια επικεντρώνεται σε 5 ευρύτερες γεωγραφικές περιοχές Ελλάδα, Ευρωζώνη, Χώρες CEFTA (Βουλγαρία, Ρουμανία, Πολωνία, Τσεχία, Ουγγαρία, Σλοβακία, Σλοβενία), Χώρες Ρωσικής Κοινοπολιτείας, Υπόλοιπες χώρες, με έμφαση στο βασικό αντικείμενο δραστηριότητάς της (παραγωγή προϊόντων Bake Rolls, Bake Bars και

Croissants) καθώς επίσης και στην απεμπλοκή της από τις υπόλοιπες δραστηριότητες όπως η συμμετοχή της σε εταιρείες παραγωγής ψωμιού.

Πιο συγκεκριμένα η διοίκηση του ομίλου αναγνωρίζοντας ότι η Ελληνική αγορά βρίσκεται σε φάση ωρίμανσης πραγματοποιεί έρευνα για την ανάπτυξη νέων προϊόντων αφενός για να ενισχυθούν οι ρυθμοί ανάπτυξης στο εσωτερικό και αφετέρου να προωθηθούν σε νέες αγορές, προσαρμοσμένα στις καταναλωτικές συνήθειες αλλά και στο διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών. Οι πωλήσεις που πραγματοποιεί η εταιρεία στην εγχώρια αγορά αντιστοιχούν περίπου στο 33% των συνολικών πωλήσεων του ομίλου. Επισημαίνεται ότι τα προϊόντα της εταιρείας στην ελληνική αγορά πωλούνται σε 68.500 σημεία πώλησης από τα 70.000 περίπου υπάρχοντα, το 75% περίπου των πωλήσεων προέρχεται από πωλήσεις σε καταστήματα λιανικής (μικρά καταστήματα και περίπτερα) ενώ το υπόλοιπο 25% από πωλήσεις χονδρικής (μεγάλα καταστήματα και Super Market). Το μερίδιο αγοράς στην εγχώρια αγορά ανέρχεται σε ποσοστά τα οποία κυμαίνονται μεταξύ 60% - 65%.

Για την ευρωπαϊκή αγορά η διοίκηση της εταιρείας τη χωρίζει σε 2 ευρύτερες γεωγραφικές περιοχές τις αναπτυγμένες οικονομίες της Δ. Ευρώπης και τις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες που συμπεριλαμβάνονται στον σχηματισμό των χωρών της CEFTA. Όσον αφορά τις αγορές της Δ. Ευρώπης αποτελούν πιο μακροπρόθεσμο στόχο διότι η διακίνηση των προϊόντων στην Ευρώπη γίνεται κυρίως μέσω ισχυρών καναλιών διανομής γεγονός που σημαίνει ότι για να διακινηθούν τα προϊόντα της εταιρείας μέσω αυτών θα πρέπει να αυξηθεί σημαντικά το κόστος διάθεσης, αφού η όποια στρατηγική διείσδυσης θα πρέπει να συνοδεύεται από υψηλές δαπάνες προώθησης με σκοπό να δημιουργηθεί ένα ισχυρό Brand Name στην καταναλωτική συνείδηση, κάτι που στην παρούσα φάση δεν συμπεριλαμβάνεται στα άμεσα σχέδια του ομίλου. Ωστόσο, δίνεται αρχικά ιδιαίτερη έμφαση στην αγορά της Γερμανίας όπου η εταιρεία πραγματοποιεί περίπου το 50% των εξαγωγών της από το 1996. Επίσης, από τις αρχές του 2003 ο όμιλος έχει ιδρύσει θυγατρική εταιρεία για την εισαγωγή και

διανομή των προϊόντων του στην Ιταλική αγορά, στην οποία τα προϊόντα τύπου snack παρουσιάζουν σημαντική ανάπτυξη.

Όσον αφορά τις αγορές της CEFTA (Βουλγαρία, Ρουμανία, Πολωνία, Τσεχία, Ουγγαρία, Σλοβακία, Σλοβενία), οι οποίες αποτελούν αγορές άμεσου ενδιαφέροντος της εταιρείας, στόχος είναι η δημιουργία αγοράς τυποποιημένων αρτοσκευασμάτων προσαρμοσμένων στις προτιμήσεις των εκάστοτε καταναλωτών καθώς επίσης και στην αγοραστική τους δύναμη. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι η διοίκηση της εταιρείας, πέρα από τον αρχικό έλεγχο της εμπορικότητας των προϊόντων στην ελληνική αγορά θα πρέπει να αναζητήσει τους εκεί συντελεστές παραγωγής καθώς επίσης και εκείνη την μορφή του προϊόντος η οποία να εξασφαλίζει ότι, το κόστος του παραγόμενου προϊόντος ανταποκρίνεται στην αγοραστική δύναμη των καταναλωτών. Στο πλαίσιο αυτό ο όμιλος έχει αναπτύξει μονάδες παραγωγής στις χώρες της Βουλγαρίας, Ρουμανίας και Πολωνίας, οι οποίες θεωρούνται αρκετές για την κάλυψη της ζήτησης των χωρών CEFTA. Επισημαίνεται ότι η αγορά της Πολωνίας παρουσιάζει περιορισμένους ρυθμούς ανάπτυξης κυρίως λόγω του υψηλού ανταγωνισμού που υπάρχει στην εκεί αγορά από μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες όπως (Pepsico, Barilla, Cadbury's, Danone, Adams κτλ.). Ως εκ τούτου η Chipita έχει αναπροσαρμόσει τη στρατηγική της, στην αγορά της Πολωνίας, ακολουθώντας επιθετική πολιτική διείσδυσης στηριζόμενη από ισχυρή διαφημιστική προβολή για το σύνολο των προϊόντων της. Επισημαίνεται ότι οι εν' λόγω αγορές αποτελούνται από 100 εκατ. περίπου καταναλωτές, ενώ ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ στο σύνολο τους ανέρχεται για το διάστημα 2002-2004 σε 3,7% (με βάση τις εκτιμήσεις του IMF).

Για την περιοχή της Ρωσικής Κοινοπολιτείας ο όμιλος εγκαινίασε πρόσφατα το νέο εργοστάσιο στην Αγ. Πετρούπολη, ενώ έχει υπογράψει στρατηγικής σημασίας συμφωνία με την Pepsico που αφορά στη διανομή των προϊόντων της σε όλη την αγορά της Ρωσίας. Επιπροσθέτως, σχεδιάζεται η εισαγωγή νέων

προϊόντων τοπικής παραγωγής, εμπλουτίζοντας έτσι την γκάμα των προϊόντων της στις εκεί αγορές. Από την πλευρά του κόστους παραγωγής η εταιρεία έχει προβεί στην αντικατάσταση των ά υλών παραγωγής στο εργοστάσιο της Αγίας Πετρούπολης, οι οποίες μέχρι στιγμής προμηθεύονταν από την ελληνική αγορά, με αντίστοιχες από την τοπική αγορά. Επισημαίνεται, ότι η μέχρι στιγμής εισαγωγή τους από την ελληνική αγορά κρίνονταν επιβεβλημένη αφού δεν είχαν βρεθεί οι πρώτες ύλες, εκείνες που θα πληρούσαν της ποιοτικές προδιαγραφές που θέτει η εταιρεία. Η αγορά της Ρώσικης κοινοπολιτείας αποτελείται από 210 εκατ περίπου καταναλωτές ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ για το διάστημα 2002-2004 αναμένεται να ανέλθει σε 4,7% (με βάση τις εκτιμήσεις του IMF).

Για τις υπόλοιπες αγορές η διοίκηση του ομίλου αναζητεί στρατηγικό εταίρο παγκόσμιας εμβέλειας, είτε κάποιο εταίρο που να διαθέτει ισχυρή τοπική παρουσία, με τον οποίο να ιδρύσουν κοινή εταιρεία στην οποία η συμμετοχή του ομίλου θα είναι μειοψηφική. Ανάλογη κοινοπρακτική εταιρεία έχει ιδρύσει από το 2001 η Chipita με τον όμιλο της Pepsico στο Μεξικό η οποία διαθέτει 2 γραμμές παραγωγής κρουασάν [4].

#### *7.4. Διαδικασία της Συγχώνευσης*

##### *7.4.1. Οι σχέσεις ανταλλαγής*

Τον Ιούλιο του 2006, αναμένεται ότι θα έχουν ολοκληρωθεί οι διαδικασίες για την τετραπλή συγχώνευση της Δέλτα Συμμετοχών με απορρόφηση της Chipita και των εταιρειών Goody's, Μπαρμπα-Στάθης και Δέλτα Γάλακτος.

Τα Διοικητικά Συμβούλια των απορροφώμενων εταιρειών και της απορροφούσας εταιρείας αναθέσαν στους ανεξάρτητους από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, διεθνώς αναγνωρισμένους ελεγκτικούς οίκους KPMG και Grant Thornton, την

επιβεβαίωση του δικαίου και εύλογου της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής, λαμβάνοντας υπόψη και τα αποτελέσματα των οικονομικών και νομικών ελέγχων που θα διενεργηθούν στις προς συγχώνευση

Οι σχέσεις ανταλλαγής της συγχώνευσης είναι οι ακόλουθες:

- Οι μέτοχοι της Δέλτα Συμμετοχών θα διατηρήσουν τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν σήμερα, ανταλλάσσοντας 1 μετοχή της Δέλτα με 1 μετοχή του νέου ομίλου.
- Οι μέτοχοι της Chipita International θα ανταλλάξουν 1 μετοχή της Chipita που κατέχουν σήμερα με 0,33 νέες μετοχές, οι οποίες θα προέλθουν από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Δέλτα Συμμετοχών. Η μετοχή υποχώρησε χθες 1,18% στα 3,34 ευρώ, ενώ το τελευταίο 6μηνο ενισχύεται κατά 41%.
- Οι μέτοχοι της Goody's, στην οποία η Δέλτα έχει το 71,05%, θα ανταλλάξουν κάθε 1 μετοχή της εταιρείας με 1,05 μετοχές του νέου ομίλου, μέσω της αύξησης κεφαλαίου της Δέλτα. Η μετοχή ενισχύθηκε χθες κατά 6,35%, στα 10,72 ευρώ.
- Οι μέτοχοι της Μπαρμπα-Στάθης, Γενική Τροφίμων (η Δέλτα έχει το 81,7%) θα ανταλλάξουν κάθε 1 μετοχή που κατέχουν με 0,54 νέες μετοχές του νέου ομίλου. Η μετοχή υποχώρησε χθες κατά 0,36%, στα 5,58 ευρώ.
- Σε ό,τι αφορά τη Δέλτα Γάλακτος δεν θα εκδοθούν νέες μετοχές κατά την απορρόφησή της, δεδομένου ότι η εταιρεία αποτελεί 100% θυγατρική της Δέλτα Συμμετοχών.
- Οι μετοχές των Goody's, Μπαρμπα-Στάθης και Goody's που σήμερα κατέχει η Δέλτα Συμμετοχών, θα ακυρωθούν [5].

#### 7.4.2. Οι συσχετισμοί στον όμιλο

Μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης θα προκύψει ένας πολυμετοχικός όμιλος, με ισχυρή παρουσία ξένων και εγχώριων θεσμικών χαρτοφυλακίων, αλλά

και με ευρεία συμμετοχή του επενδυτικού κοινού. Οι βασικοί μέτοχοι θα ελέγχουν συνολικά το 36,9% του μετοχικού κεφαλαίου, με το ποσοστό συμμετοχής του Δημήτρη Δασκαλόπουλου της Δέλτα Συμμετοχών να διαμορφώνεται στο 27,2%, του Σπύρου Θεοδωρόπουλου της Chipita στο 5,4% και του Ομίλου Ολαγιάν (μετόχου της Chipita) στο 4,3%.

Στα χαρτοφυλάκια θεσμικών επενδυτών θα βρίσκεται το 28,6% του μετοχικού κεφαλαίου, ενώ αντίστοιχο ποσοστό της τάξεως του 28,9% θα βρίσκεται στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Συνολικά, με βάση τις σχέσεις ανταλλαγής, οι μέτοχοι της Chipita θα αποκτήσουν 24% στην ενοποιημένη εταιρεία, οι μέτοχοι της Goody's (πλην της Δέλτα) 7,4% και της Μπαρμπα-Στάθης το 1,8%.

#### *7.4.3. Post-Merger Integration (PMI)*

Το Post-Merger Integration (διαδικασία ενοποίησης μετά τη συγχώνευση), αποτελεί σύνηθες μέρος οποιασδήποτε διαδικασίας συγχώνευσης και στοχεύει στο να εξασφαλίσει τα μέγιστα οφέλη που προκύπτουν από τη συνένωση των εταιρειών. Αποτελεί μία δομημένη διεργασία που εξασφαλίζει την απρόσκοπτη λειτουργία των εταιρειών, ενώ, παράλληλα, επιτρέπει τον εντοπισμό και την υλοποίηση των οφελών που προκύπτουν από τη συγχώνευση.

Αυτά τα οφέλη μπορούν να προέλθουν από νέες ευκαιρίες ανάπτυξης και δημιουργίας εσόδων, από την περικοπή στα κόστη, την αύξηση της παραγωγικότητας και την καλύτερη διαχείριση του ενεργητικού. Η επίτευξη αυτών των οφελών είναι δυνατή με την πραγματοποίηση αλλαγών στις διεργασίες, τη δομή και/ή την κατανομή των πόρων κι επιτυγχάνεται τόσο άμεσα όσο και συνεχώς μέσα στην πρώτη διετία μετά τη συγχώνευση.

Το έργο PMI αποτελείται από δύο βασικά συστατικά στοιχεία:

- Το Decision Committee (Επιτροπή Λήψης Αποφάσεων) που καθορίζει το περιεχόμενο και τους συνολικούς στόχους των αλλαγών, παρακολουθεί την

πρόοδο των εργασιών και λαμβάνει τις τελικές αποφάσεις στις προτάσεις που υποβάλλονται από την ομάδα PMI.

- Μία ομάδα PMI, η οποία έχει την ευθύνη του έργου. Η ομάδα αυτή υποστηριζόμενη από 7 εξειδικευμένες υποομάδες από στελέχη όλων των εταιρειών, εντοπίζει και προτείνει τις αλλαγές που θα έχουν θετική επίδραση στη “BrandCo”. Η ομάδα PMI εξετάζει τις υπάρχουσες πρακτικές, σχεδιάζει αλλαγές και προτείνει βελτιώσεις.

Η ομάδα PMI και οι υποομάδες εργασίας, εξετάζουν διεξοδικά τις δραστηριότητες της “BrandCo” στο σύνολό τους ώστε να εισηγηθούν προτάσεις για άμεσες και μακροπρόθεσμες αλλαγές που θα δημιουργήσουν αξία.

Η ομάδα PMI συνεργάζεται στενά με τις υπάρχουσες διοικητικές δομές των υπό συγχώνευση εταιρειών καθώς και με το Executive Board της “BrandCo”.

Η ιδιότητα του μέλους στο έργο PMI λειτουργεί επιπρόσθετα στις ήδη υπάρχουσες, επίσημες αρμοδιότητες των συμμετεχόντων. Σ’ αυτό το στάδιο η ομάδα PMI έχει 5 περιοχές ευθύνης:

1. Την περαίωση των νομικών και οικονομικών διαδικασιών για την «τεχνική» ολοκλήρωση της συγχώνευσης.
2. Τη διασφάλιση της αντιμετώπισης των πρακτικών θεμάτων για τη μετάβαση στο νέο σχήμα και την ομαλή λειτουργία της νέας εταιρείας μετά τη συγχώνευση.
3. Την αποσαφήνιση των περιοχών βελτίωσης παραγωγικότητας και αποτελεσματικότητας των χρησιμοποιούμενων πόρων με προτάσεις για νέες εταιρικές πρακτικές σε θέματα όπως: Ανθρώπινο Δυναμικό, Προμήθειες, Πωλήσεις και Διανομές, Εργοστασιακές υποδομές, Επιλογή και Χρήση MME (Media Buying), Διεθνής Ανάπτυξη, Ανάπτυξη Προϊόντων.
4. Τον προσδιορισμό των ευκαιριών ανάπτυξης της νέας εταιρείας καθώς και των άμεσων οικονομιών (συνεργιών).
5. Την εισήγηση των απαραίτητων αλλαγών στην οργανωτική δομή ώστε να εξασφαλίζεται η εφαρμογή των νέων επιχειρηματικών πρακτικών της εταιρείας [6].

#### 7.4.4. Το deal της Δέλτα Παγωτού

Στο νέο υπερ-όμιλο VIVARTIA δεν θα μετέχει η Δέλτα Βιομηχανία Παγωτού, για την οποία υπεγράφη συμφωνία πώλησης στη Nestle. Η συμφωνία αφορά στην πώληση του συνόλου της συμμετοχής της Δέλτα Συμμετοχών στη Δέλτα Βιομηχανία Παγωτού, που ανέρχεται σε 96,53% του μετοχικού της κεφαλαίου. Το τίμημα για την πώληση της εταιρείας, που δραστηριοποιείται στη Βουλγαρία, Ρουμανία, Σερβία, FYROM, Βοσνία και Μαυροβούνιο, ορίστηκε στα 240 εκατ. ευρώ, το οποίο περιλαμβάνει και το σύνολο του δανεισμού. Για τη Δέλτα Συμμετοχών το ποσό αυτό σημαίνει σημαντική ενίσχυση της ρευστότητας του νέου, διευρυμένου και με τη συμμετοχή της Chipita ομίλου. Αυτό θα δώσει τη δυνατότητα στον νέο όμιλο να εφαρμόσει με μεγαλύτερη άνεση το επενδυτικό πρόγραμμά του, το οποίο θα συμπεριλαμβάνει εξαγορές και διεξόδωση σε νέες αγορές εντός και εκτός Ελλάδας. Για τη Nestle εξαγορά της Δέλτα Παγωτού σημαίνει την πραγμάτωση ενός «ονείρου» που δεν ήταν άλλο από τη δυναμική διεξόδωσή της στην αγορά παγωτού, τόσο της Ελλάδας όσο και της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Με την αποδοχή της προσφοράς της Nestle Hellas, η Δέλτα Συμμετοχών προεξοφλεί πλήρως τη μελλοντική αξία των επενδύσεών της στον κλάδο του Παγωτού και κάνει πράξη τον σκοπό της που είναι η μεγιστοποίηση της αξίας προς όφελος των μετόχων της [7].

Η τελική τιμή ανά μετοχή θα διαμορφωθεί από την αφαίρεση του συνολικού δανεισμού από την επιχειρησιακή αξία κατά το χρόνο ολοκλήρωσης της συναλλαγής. Ενδεικτικά και με βάση τα επίπεδα προσαρμοσμένου δανεισμού την 30ή Σεπτεμβρίου 2005, η τιμή ανά μετοχή υπολογίζεται σε 6,22 ευρώ ως εξής: 240 εκατ. ευρώ - 109 εκατ. ευρώ, διαιρούμενη με τον αριθμό των 21,092 χιλ. μετοχών της Δέλτα Παγωτού. Η συναλλαγή αναμένεται να ολοκληρωθεί μέχρι την άνοιξη του 2006.



Η συμφωνία, την οποία υπέγραψαν οι δύο πλευρές, προβλέπει τη χρήση του τίτλου «Δέλτα» από τη Nestle για τα τρία επόμενα χρόνια και σε ετήσια βάση loyalties 1,2 εκατ. ευρώ. Πάντως, οι ίδιες πληροφορίες αναφέρουν ότι η Nestle προτίθεται να χρησιμοποιήσει το brand name «Δέλτα» μόνο για ένα έτος.

### 7.5. Λόγοι για την συγχώνευση

Η συνένωση-ορόσημο της Δέλτα Συμμετοχών και των θυγατρικών μας εταιρειών με την Chirita δημιουργεί έναν ισχυρό οίκο κορυφαίων μαρκών διατροφής. Ως ενοποιημένη εταιρεία ισχυροποιεί τη θέση της στην αγορά και διεκδικεί ακόμα πιο αποτελεσματικά την προτίμηση των καταναλωτών αυξάνοντας διαρκώς την εταιρική της αξία προς όφελος των μετόχων

Κυριότερος λόγος για την συγχώνευση δεν ήταν τόσο το δημιουργούμενο μέγεθος, αλλά το αποτέλεσμα των συνεργειών που θα δημιουργήσει νέες υπεραξίες, μέσω των οικονομιών κλίμακος, των συνεργειών, της αύξησης της εξωστρέφειας και της δημιουργίας μιας πολύ καθαρότερης εικόνας για πελάτες και επενδυτές.

Οι συνέργειες που αναμένεται να προκύψουν στο πλαίσιο της ενοποιημένης εταιρείας αφορούν στα ακόλουθα πεδία:

- Δυνατότητα δυναμικής ανάπτυξης (γεωγραφική ανάπτυξη, cross selling, καινοτομία)
- Λειτουργικές βελτιώσεις (σε επίπεδο κόστους, παραγωγικότητας, διαδικασιών)
- Διοικητικά και οργανωτικά οφέλη (περιορισμός επικαλύψεων, βελτίωση παραγωγικότητας)
- Βελτιστοποίηση επενδυμένων κεφαλαίων

Επίσης μετα τη ολοκλήρωση της εξαγοράς θα υπάρξει κοινή διαχείριση των δικτύων των δύο εταιρειών. Η Chipita ήδη έχει πρόσβαση σε πάνω από 30.000 σημεία πώλησης (από σούπερ μάρκετ μέχρι περίπτερα). Το δίκτυο της Δέλτα, αν και σχετικά μικρότερο, διακινεί προϊόντα υψηλότερης αξίας. Ωστόσο, μεγάλος όγκος διακινείται μέσω σούπερ μάρκετ, όπου τα περιθώρια κέρδους είναι χαμηλά. Με την κοινή διαχείριση των δικτύων, τα προϊόντα της Δέλτα θα βρουν πρόσβαση σε σημεία πώλησης με υψηλά ποσοστά κέρδους. Επιπλέον, θα επιτρέψει στις εταιρείες να εντάξουν στο δίκτυο και νέα προϊόντα, όπως τοματοειδή, πραλίνες κ.λπ. [8].

Η εταιρεία που θα προκύψει από τη συγχώνευση, λόγω μεγέθους, θα μπορεί να εκμεταλλευτεί αποδοτικότερα και με μεγαλύτερη ευελιξία τυχόν επιχειρηματικές ευκαιρίες και να πετύχει καλύτερους όρους συνεργασίας.

Η Vivartia ανοίγει μεγάλες προοπτικές δημιουργίας αξίας. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι συναλλαγές που ανακοινώθηκαν αναμένεται να επιφέρουν αύξηση EPS από τον πρώτο χρόνο πλήρους λειτουργίας

- Έχει ένα ξεκάθαρο στρατηγικό στόχο να είναι η πρώτη επιλογή των καταναλωτών ανταποκρινόμενη στις απαιτήσεις των μετόχων και όσων συνδέονται επιχειρηματικά μαζί της ή επηρεάζουν και επηρεάζονται από τη λειτουργία της.
- Ως οίκος κορυφαίων μαρκών διατροφής η νέα εταιρεία αποκτά σημαντικό και γεωγραφική κάλυψη. Παρουσιάζονται προοπτικές επιχειρηματικής ανάπτυξης, μέσα από γεωγραφική επέκταση και συνεχή καινοτομία σε ανάπτυξη προϊόντων και υπηρεσιών
- Βελτιωμένες αποδόσεις επί των επενδυμένων κεφαλαίων και αυξημένη ρευστότητα μπορούν να επιτευχθούν μέσα από λειτουργικές βελτιώσεις και οφέλη σε παραγωγικότητα. Τα παραπάνω θα εξασφαλίσουν τις προϋποθέσεις για ανάπτυξη και ενίσχυση των αποτελεσμάτων.

- Θα βελτιωθεί η δομή των κεφαλαίων της εταιρείας σε ότι αφορά τις αποδόσεις επί των επενδυμένων κεφαλαίων, τα επίπεδα δανεισμού και την αξία.
- Η εταιρεία είναι πλούσια σε εμπειρία και δυνατότητες προσήλωση της σε επαγγελματική διοίκηση και εφαρμογή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης θα εξακολουθεί να ενισχύει τη οικονομική της ισχύ
- Επιπλέον μέσω της δημιουργίας μίας και μόνο εισηγμένης εταιρείας αναμένονται πρόσθετα οφέλη προς τους μετόχους μέσω αύξησης της διασποράς και εμπορευσιμότητας των μετοχών και δυνατότητα αυξημένης αξίας μερίσματος [9].

### *7.6. Η προκύπτουσα εταιρεία*

Η νέα υπερ-εταιρεία διαχειρίζεται χαρτοφυλάκιο 27 επώνυμων προϊόντων, στοιχείο που της προσδίδει μεγάλη διαπραγματευτική ικανότητα στο οργανωμένο λιανεμπόριο, καθώς 9 στα 10 ελληνικά νοικοκυριά, σύμφωνα με έρευνες αγοράς, καταναλώνουν ορισμένα από τα προϊόντα αυτά σε καθημερινή βάση. Διαθέτει παρουσία σε 28 χώρες σε όλο τον κόσμο, ενώ για το 2005 τα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων φτάνουν τα 151,1 εκατ. ευρώ και τα καθαρά κέρδη (μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας) τα 38 εκατ. ευρώ. Επίσης, με την πώληση της Δέλτα Παγωτού ο όμιλος Δέλτα μειώνει σημαντικά τον καθαρό δανεισμό του, ο οποίος έφθανε τα 383 εκατ. ευρώ.

Η Vivartia θα πραγματοποιεί το 70% των πωλήσεων στην Ελλάδα και το 30% στο εξωτερικό. Στόχος για τα επόμενα χρόνια είναι η αύξηση των δραστηριοτήτων στο εξωτερικό και η περαιτέρω ενδυνάμωση στην ελληνική αγορά. Μετά τη συγχώνευση οι βασικοί μέτοχοι θα κατέχουν ποσοστό 36,9% της νέας εταιρείας (Δασκαλόπουλος 27,2% - Θεοδωρόπουλος 5,4% - Όμιλος Ολαγιάν 4,3%), ποσοστό 5,6% θα κατέχουν άλλοι επενδυτές, 28,6% θεσμικοί επενδυτές και το ευρύ επενδυτικό κοινό 28,9% [10].

Για το 2006 και με δεδομένο ότι το νέο σχήμα θα λειτουργήσει για μερικούς μόνο μήνες, η εταιρεία εκτιμά ότι οι συνέργειες που θα δημιουργηθούν θα αντισταθμίσουν όλα τα κόστη της συγχώνευσης. Έτσι λοιπόν, όλα τα θετικά αποτελέσματα των συνεργειών θα γίνουν εμφανή από το 2007 και τα επόμενα προσεχή χρόνια.

Αναλυτικότερα, στη διετία 2007-2008:

- οι πωλήσεις θα αυξηθούν με μέσο ετήσιο ρυθμό 8% ξεπερνώντας το € 1 δισ. το 2007,

- τα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) θα αυξηθούν με μέσο ετήσιο ρυθμό περίπου 14% ξεπερνώντας τα € 180 εκατ. το 2008,

- το περιθώριο των κερδών προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (EBITDA margin) αναμένεται να αυξηθεί κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες περίπου,

- οι ελεύθερες ταμιακές ροές θα ενισχυθούν με μέσο ετήσιο ρυθμό 17% περίπου φθάνοντας έτσι τα € 100 εκατ. το 2008,

- τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) θα αυξηθούν συνολικά κατά 76% [12].

Συνοψίζοντας αναφερούμε ότι σύμφωνα τους διοικούντες, σκοπός της προκύπτουσας εταιρείας είναι να αυξάνει συνεχώς την εταιρική αξία προς όφελος των μετόχων της, λειτουργώντας με τρόπο υπεύθυνο και θετικό για τους ανθρώπους, την κοινωνία και το περιβάλλον, αποστολή της να δημιουργεί και να διαχειρίζεται μάρκες, που προσφέρουν στον άνθρωπο υγεία και διατροφική αξία, χωρίς συμβιβασμό στην απόλαυση και *όραμά* της να είναι η πρώτη επιλογή των καταναλωτών στις αγορές που δραστηριοποιείται [13].

## Βιβλιογραφία Κεφαλαίου 7

1. Δελτίο τύπου, Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
2. [www.Vivartia.com](http://www.Vivartia.com)
3. Χρισικόπουλος Ν., "Τι κρύβει ο «γάμος» ΔΕΛΤΑ – Chipita", Ελευθεροτυπία, 18/12/2005
4. [www.chipita.com](http://www.chipita.com)
5. Γεωργάς Β., "Σε 7 μήνες η τετραπλή συγχώνευση", Ελευθεροτυπία, 20/12/2005
6. Νέζης Στέργιος, "Έτσι θα γίνει η συγχώνευση ΔΕΛΤΑ CHIPITA" Επενδυτής, 04/02/2006, σελ. 14
7. Ιωάννου Χρ., "Επόμενο βήμα οι μεγάλες αγορές που μέχρι σήμερα φοβόμασταν" Ελευθεροτυπία, 30/05/2006
8. Κοντος Δ., "Αύξηση κερδών 76% εκτιμά η BrandCo το 2007-2008", Ελευθεροτυπία, 17/03/2006
9. Χρισικόπουλος Ν. "Τα deals της χρονιάς" Ελευθεροτυπία, 08/01/2006
10. Καιπατζίδης Μ., "BrandCo: 35η εταιρεία τροφίμων στην Ευρώπη", Ελευθεροτυπία, 20/12/2005
11. Κοντογιάννης Δ., "Στρατηγικός Επενδυτής" Ελευθεροτυπία, 20/12/2005

12. Καιπατζίδης Δ., "Ενοποίηση δικτύου, Ατού", Ελευθεροτυπία, 19/12/2005

13. Χριστοδούλου Κ., "Κρίσιμο δίμηνο για το deal της Δέλτα με την  
Chipita" Ημερησία, 22/05/2006

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## Κεφάλαιο 8 - Εξαγορά της Γερμανός από CosmOTE

### 8.1. Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα εξεταστεί η περίπτωση της συμφωνίας της CosmOTE για την απόκτηση στρατηγικού ποσοστού στη ΓΕΡΜΑΝΟΣ, της κορυφαίας αλυσίδας λιανικής στις τηλεπικοινωνίες στη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Σύμφωνα με αυτήν την συμφωνία η CosmOTE αποκτά μια αλυσίδα 337 καταστημάτων σε όλη την Ελλάδα, ενώ ταυτόχρονα αποκτά ένα έτοιμο δίκτυο περίπου 205 αντιπροσώπων σε όλες τις χώρες των Βαλκανίων όπου δραστηριοποιείται η ίδια.

Στελέχη της αγοράς των τηλεπικοινωνιών αναφέρουν πως πρόκειται για μια κίνηση που αλλάζει σε μεγάλο βαθμό τα δεδομένα στην αγορά κινητής τηλεφωνίας και γενικότερα του λιανικού εμπορίου καταναλωτικών ηλεκτρονικών προϊόντων.

Η CosmOTE θεωρεί ότι θα έχει το «πάνω χέρι» στην ελληνική και τη βαλκανική αγορά, καθώς θα διαθέτει πλέον ένα τεράστιο δίκτυο πωλήσεων σε όλη τη χώρα. Από την πλευρά του ο ΟΤΕ - που σήμερα κατέχει το 67% της CosmOTE - προσβλέπει στην ενίσχυση της αξίας του σε Ελλάδα και Βαλκάνια αλλάζοντας τα δεδομένα και στο μέτωπο της αναζήτησης, από την κυβέρνηση, στρατηγικού επενδυτή για τον Οργανισμό [1].

Ταυτόχρονα έχει ως αποτέλεσμα να ξεσπάσει πόλεμος στον χώρο των τηλεπικοινωνιών, και ειδικότερα στην αγορά της κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα και τα Βαλκάνια. Η εξαγορά αναμένεται να δημιουργήσει εμπόδια στις υπόλοιπες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο χώρο της κινητής τηλεφωνίας. Μια και τόσο η Vodafone όσο και η TIM Hellas, πωλούσαν περίπου το 30% των συνδέσεών τους μέσω του δικτύου καταστημάτων Γερμανός.

## 8.2. COSMOTE

Η CosmOTE, μέλος του Ομίλου ΟΤΕ, ξεκίνησε την εμπορική της λειτουργία τον Απρίλιο του 1998 με κύριο στόχο την παροχή υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα και όραμα την προσφορά κινητής επικοινωνίας σε όλους τους Έλληνες με την παροχή προηγμένων και ταυτόχρονα φιλικών υπηρεσιών. Μέσα σε 3,5 χρόνια λειτουργίας, η Εταιρεία κατέκτησε την πρώτη θέση στην Ελληνική αγορά κινητής τηλεφωνίας. Από τον Οκτώβριο του 2000, η μετοχή της Εταιρείας διαπραγματεύεται στα Χρηματιστήρια Αθηνών και Λονδίνου, και έκτοτε έχει μία από τις καλύτερες αποδόσεις τόσο μεταξύ των εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. (δείκτης ASE FTSE-20) όσο και στο σύνολο του τηλεπικοινωνιακού κλάδου, πανευρωπαϊκά.

Σήμερα η CosmOTE διαθέτει φάσμα 2x30 MHz για την παροχή υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας 2ης Γενιάς και λειτουργεί το δίκτυό της τόσο στη συχνότητα των 1.800 MHz όσο και στη συχνότητα των 900 MHz. Από τον Αύγουστο του 2001 διαθέτει επίσης και άδεια UMTS (για την παροχή υπηρεσιών τρίτης γενιάς κινητής τηλεφωνίας), ενώ από τον Μάρτιο του 2002 η Εταιρεία διαθέτει άδεια Σταθερής Ασύρματης Πρόσβασης στην συχνότητα των 25 GHz και έχει εγκαταστήσει δίκτυο σταθερής ασύρματης πρόσβασης ώστε να είναι σε θέση να παρέχει ολοκληρωμένες υπηρεσίες στους πελάτες της. Σήμερα η CosmOTE διαθέτει ένα σύγχρονο πανελλαδικό δίκτυο με 2.900 τηλεπικοινωνιακούς Σταθμούς Βάσης και περίπου 2.000 σημεία πώλησης των προϊόντων και υπηρεσιών της, ενώ από τον Ιανουάριο του 2001 έχει εγκαταστήσει ένα πανελλαδικό δίκτυο 2,5 γενιάς (GPRS) που επιτρέπει την μετάδοση δεδομένων με υψηλές ταχύτητες. Επιπλέον, τον Μάιο του 2004, η CosmOTE ξεκίνησε την εμπορική διάθεση υπηρεσιών τρίτης γενιάς, 3G. Τον Ιούνιο του 2004 η CosmOTE ξεκίνησε την αποκλειστική εμπορική διάθεση στην Ελλάδα των υπηρεσιών i-mode, των πιο δημοφιλών υπηρεσιών ασύρματου Internet στον κόσμο.



Πέρα από την παροχή υπηρεσιών στην Ελλάδα, η Εταιρεία δραστηριοποιείται επίσης και σε 4 ακόμη χώρες της περιοχής των Βαλκανίων. Η CosmOTE από τον Αύγουστο του 2000 κατέχει το 82.5% της πρώτης εταιρείας κινητής τηλεφωνίας στην Αλβανία, AMC. Τον Ιούλιο του 2005 η CosmOTE ολοκλήρωσε την συμμετοχή της κατά 70% στο μετοχικό κεφάλαιο της ρουμανικής εταιρείας κινητής τηλεφωνίας CosmOTE Romania (πρώην COSMOROM) ενώ τον Αύγουστο του 2005 απέκτησε το 100% των μετοχών της GLOBUL, στην Βουλγαρία και της COSMOFON στην πΓΜΔ.

Ιδιαίτερα θετικά υπήρξαν και τα οικονομικά αποτελέσματα του Ομίλου της CosmOTE για το 2005: τα ενοποιημένα έσοδα της Εταιρείας ανήλθαν στα 1.797,6 εκατ. ευρώ παρουσιάζοντας άνοδο κατά 13,2% σε ετήσια βάση, ενώ τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) διαμορφώθηκαν στα 754,5 εκατ. ευρώ με το αντίστοιχο περιθώριο κέρδους EBITDA να διαμορφώνεται στο 42%. Η κερδοφόρος ανάπτυξη της CosmOTE επιβεβαιώνεται επίσης από τα αυξημένα καθαρά κέρδη, τα οποία ανήλθαν σε 339,9 εκατ. ευρώ περίπου και ισοδυναμούν με 18,9% του συνολικού κύκλου εργασιών.

Η μετοχική σύνθεση της CosmOTE με βάση την εκκαθάριση των συναλλαγών που εμφανίζεται στο μετοχολόγιο της 01.05.2006 ήταν η ακόλουθη:

Πίνακας 1.2. Μετοχική σύνθεση CosmOTE

Μέτοχος	Αριθμός μετοχών	Ποσοστό%
OTE A.E.	223.572.294	67%
Ευρύ επενδυτικό κοινό και θεσμικοί επενδυτές	111.662.816	33%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>333.688.110</b>	<b>100,00%</b>

Ο βασικός στρατηγικός στόχος της CosmOTE είναι η αξιοποίηση κάθε συμφέρουσας ευκαιρίας στην αναπτυσσόμενη και εξελισσόμενη αγορά κινητής

τηλεφωνίας στην Ελλάδα. Για την επίτευξη του στόχου αυτού, η στρατηγική της CosmOTE διαμορφώνεται στους εξής άξονες:

- Πλήρης αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων που παρέχει η τεχνολογική υπεροχή του δικτύου της εταιρείας
- Συνέχιση της απλής και ξεκάθαρης τιμολογιακής πολιτικής.
- Ανάπτυξη και προώθηση προηγμένων υπηρεσιών προστιθέμενης αξίας, προσβάσιμων από το σύνολο της πελατειακής βάσης.
- Αύξηση εσόδων από εταιρικούς πελάτες
- Παροχή υψηλού επιπέδου εξυπηρέτησης πελατών και περαιτέρω μείωση του δείκτη αποσυνδέσεων
- Περαιτέρω βελτίωση της επικοινωνίας για τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της CosmOTE,
- βελτιστοποίηση και επέκταση του δικτύου πωλήσεων και διανομής
- Αύξηση εσόδων από υπηρεσίες περιαγωγής
- Ανάπτυξη υπηρεσιών μέσω Διαδικτύου
- Συνέχιση της πολιτικής για επιλεκτικές επενδύσεις στο εξωτερικό
- Το όραμα της CosmOTE είναι να γίνει η κυρίαρχη εταιρεία κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα [2].

### 8.3. Γερμανός

Η ιστορία του ομίλου Γερμανού άρχισε πριν από 26 χρόνια από ένα μικρό κατάστημα που άνοιξε ο κ. Πάνος Γερμανός και το οποίο πωλούσε κάθε είδους μπαταρίες. Το μεγάλο επιχειρηματικό άλμα έγινε το 1989, με την ίδρυση αλυσίδας καταστημάτων που πωλούσαν μπαταρίες. Έτσι, όταν εμφανίστηκε στην Ελλάδα - έπειτα από πέντε χρόνια - η κινητή τηλεφωνία, ο Γερμανός ήταν σχεδόν έτοιμος να ασχοληθεί με τις λιανικές πωλήσεις [3].

Σήμερα, ο όμιλος εταιρειών ΓΕΡΜΑΝΟΣ είναι ένας από τους ταχύτερα αναπτυσσόμενους ελληνικούς πολυ-εθνικούς ομίλους στους τομείς της τεχνολογίας και της ενέργειας. Με περισσότερους από 4.800 εργαζομένους σε 8 χώρες έχει τη δύναμη να κάνει την τεχνολογία πιο προσιτή μέσα από το Δίκτυο Καταστημάτων ΓΕΡΜΑΝΟΣ με 830 καταστήματα σε 7 χώρες – Ελλάδα, Πολωνία, Ρουμανία, Βουλγαρία, Κύπρος, Ουκρανία και ΠΓΔΜ – και το Βιομηχανικό Συγκρότημα SUNLIGHT, ένα από τα μεγαλύτερα εργοστάσια παραγωγής μπαταριών στην Ευρώπη με έδρα την Ξάνθη.

Η στρατηγική της εταιρείας εστιάζει στην περαιτέρω ανάπτυξη και επέκτασή της σε νέες αγορές με τη μέθοδο του franchising με κύριο καθοδηγητή το σεβασμό στους κανόνες της εκάστοτε αγοράς που επιλέγει, καθώς και στην υποστήριξη όλων των συνεργατών της franchisees με στόχο τη διασφάλιση των αυστηρών προδιαγραφών ποιότητας, οι οποίες της έχουν προσφέρει την αναγνώριση και την προτίμηση των καταναλωτών.

Για την επίτευξη άμεσης και ολοκληρωμένης κατάρτισης του προσωπικού στο Δίκτυο Καταστημάτων ΓΕΡΜΑΝΟΣ λειτουργεί ένα κεντρικό εικονικό εκπαιδευτικό κέντρο με την ονομασία G. e-school. Στους “χώρους” του, αξιοποιώντας όλες τις διαθέσιμες πρωτοποριακές πρακτικές εκπαίδευσης, εφαρμόζοντας την ταυτόχρονη κατάρτισή τους, μέσω της Live Internet επικοινωνίας, σε πραγματικό χρόνο [4].

#### *8.4. Η διαδικασία εξαγοράς*

Στις 9 Μαΐου του 2006 ανακοινώθηκε, ότι η εταιρεία CosmOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε. συμφώνησε με τον κύριο μέτοχο και ιδρυτή της εταιρείας κ. Πάνο Γερμανό να εξαγοράσει ποσοστό 42% επί του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ (αφορά στο ποσοστό του κ. Π. Γερμανού και λοιπούς μετόχους) στην τιμή των 19 ευρώ ανά μετοχή.

Το καθαρό κόστος της συναλλαγής ανήλθε στα 1,3 δισ. ευρώ περίπου, καθώς μετά την πώληση της συμμετοχής της Γερμανός στο Ουζμπεκιστάν, αλλά και των Καταστημάτων Αφορολογήτων Ειδών (ΚΑΕ), τα καθαρά ταμειακά διαθέσιμα της Γερμανός ανέρχονταν στα 100 εκατ. ευρώ περίπου προ διανομής μερίσματος (μέρος του οποίου περιήλθε στην CosmOTE).

Η αποτίμηση έγινε από το γνωστό χρηματοοικονομικό οίκο JP Morgan, έναν από τους μεγαλύτερους οίκους παγκοσμίως, ο οποίος λειτούργησε ως χρηματοοικονομικός σύμβουλος της CosmOTE για τη συναλλαγή. Η συμφωνημένη τιμή καθορίστηκε σε μεγάλο βαθμό και από τη χρηματιστηριακή αγορά, με ένα μικρό σχετικά premium. Η τιμή της μετοχής της Γερμανός κυμαινόταν στα 18 ευρώ περίπου, ενώ οι κυριότεροι διεθνείς και Έλληνες αναλυτές έδιναν για την εταιρεία τιμή-στόχο υψηλότερη των 18-19 ευρώ, γεγονός που επιβεβαιώνει και το εύλογο της αποτίμησης.

Η CosmOTE προχώρησε την έκδοση ομολογιακού δανείου ύψους έως 1,6 δισ. ευρώ, με διοργανώτριες τράπεζες την JPMORGAN CHASE BANK N.A. και τη CITIBANK, για την ενδιάμεση χρηματοδότηση της εξαγοράς της ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ. Το δάνειο εγγυήθηκε ο ΟΤΕ Α.Ε. και είναι διάρκειας μέχρι 12 μηνών με δυνατότητα πρόωρης πληρωμής εκ μέρους της Εταιρείας.

Μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας εκφράστηκε ικανοποίησή για την πορεία της μετοχής καθώς και σειρά εκθέσεων επενδυτικών οίκων με θετικά σχόλια για την απόφαση της CosmOTE. Επιπλέον, οι τιμές-στόχοι των αναλυτών για τη μετοχή της CosmOTE, αμέσως πριν και αμέσως μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς όχι μόνο δεν μειώθηκαν, αλλά σε αρκετές περιπτώσεις παρουσίασαν αύξηση.

Η CosmOTE θα υποβάλει δημόσια προσφορά για την απόκτηση του υπόλοιπου ποσοστού της ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ στην ίδια τιμή, μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς του στρατηγικού ποσοστού. Η πρόσθετη αξία της συναλλαγής είναι

περίπου 8.1%, 8.0% και 9.6% πάνω από το μέσο όρο της τελευταίας μίας εβδομάδας, ενός μήνα και τριών μηνών αντίστοιχα και 5.4% πάνω από την τιμή κλεισίματος της 3 Μαΐου 2006

Η CosmOTE θα κρατήσει μόνο τις επιχειρήσεις λιανικής και χονδρικής (προπληρωμένες κάρτες ομιλίας) της ΓΕΡΜΑΝΟΣ σε Ελλάδα, Βουλγαρία, Ρουμανία και πΓΔΜ., ενώ οι υπόλοιπες λειτουργίες θα πωληθούν στον κ. Π. Γερμανό στην τιμή των 158.1 εκατ. ευρώ (συνολική αξία επιχείρησης), υπό την προϋπόθεση της λήψης των απαραίτητων εγκρίσεων από τα αρμόδια όργανα της ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ . Η ΓΕΡΜΑΝΟΣ πώλησε τη συμμετοχή της στα ΚΑΕ στις 3 Μαΐου 2006 στην τιμή των 202.8 εκατ. ευρώ και ο ιδρυτής και η παρούσα επιτυχημένη διοίκηση παραμένουν στην εταιρεία

#### *8.5. Λόγοι για την Εξαγορά*

- Η CosmOTE χρειαζόταν να δημιουργήσει ταχύτατα δίκτυο πωλήσεων στην Ελλάδα. Η προσπάθεια που είχε αρχίσει για την δημιουργία ίδιου δικτύου δεν προχωρούσε ικανοποιητικά και στο μεταξύ η Vodafone είχε φτιάξει 350 ιδιόκτητα καταστήματα και η TIM άνω των 200 ενώ και οι δύο προγραμματίζαν επεκτάσεις στα δίκτυά τους.

- Η εξαγορά της CosmOTE Romania και ο ανταγωνισμός στην Globul στην Βουλγαρία επέβαλαν τον έλεγχο δικτύων στις χώρες αυτές που οι ανταγωνιστές έχουν δίκτυα. Η Γερμανός έχει 74 καταστήματα στη Βουλγαρία και 101 στη Ρουμανία.

- Ενώ για την CosmOTE τα πλεονεκτήματα ήταν οφθαλμοφανή, υπάρχουν και παράπλευρα πλεονεκτήματα για τον υπόλοιπο όμιλο γιατί το δίκτυο της Γερμανός θα συμπληρώνει τα δίκτυα του ΟΤΕ και της Romtelecom και θα οδηγήσει σε εξορθολογισμό του δικτύου λιανικής του ομίλου. Ένα σημαντικό

πλεονέκτημα τόσο για την CosmOTE όσο και για τον ΟΤΕ είναι η μέσω Γερμανού απόκτηση τεχνογνωσίας στα θέματα των αγορών, ελέγχου αποθεμάτων και γενικά της διαχείρισης ενός μεγάλου δικτύου λιανικής όπου ο ΟΤΕ και η Romtelecom, ιδίως λόγω του μονοπωλιακού τους παρελθόντος δεν έχουν την απαιτούμενη πείρα.

- Η ελκυστικότητα της απόκτησης της Γερμανός δεν θα ήταν τα κέρδη της ίδιας της εταιρείας, που είναι σημαντικά, αλλά τα κέρδη που θα έφερνε κατά πρώτο λόγο στην CosmOTE μέσω αύξησης πωλήσεων, μείωσης του Churn, πιο ορθολογικής διαχείρισης του δικτύου λιανικής, αποφυγής της δαπάνης ίδρυσης ίδιου δικτύου και το κυριότερο άμεσης ενεργοποίησης ενός μεγάλου και δοκιμασμένου δικτύου στην Ελλάδα και τα Βαλκάνια.

- Η εξαγορά της Γερμανός είχε ακόμη ένα πλεονέκτημα. Όντας εισηγμένη στο Χρηματιστήριο η εταιρεία ήταν κατά τεκμήριο ηλεγμένη σε μεγάλο βαθμό, η δε αποτίμησή της αντικειμενική δεδομένου ότι η τιμή της αγοράς θα καθόριζε το κόστος της εξαγοράς της. Παράλληλα, ο διεθνής χρηματοοικονομικός οίκος JP Morgan, επιβεβαίωσε το εύλογο του τιμήματος καθώς γνωμοδότησε θετικά για το ύψος του τιμήματος στο διοικητικό συμβούλιο της CosmOTE.

Η εξαγορά της Γερμανός ΑΒΕΕ αποτελεί μία στρατηγική κίνηση προοπτικής, που δημιουργεί νέα δυναμική ανάπτυξης και εξυπηρετεί μία μακροπρόθεσμη επιχειρηματική στρατηγική. Απώτερος στόχος της, να αναδειχθεί η CosmOTE κυρίαρχος πάροχος υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας στην ευρύτερη περιοχή της ΝΑ Ευρώπης".

Σε αντίθεση με τους βασικούς ανταγωνιστές της, η CosmOTE μέχρι σήμερα δεν διέθετε οργανωμένο, αναγνωρίσιμο και εκτεταμένο ιδιόκτητο δίκτυο πωλήσεων στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια, γεγονός που ενδεχομένως θα καθυστερούσε σημαντικά την υλοποίηση των επιχειρηματικών σχεδίων της εταιρείας στην Ελλάδα και τη ΝΑ Ευρώπη.

Η επιλογή ανάπτυξης ενός δικτύου λιανικής εκ του μηδενός, για μία εταιρεία που δεν δραστηριοποιείται στην αγορά του λιανεμπορίου, εκτιμήθηκε ως μία πολύπλοκη διαδικασία υψηλών απαιτήσεων ως προς την τεχνογνωσία, και παράλληλα, μια χρονοβόρα διαδικασία, που εμπεριέχει σημαντικούς κινδύνους.

Επιπρόσθετα, ανέφερε ότι η Γερμανός ήδη δραστηριοποιείται με ιδιαίτερη επιτυχία στις τέσσερις από τις πέντε χώρες, οι οποίες ενδιαφέρουν την CosmOTE (Ελλάδα, Ρουμανία, Βουλγαρία και πΓΔΜ) μέσω του Δικτύου των Καταστημάτων της, που ανέρχεται στα 547 καταστήματα (εκ των οποίων περισσότερα από 337 εδρεύουν στην Ελλάδα), καθώς και επιπλέον σημεία πώλησης Προϊόντων και Υπηρεσιών Τεχνολογίας [5].

#### *8.6. Αποτελέσματα της Εξαγοράς*

Πολλοί αναλυτές θεωρούν πως η Γερμανός και -κατά συνέπεια ο αγοραστής της CosmOTE - θα χάσει έσοδα με την εξαγορά, δεδομένου ότι σήμερα πουλάει προϊόντα και των τριών δικτύων, δηλαδή της CosmOTE, της Vodafone και της TIM. Οι δύο τελευταίες όμως δεν θα έχουν πλέον κανένα λόγο να συνεχίζουν να συνεργάζονται με εταιρεία του ανταγωνιστή τους.

Ένα μέρος των απωλειών αυτών θα καλυφθεί από το γεγονός ότι δεν θα χρειάζεται πλέον η CosmOTE να πληρώνει προμήθειες στη Γερμανός (σήμερα η αλυσίδα εισπράττει περίπου το 7% από την αξία των τηλεφωνικών κλήσεων που πραγματοποιούν οι πελάτες της CosmOTE).

Πρόβλημα θα υπάρξει με τους ιδιοκτήτες καταστημάτων Γερμανός, οι οποίοι τα έχουν αναπτύξει με τη μέθοδο franchise. Εάν δεν υπάρξει ειδική πρόνοια για την παραμονή τους στο νέο καθεστώς, είναι πολύ πιθανό κάποια απ' αυτά να προσχωρήσουν σε άλλη ανταγωνίστρια αλυσίδα.

Πάντως, οι ίδιοι κύκλοι εκτιμούν πως μέσω της συμφωνίας, η οποία είναι η μεγαλύτερη στην Ελλάδα, θα ενισχυθεί η αξία του ομίλου του ΟΤΕ σε Ελλάδα και Βαλκάνια, αλλάζοντας τα δεδομένα και στο μέτωπο της αναζήτησης από την κυβέρνηση στρατηγικού επενδυτή για τον οργανισμό. Επίσης το δημόσιο ελπίζει ότι θα πουλήσει ακριβότερα τον ΟΤΕ, ενώ κάποιιοι δεν αποκλείουν το ενδεχόμενο αντί του στρατηγικού επενδυτή το κράτος να πουλήσει σε θεσμικούς μικρά πακέτα, ώστε να εισπράξει περισσότερα [6].

Ακόμα, ο ΟΤΕ θα κλείσει έως και 200 καταστήματα μετά την εξαγορά της αλυσίδας Γερμανός. Στελέχη του τηλεπικοινωνιακού οργανισμού ήδη έχουν λάβει εντολή να μελετήσουν σε ποιες περιοχές γειτνιάζουν τα καταστήματα Γερμανός με τα αντίστοιχα του ΟΤΕ. Όπου εντοπίζονται αλληλοκαλύψεις, τα καταστήματα του ΟΤΕ θα διακόπτουν τη λειτουργία τους με στόχο τον περιορισμό του λειτουργικού κόστους του οργανισμού τηλεπικοινωνιών. Τελικός στόχος είναι να δημιουργηθεί μια ενιαία αλυσίδα καταστημάτων, η οποία θα περιλαμβάνει τα σημερινά καταστήματα της Γερμανός αλλά και τα εναπομείναντα του δικτύου ΟΤΕ. Ο ευρύτερος σχεδιασμός προβλέπει επίσης ότι η Cosmote θα σταματήσει την ανάπτυξη της δικής της αλυσίδας καταστημάτων μέσα από τη διαδικασία του franchising [7].

Τέλος, είναι πολύ νωρίς να πει κάποιος ποια θα είναι τα μελλοντικά κέρδη της Γερμανός. Σε εκθέσεις ξένων αναλυτών, διατυπώνονται προβλέψεις ακόμη και για μείωση κατά 50% των κερδών EBITDA λόγω πιθανής διακοπής της συνεργασίας με τη Vodafone και την TIM. Οι προβλέψεις αυτές, σε συνδυασμό με το ότι η Cosmote πληρώνει 13 φορές τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων της Γερμανός (94,3 εκατ. ευρώ το 2005) οδηγούν τους αναλυτές στο συμπέρασμα ότι η Cosmote πλήρωσε ακριβά για να αποκτήσει ιδιόκτητη αλυσίδα λιανικής. Πόσο μάλλον όταν άλλες εξαγορές στο χώρο των τηλεπικοινωνιών κλείνουν με αποτιμήσεις έως και 9-10 φορές τα κέρδη [8].



### 8.7. Αντιδράσεις από την εξαγορά

Η εξαγορά αναμένεται να δημιουργήσει εμπόδια στις υπόλοιπες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο χώρο της κινητής τηλεφωνίας. Τόσο η Vodafone όσο και η TIM Hellas, οι οποίες πωλούσαν έως τώρα περίπου το 30% των συνδέσεων τους μέσω του δικτύου καταστημάτων Γερμανός (αν και έχουν υπογεγραμμένα συμβόλαια), θεωρείται βέβαιο ότι θα επιδιώξουν να φέρουν τους πελάτες στα δικά τους δίκτυα καταστημάτων ή θα αναζητήσουν άλλους διαύλους-αλυσίδες διάθεσης των υπηρεσιών-προϊόντων τους.

Τα καταστήματα της TIM αυτήν τη στιγμή φτάνουν τα 211 και επεκτείνονται. Οι νομικοί της εταιρείας εξετάζουν όλα τα ενδεχόμενα και τα δεδομένα προκειμένου να διαφυλάξουν τα συμφέροντά της. Σημαντικές είναι επίσης οι πωλήσεις των προϊόντων και των υπηρεσιών της Vodafone μέσα από το δίκτυο καταστημάτων Γερμανός, οι οποίες υπολογίζονται σε ποσοστό 15-20% των συνολικών πωλήσεών της. Να σημειωθεί πως η Vodafone διαθέτει περίπου 246 Vodafone Shops και 108 Vodafone Corner [9].

Οι Vodafone και TIM αναμένεται να «προσφύγουν» σε αλυσίδες όπως είναι αυτές των εταιρειών Πλαίσιο, Microland και Multirama, που επίσης ανήκει στην ιδιοκτησία του κ. Πάνου Γερμανού, αλλά δεν περιλαμβάνεται στη συμφωνία εξαγοράς της Γερμανός από την Cosmote. Στελέχη της αγοράς κάνουν λόγο για μάχη προσφορών στις τιμές κινητής τηλεφωνίας, ενώ οι δύο εταιρείες (Vodafone και TIM Hellas) επιχείρησαν να μπλοκάρουν και δικαστικά τη συμφωνία

Τα νομικά επιτελεία των εταιρειών TIM και Vodafone, που εξέτασαν τη συμφωνία Γερμανού - CosmOTE, κάνουν λόγο για «κρατικοποίηση της μεγαλύτερης αλυσίδας λιανικής πώλησης στα Βαλκάνια». Οι νομικοί των δύο εταιρειών κατέφυγαν στην Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων (ΕΕΤΤ)

και στην Επιτροπή Ανταγωνισμού, υπό την έγκριση των οποίων τελεί η εξαγορά της Γερμανός από την CosmOTE.

Οι νομικοί υποστηρίζουν πως, με το πέρας της Γερμανός στον όμιλο του ΟΤΕ τίθεται πλέον ζήτημα άρσης της εμπιστευτικότητας για τις εταιρείες που συνεργάζονταν μέχρι τώρα με την αλυσίδα. Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι ο ΟΤΕ, η CosmOTE και η ΟΤΕnet θα γνωρίζουν ανά πάσα στιγμή τις πωλήσεις των προϊόντων των ανταγωνιστών τους που θα γίνονται από τα καταστήματα Γερμανός. Αυτό θα διευκολύνει τον όμιλο του ΟΤΕ να διαμορφώνει ανάλογα την εμπορική πολιτική του. Έτσι, οι δύο μεγάλοι ανταγωνιστές της CosmOTE (TIM και Vodafone), αργά ή γρήγορα, θα αναγκαστούν να εγκαταλείψουν το δίκτυο διανομής Γερμανός [10].

Οι δύο Επιτροπές έθεσαν τελικά τους ακόλουθους όρους:

- Οι εξαγοραζόμενες εταιρείες, για όσο χρονικό διάστημα θα διαθέτουν μέσω των καταστημάτων των δικτύων τους προϊόντα ανταγωνιστριών εταιρειών του ομίλου ΟΤΕ είναι υποχρεωμένες να διατηρούν απόλυτη εμπιστευτικότητα ως προς τα στοιχεία τα οποία σχετίζονται με τις πωλήσεις των προϊόντων αυτών προς τους τελικούς καταναλωτές και γενικά οφείλουν να μην μεταβιβάζουν άμεσα ή έμμεσα, έντυπα ή ηλεκτρονικά εμπορικά στοιχεία, που αφορούν στους ανταγωνιστές της εξαγοράζουσας, στην τελευταία, τα οποία έχουν στην κατοχή τους ή περιέρχονται σε γνώση τους.
- Οι εξαγοραζόμενες εταιρείες, για όσο χρονικό διάστημα θα διαθέτουν μέσω των καταστημάτων των δικτύων τους προϊόντα ανταγωνιστριών εταιρειών του ομίλου ΟΤΕ είναι υποχρεωμένες να μην προβαίνουν σε διακριτική μεταχείριση των προϊόντων του ομίλου εταιρειών του ΟΤΕ σε βάρος των ανταγωνιστών. Ειδικότερα, είναι υποχρεωμένες κατά την προώθηση των προϊόντων και υπηρεσιών του ομίλου ΟΤΕ να δίδουν την ίδια πρόσβαση και να προβάλουν κατ' ίση μεταχείριση τα προϊόντα και τις υπηρεσίες των ανταγωνιστών της εξαγοράζουσας.

- Οι εξαγοραζόμενες εταιρείες οφείλουν να μην υποχρεώνουν τους καταναλωτές στην προμήθεια συνδεδεμένων προϊόντων - προσφορών της εξαγοράζουσας.
- Οι εξαγοραζόμενες εταιρείες θα διαθέτουν για τους καταναλωτές ιδιαίτερους τιμοκαταλόγους με ιδιαίτερη τιμολόγηση για κάθε προϊόν και υπηρεσία της εξαγοράζουσας που διαθέτουν.
- Η εταιρεία Γερμανός υποχρεούται να διατηρήσει το σήμα "Γερμανός" στα καταστήματα του δικτύου της για όσο χρονικό διάστημα θα εξακολουθούν να βρίσκονται σε ισχύ συμβάσεις συνεργασίας της με επιχειρήσεις ανταγωνίστριες των εταιρειών του ομίλου ΟΤΕ.

Ερωτηματικό πάντως παραμένει η συμπεριφορά των ιδιοκτητών των καταστημάτων Γερμανός, οι οποίοι τα έχουν αναπτύξει με τη μέθοδο franchise,. Αν δεν υπάρξει ειδική πρόνοια για την παραμονή τους στο νέο καθεστώς, είναι πολύ πιθανό κάποιοι από αυτούς να προσχωρήσουν σε άλλη, ανταγωνίστρια αλυσίδα. Ήδη, περίπου 40 φέρονται διατεθειμένοι να προσχωρήσουν στα δίκτυα άλλων εταιρειών. Σημειώνεται ότι από το σύνολο των 337 καταστημάτων Γερμανός, μόνο 12 είναι ιδιοκτησίας των ιδρυτών της αλυσίδας, ενώ τα υπόλοιπα 325 έχουν αναπτυχθεί με κεφάλαια μεμονωμένων επιχειρηματιών, με τη μέθοδο του franchise [11].

## Βιβλιογραφία κεφαλαίου 8

1. Ντελέζος Κωνσταντίνος, “ Μπλέξαν τις... γραμμές τους οι εταιρείες κινητής τηλεφωνίας”, Τα Νέα, 13/05/2006, σελ. ΙΟ4
2. <http://www.cosmote.gr>
3. Ντελέζος Κώστας – Πουλέρες Γιώργος,” «Γάμος» CosmOTE - Γερμανού αξίας 500 εκατομμυρίων ευρώ”, Τα Νέα, 6/05/2006, σελ. ΙΟ5
4. <http://www.germanos.gr/uploads/COMPANYPROFILEGREEKfinal.pdf>
5. “ΟΤΕ: Στρατηγική κίνηση προοπτικής η εξαγορά της Γερμανός”, [www.knowhow.gr](http://www.knowhow.gr), 20/07/2006
6. “Αλλάζουν τα δεδομένα με τη συμφωνία Cosmote – Γερμανός”, [Ναυτεμπορική](#), 9/05/2006, σελ 17
7. Τσίρος Αθανάσιος, “η CosmOTE πλήρωσε ακριβά την απόκτηση της εταιρείας Γερμανός”, [Ελευθεροτυπία](#), 14/05/2006, σελ. 38
8. “ΟΤΕ: «Λουκέτα» λόγω Γερμανού”, [Ελευθεροτυπία](#), 21/05/2006, σελ. 43
9. “Αλλάζουν τα δεδομένα με τη συμφωνία Cosmote – Γερμανός” ο.π. σελ. 17
10. Ντελέζος Κώστας, “ Και δικαστικός πόλεμος από τους ανταγωνιστές της CosmOTE”, Τα Νέα, 13/05/2006, σελ. ΙΟ4

11. Ντελέζος Κώστας, " Γερμανικά... ερωτηματικά", Τα Νέα, 8/05/2006, σελ.  
N49

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

Γιαννάτος Γεώργιος, Strategic Planning, Εκδόσεις Τεκδοτική, 2002, Αθήνα

Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος, Στρατηγικό Μανατζμεντ, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2004

Δρυλλεράκης Ι. Κ., Εξαγορά επιχειρήσεων 10<sup>ο</sup> Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σακουλα, 2001

Δρ.Κιόχος Α. Πέτρος – Δρ Παπανικολάου Γεώργιος, Προγραμματισμός Δράσεως Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Αθήνα

Παπαδάκης Μ. Βασίλης, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής εμπειρία, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, 1999

Τραυλός Γ. Νικόλαος, “Ασυμμετρία συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων και αμοιβές διευθυντικών στελεχών” Επιλογή – Τάσεις, 2005

Τραυλός Γ. Νικόλαος, “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Διεθνείς εμπειρίες και ελληνικές προοπτικές”, Τάσεις – Ειδική ετήσια έκδοση

## Ξένη

Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson, Modern Corporate Finance Theory and Practice, Second edition

David R. Fred, Strategic Management, Prentice Hall, 8<sup>th</sup> edition,

Firth Michael, “Takeovers: Benefit or burden”, Victoria University of Wellington

J.R. Franks – R.S. Harris, “Shareholder wealth effects of corporate takeovers. The U.K. experience 1955 – 1985”, Journal of Financial Economics 23, 1989

Gordon Gary – Kahl Matthias – Rosen Richard, Eat or Be Eaten: A theory of mergers and merger waves, April 2005

Kay John, Foundations of Corporate Success, Oxford Press, 1993

Milgrom Paul – Roberts Jhon, Economics, Organization & Management, Prentice Hall International, 1992

Miller Alex, Strategic Management, McGraw Hill, Third Edition

S.A. Ross – R.W. Westerfield – J.F. Jaffe, Corporate Finance, McGraw Hill, 7<sup>th</sup> Edition

Tanner D.A., “Seven Deadly Sins of Strategic Acquisitions”, Management Review, June 1991

Thayser Dave, "Reasons why mergers and acquisition fail" In Touch – Ernst & Young

Weston J Fred – Brigham F Eugene, Βασικές Αρχές της χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, 1986

"Why do mergers fail? What can be done to improve their chances of success"  
Key strategy, January 2003

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ