



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
UNIVERSITY OF PIRAEUS

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ**

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (EMBA)

Διπλωματική Εργασία

«ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ»

Ευαγγελία Γεωργίου Τσινίδου

1) Βικτωρία Πέκκα-Οικονόμου, καθηγήτρια (επιβλέπουσα)

2) Νικόλαος Γεωργόπουλος, καθηγητής

3) Δημήτριος Κάμπης, επίκουρος καθηγητής

Πειραιάς, Νοέμβριος 2019

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : E-MBA» με τίτλο «ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ» έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.

A photograph of a handwritten signature in blue ink on a light-colored background. The signature appears to be 'Euaγγελία Τσινίδου'.

Όνοματεπώνυμο: Ευαγγελία Τσινίδου του Γεωργίου

Ημερομηνία: 25-11-2019

Στους αγαπημένους μου

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	Σελίδα
Πίνακας 1.1: Συγκριτικός Πίνακας Μορφών Συνεργασίας Εταιρειών	2
Πίνακας 2.1: Περίληψη προβλεπόμενων επιπτώσεων επιχειρηματικού κινδύνου	14
Πίνακας 6.1: Αγορά Ε και Σ 2016 στην Ελλάδα	59
Πίνακας 6.2: Οι 5 μεγαλύτερες Ε και Σ το 2016	60

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελίδα
Διάγραμμα 3.1: Η έννοια της κάθετης ολοκλήρωσης	27
Διάγραμμα 6.1: Κρίσιμοι Παράγοντες Επιτυχίας μίας Ε ή Σ	58
Διάγραμμα 6.2: Αξία Ε και Σ 2016 στην Ελλάδα	60
Διάγραμμα 6.3: Οι 10 κορυφαίες σε έσοδα εταιρείες τα έτη 2009 και 2016 στην Ελλάδα	61
Διάγραμμα 6.4: Στρατηγικές για τη δημιουργία αξίας	62
Διάγραμμα 6.5: Ο τραπεζικός κλάδος και τα μερίδια αγοράς το 2009	67

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελίδα
Κατάσταση πινάκων	iii
Κατάσταση διαγραμμάτων	iii
Εισαγωγή	ix
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΟΡΙΣΜΟΙ – ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ	
1.1 Ορισμοί	1
1.2 Παράγοντες που διαμορφώνουν τη δραστηριότητα συνεργασιών	2
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 1 ^{ου} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ιστορική Αναδρομή Εξαγορών και Συγχωνεύσεων	
Εισαγωγή	4
2.1 Κύματα Συγχωνεύσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες	5
2.2 Κύματα Συγχωνεύσεων στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης	8
2.3 Εξωγενείς παράγοντες επιρροής εξαγορών και συγχωνεύσεων	10
2.4 Αυτογενείς παράγοντες επιρροής εξαγορών και συγχωνεύσεων	13
2.5 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα	15
2.5.1 Ευμετάβλητη νομοθεσία και γραφειοκρατία	16
2.5.2 Ιδιόρρυθμο εργασιακό καθεστώς	16
2.5.2.1 Νομοθεσία για μεταβίβαση επιχείρησης	17
2.5.2.2 Νομοθεσία Ομαδικών Απολύσεων	18
2.5.3 Έλλειψη ανταγωνισμού και νοοτροπία επιχειρηματιών	21

Συμπεράσματα	23
BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 2 ^{ου} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	24

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΤΡΟΠΟΙ – ΜΟΡΦΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Εισαγωγή	25
3.1 Αναφορικά με τον κλάδο δραστηριοποίησης	26
3.2 Αναφορικά με την στάση της διοίκησης της επιχείρησης στόχου	29
Συμπεράσματα	31
BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 3 ^{ου} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	31

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Θεωρίες και Κίνητρα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Εισαγωγή	32
4.1 Θεωρίες	33
4.1.1. Οικονομικές Θεωρίες (Economic Theories)	33
4.1.1.1. Αύξηση Κερδών και Αξίας για τους Μετόχους	33
4.1.1.1.1 Η αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) επιτυγχάνεται σε πολλαπλά επίπεδα	33
4.1.1.1.2 Η αύξηση του μεριδίου αγοράς (increase in market power) έχει σαν φυσικό ακόλουθο την αύξηση της κερδοφορίας	35
4.1.1.2. Θεωρία της Οικονομικής Διαταράξεως και Ασυμμετρίας Πληροφόρησης (Economic Disturbance & Information Asymmetries Hypothesis theory)	35
4.1.2 Διοικητικές Θεωρίες (Managerial Theories)	36
4.1.2.1. Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)	36
4.1.2.2. Διοικητική Αλαζονεία (Hubris Hypothesis)	37
4.1.3 Χρηματοοικονομικές Θεωρίες (Finance Theories)	38

4.1.4 Στρατηγικές Θεωρίες (Strategic Management Theories)	38
4.1.5 Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών (Organizational & Behavioural Theories)	39
4.2. Χρονικά κριτήρια υλοποίησης	39
4.2.1. Βραχυπρόθεσμο επίπεδο	39
4.2.2. Μεσοπρόθεσμο επίπεδο	40
4.2.3. Μακροπρόθεσμο επίπεδο	42
4.3. Πλεονεκτήματα εξαγορών και συγχωνεύσεων	43
Συμπεράσματα	45
BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 4 ^{ου} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	45

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Κίνδυνοι Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Εισαγωγή	47
5.1. Κίνδυνοι	48
5.1.1. Πριν την εξαγορά και συγχώνευση	48
5.1.2. Μετά την εξαγορά και συγχώνευση	48
5.1.3. Επίτευξη επιχειρήσεων μεγάλου οικονομικού μεγέθους	49
5.2. Μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων	50
Συμπεράσματα	53
ΑΡΘΡΑ 5 ^{ου} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	53

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Αξιολόγηση Εξαγορών και Συγχωνεύσεων ως προς την επιτυχία τους

Εισαγωγή	54
----------	----

6.1 Προϋποθέσεις επιτυχίας	55
6.2 Ουσιαστικός Έλεγχος της υποψήφιας επιχείρησης	56
6.3 Διευκόλυνση διαδικασίας ενοποίησης	57
6.4 Στοιχεία από την εγχώρια αγορά	59
6.4.1 Γενική επισκόπηση	59
6.4.2 Τραπεζικός κλάδος	64
Συμπεράσματα	68
ΑΡΘΡΑ 6 ^{ου} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Παράγοντες επιτυχίας και αποτυχίας των Ε & Σ	
Εισαγωγή	69
7.1. Στρατηγικό όραμα	70
7.2. Επιμέλεια και αφοσίωση κατά την υλοποίηση	70
7.3. Δομή συμφωνίας - Τρόπος χρηματοδότησης	70
7.4. Σχεδιασμός και ολοκλήρωση	71
7.5. Εξωτερικοί παράγοντες	71
7.6. Ανεπαρκής αξιολόγηση	72
7.7. Αρνητικές επιπτώσεις της καθυστέρησης ενοποίησης	72
7.8. Ανθρώπινος παράγοντας	73
7.9. Ρόλος στελεχών	73
Συμπεράσματα	75
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 7 ^{ου} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	75

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΥΠΟΘΕΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ

8.1 ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ	76
8.2 ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ	77
8.3 Απόφαση εξυγίανσης	78
8.4 Ολοκλήρωση της συναλλαγής	79
8.5 Απολογισμός	80
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ 8 ^{ου} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	81
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	82

Εισαγωγή

Έχοντας την τιμή να εργάζομαι στην εταιρεία ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ, έναν από τους καλύτερους εργοδότες και σήμερα πλέον μία από τις μεγαλύτερες ελληνικές επιχειρήσεις, μου δόθηκε η ευκαιρία να παρακολουθήσω από κοντά και να συμμετάσχω ενεργά στη διαδικασία απόκτησης του δικτύου καταστημάτων από την υπαχθείσα σε καθεστώς εξυγίανσης εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ, εκ λόγου δε αυτού γεννήθηκε και η ιδέα εκπόνησης διπλωματικής με το συγκεκριμένο θέμα.

Στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης και της αυξανόμενης ενοποίησης των αγορών, οι κανόνες του παιχνιδιού στις διεθνείς επιχειρήσεις έχουν αλλάξει. Για να πετύχει στην παγκόσμια αγορά μια επιχείρηση, πρέπει να αναμένει την αλλαγή και όχι να αντιδρά σε αυτή. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, οι συμμαχίες των επιχειρήσεων καθίστανται αναγκαίες και το φαινόμενο εμφανίζεται όλο και πιο συχνά τα τελευταία χρόνια.

Με τις συγχωνεύσεις ή/και τις εξαγορές, οι επιχειρήσεις χαράσσουν στρατηγική για την ανάπτυξη και συνεχή επέκταση της δραστηριότητάς τους, προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικές. Η υλοποίησή τους επιφέρει σημαντικές αλλαγές και ανακατατάξεις, τόσο στη λειτουργία των εταιρειών, όσο και στις εμπλεκόμενες με αυτές ομάδες προσώπων. Η πολυπλοκότητα των ενεργειών που απαιτούνται για την επιτυχημένη ολοκλήρωση και η διακίνηση των μεγάλων κεφαλαίων, είναι κάποιοι από τους βασικούς παράγοντες που οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές προσεγγίζονται ως πράξεις ιδιαίτερης σπουδαιότητας για την αγορά.

Η παρούσα εργασία παρουσιάζει συνοπτικά την πολιτική των συγχωνεύσεων και εξαγορών και προσεγγίζει την θεωρητική και πρακτική πλευρά της με έμφαση κυρίως στο εθνικό επίπεδο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Ορισμοί - Βασικές έννοιες

1.1 Ορισμοί

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν συνήθη μέθοδο επιχειρησιακού σχεδιασμού ανάπτυξης, μέσω της κεφαλαιακής συνένωσης ανεξαρτήτων, μέχρι πρότινος, επιχειρήσεων. Ειδικότερα διακρίνονται ως ακολούθως:

Ενοποίηση (Merger) αναφέρεται στην επιχειρηματική απόφαση συνένωσης δύο εταιρειών, που μετά την ολοκλήρωση των απαιτούμενων κατά τη νομοθεσία διαδικασιών, προκύπτει ένα νέο νομικό πρόσωπο.

Η «ενοποίηση» είθισται να συναντάται ως διαδικασία συνεργασίας-συνένωσης δύο ισομεγέθων εταιρειών και με συναίνεση των μερών.

Εξαγορά (Acquisition) αναφέρεται στην περίπτωση που μια εταιρεία αναλαμβάνει τον έλεγχο μιας άλλης, συνήθως μετά από συμφωνία των μερών. Η «εξαγορά» εταιρειών συνήθως λαμβάνει χώρα ανάμεσα σε δύο ή περισσότερες ανίσου μεγάλους εταιρείες-νομικά πρόσωπα.

Απόκτηση ελέγχου (Takeover – Hostile Takeover) αναφέρεται στην περίπτωση που μια εταιρεία αναλαμβάνει τον έλεγχο μιας άλλης, συνήθως χωρίς συμφωνία των μερών. Η «απόκτηση ελέγχου» εταιρειών συνήθως λαμβάνει χώρα ανάμεσα σε δύο ή περισσότερες ανίσου μεγάλους εταιρείες-νομικά πρόσωπα.

Management Buy Out – MBO αναφέρεται στην περίπτωση που μία επιχείρηση εξαγοράζεται από το υφιστάμενο σχήμα των διαχειριστών της, κάνοντας χρήση κάπιας μορφής μόχλευσης (leverage).

Συνεργασία (Joint Venture) αναφέρεται στη συνεργασία δύο ή περισσότερων νομικών προσώπων με σκοπό μια συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα ή έργο (project) ή την συνεκμετάλλευση μιας συγκεκριμένης γεωγραφικής αγοράς, κάνοντας χρήση κοινών συντελεστών παραγωγής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1: Συγκριτικός Πίνακας Συνεργασίας Εταιρειών

Χαρακτηριστικά συνεργασίας κατά περίπτωση	Μέγεθος Συνεργαζομένων Εταιρειών	Εταιρικό Σχήμα που προκύπτει	Συναίνεση Μερών
Μορφές συνεργασίας			
A. Merger	ισομεγέθες	νέον	υπαρκτή
B. Acquisition	ανισομεγέθες	υφιστάμενο	υπαρκτή
Γ. Takeover	ανισομεγέθες	Υφιστάμενο/νέο	υπαρκτή
Δ. Hostile Takeover	ανισομεγέθες	Υφιστάμενο/νέο	ανύπαρκτη
E. MBO	-	Υφιστάμενο	υπαρκτή
ΣΤ. Joint Venture	Άνευ ιδιαίτερης αξίας	Κ/Ξ [διατήρηση υφισταμένων Ν.Π.]	υπαρκτή

Πηγή: Σημειώσεις του μαθήματος «Αποτίμηση, Συγχωνεύσεις και εξαγορές Επιχειρήσεων» του Καθηγητή Δημήτρη Κάμπη

1.2 Παράγοντες που διαμορφώνουν τη δραστηριότητα συνεργασιών

Διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

Εξωτερικοί (Institutional) είναι οι παράγοντες που τελούν σε άμεση σχέση με το κράτος στο οποίο υλοποιούνται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές και περιλαμβάνουν:

- το ισχύον εταιρικό δίκαιο,
- το ισχύον εργατικό δίκαιο,
- το κοινοτικό δίκαιο,
- τους κανονισμούς και τις ρυθμιστικές εξουσίες,
- τους κοινοτικούς κώδικες πρακτικής και πρότυπα,
- τις συνήθειες και ενσωματωμένες πρακτικές,
- τον προστατευτισμό.

Εσωτερικοί (Corporate) είναι οι παράγοντες που οδηγούν την ενδιαφερόμενη επιχείρηση στην επιλογή εταιρικής στρατηγικής, και ειδικότερα:

- στην ανάπτυξη (growth):

- οριζόντια (horizontal) είτε εσωτερικά (Internal) είτε εξωτερικά (external)
- κάθετα (vertical) προς τα εμπρός (forward) ή προς τα πίσω (backward)
- ασυσχέτιστα (irrelevant / conglomerate)

- στην προσωρινή παύση (pause)

- στην αποεπένδυση (reinvestment) για την μείωση ή εξάλειψη του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί.

Βιβλιογραφία 1^{ου} Κεφαλαίου

1. Παπαδάκης Μ. Βασίλης (2012), Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 6η έκδοση, Εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα
2. Κυριαζής, Δημήτριος Α.: «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές» (2007), Αθήνα, εκδόσεις Μπατσιούλας Ν. & Σ.
3. Σημειώσεις του μαθήματος «Αποτίμηση, Συγχωνεύσεις και εξαγορές Επιχειρήσεων» του Καθηγητή Δημήτρη Κάμπη
4. Mergers and Acquisitions, Edinburgh Business School, Heriot-Watt University, Professor Alexander Roberts, Dr William Wallace, Dr Peter Moles, MQ-A2-engb I/2016

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ιστορική Αναδρομή Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Εισαγωγή

Από τις αρχές της βιομηχανικής επανάστασης μέχρι και σήμερα, οι μεγάλες επιχειρήσεις κατείχαν ιδιαίτερη θέση στη διεθνή οικονομική σκηνή. Οι οικονομίες κλίμακας, με βάση τις οποίες στοχεύουν στη μείωση του μέσου κόστους παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος κατανέμοντας τα σταθερά έξοδα σε μεγαλύτερο όγκο παραγόμενων μονάδων, συνέβαλαν καθοριστικά στην απόκτηση πλεονεκτήματος των μεγάλων επιχειρήσεων έναντι των μικρών.

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις, «εργαλείο» πολύ σημαντικό για την επίτευξη του ανωτέρω στόχου, έκανε την εμφάνισή του στα τέλη του 19^{ου} αιώνα και η αυξανόμενη ανταγωνιστικότητα στο παγκόσμιο επιχειρηματικό τοπίο συνέβαλε σε μεγάλο βαθμό στην ευρεία εφαρμογή του. Φαίνεται δε ότι η ανάπτυξή τους μεταβάλλεται αναλόγως με την γενικότερη οικονομική κατάσταση και την κατάσταση της χρηματιστηριακής αγοράς. Οι οικονομικοί και οι ιστορικοί επιστήμονες αναφέρονται σε «κύματα συγχωνεύσεων». Η ημερομηνία έναρξης και η διάρκεια καθενός από αυτά τα κύματα δεν είναι συγκεκριμένη, ενώ είναι πιο σαφής η ημερομηνία λήξης για όσα έληξαν με πόλεμο ή οικονομικές καταστροφές, όπως η κατάρρευση του 1929 ή η έκρηξη της φούσκας της Χιλιετίας.

Θα μπορούσε κάποιος να υποστηρίξει ότι οι συγχωνεύσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος του καπιταλισμού της αγοράς και υπήρχε συνεχές κύμα δραστηριότητας συγχωνεύσεων που έχει απομακρυνθεί και ρέει από την εξέλιξη της βιομηχανικής οικονομίας στο δεύτερο μέρος του 19ου αιώνα, με διακοπές όταν οι θεμελιώδεις δυνάμεις κατέστησαν αρνητικούς τους εξωγενείς παράγοντες συγχωνεύσεων.

2.1. Κύματα Συγχωνεύσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες

Το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων συναντάται στις Η.Π.Α. από την δεκαετία του 1890 και για πολλά χρόνια αποτελούσε την πλέον συνηθισμένη μορφή ανάπτυξης. Η εξέλιξη του φαινομένου εμφανίζεται σε επτά στάδια ή «κύματα» (merger waves) και συγκεκριμένα:

Πρώτο Κύμα (1893-1904): Είναι γνωστό ως «το μεγαλύτερο κίνημα συγχωνεύσεων» στην επιχειρηματική σκηνή των Η.Π.Α., ιδιαίτερα στον τομέα της μεταποίησης. Το «κύμα» χαρακτηρίζεται από οριζόντιες συγχωνεύσεις, όπου επιχειρήσεις δραστηριοποιούμενες στον ίδιο κλάδο ή τομέα, συνήθως ως ανταγωνιστές, καταλήγουν να συνεργαστούν με στόχο την αύξηση των εσόδων. Συνήθως προκαλείται από μεγαλύτερες εταιρείες που στοχεύουν σε πιο αποδοτικές οικονομίες κλίμακας, με την ένωση νομικών οντοτήτων που παρέχουν τα ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες. Αποτέλεσμα του συνδυασμού ήταν η επίτευξη μεγαλύτερων μεριδίων αγοράς και η, συνεπεία αυτών, δυνατότητα εγκαθίδρυσης μονοπωλίων και δεσπόζουσας θέσης στην αγορά.

Η περίοδος μεταξύ 1893 και 1904, και αμέσως πριν από την έναρξη του Α' Παγκοσμίου Πολέμου, είδε την άνοδο των μεταποιητικών και μεταφορικών κολοσσών στις Η.Π.Α., ιδιαίτερα στις βιομηχανίες χάλυβα (United States Steel Corporation, 1901), πετρελαίου (Standard Oil Company of New Jersey, 1899), ορυχείων και σιδηροδρόμων, καθώς και στην τηλεφωνική βιομηχανία.

Δεύτερο Κύμα (δεκαετία του 1920): τα μονοπώλια που δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος είχαν ως αποτέλεσμα την παρέμβαση της κυβέρνησης και τη θέσπιση νόμων που απαγόρευαν την «αντιανταγωνιστική συμπεριφορά». Όταν το 1911 το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α. έκρινε ως παράνομο μονοπώλιο την υπόθεση της Standard Oil Company, η εταιρεία οδηγήθηκε σε αλλαγή προς την κάθετη ολοκλήρωση, η οποία αποτελούσε την αναγνωριστική πτυχή του Δεύτερου Κύματος των Ε και Σ.

Οι κάθετες συγχωνεύσεις είναι πιο προσανατολισμένες στην αποτελεσματικότητα, με στόχο τη μείωση του κόστους και τη βελτίωση της συνολικής αποδοτικότητας της εταιρείας. Αφορά σε οντότητες συνεργάτες και όχι ανταγωνιστές. Επομένως, είναι σύνηθες να βλέπουμε έναν ενδιαφερόμενο να επεκτείνει τις δραστηριότητες της επιχείρησής του προς τους πόρους (upstream) ή τον τελικό χρήστη (downstream).

Αποτέλεσμα αυτού του κύματος των Ε και Σ ήταν η αντικατάσταση των μονοπωλίων από τα ολιγοπώλια. Οι εταιρείες που δεν μπόρεσαν να πάρουν ένα κομμάτι της δράσης κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος, αφήθηκαν να συγχωνευθούν με άλλες επιχειρήσεις ή

να αποκτήσουν άλλες εταιρείες προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικές με τους μεγαλύτερους παίκτες που δημιουργήθηκαν κατά το πρώτο κύμα.

Την περίοδο αυτή υπήρξε μεγάλη άνοδος των κατασκευαστών αυτοκινήτων (Ford και FIAT), η δε βιομηχανία πετρελαίου και φυσικού αερίου προσαρμόστηκε στα νέα δεδομένα, όπως αποδεικνύει η Standard Oil Company που κινήθηκε από την οριζόντια στην κάθετη ολοκλήρωση, επεκτείνοντας τις δραστηριότητές της στο ραφινάρισμα πετρελαίου, το λιανικό εμπόριο και το μάρκετινγκ.

Το δεύτερο κύμα, με αξία εξαγορών και συγχωνεύσεων ανερχόμενη στα 30 δισεκατομμύρια USD, τελείωσε κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης όταν το 1929 τιμές των μετοχών μειώθηκαν δραματικά και το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης κατέρρευσε.

Τρίτο Κύμα (1955-1970): Περιλαμβάνει τη δημιουργία κολοσσών μέσω της επέκτασης επιχειρήσεων που διαθέτουν μη συσχετιζόμενες δραστηριότητες, ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους και τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες τους μπορεί να είναι πολύ διαφορετικά. Η αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων ανήλθε στα 69 δισεκατομμύρια USD. Δημιουργήθηκαν σημαντικά συγκροτήματα όπως η IT & T (Harold Geneen), LTV (Jimmy Ling), Teledyne (Henry Singleton) και Litton (Tex Thornton). Οι κύριοι Geneen, Ling, Singleton και Thornton θεωρήθηκαν ως οραματιστές και ήρωες της νέας ιδέας για την επιχειρηματική οργάνωση. Πολλές μεγάλες καθιερωμένες εταιρείες αποδέχτηκαν την έννοια και διαφοροποιήθηκαν σε νέες βιομηχανίες και περιοχές. Τα αποθέματα των ομίλων κλονίστηκαν το 1969-70 και οι διαφοροποιημένες εταιρείες δεν πέτυχαν ποτέ τα οφέλη που αναμενόταν να προέλθουν από τη διαφοροποίηση.

Ένα από τα μεγάλα ονόματα που προέκυψε από το τρίτο κύμα ήταν η General Electric Company, έχοντας ξεκινήσει από το δεύτερο κύμα με την απορρόφηση της National Electric Lamp Association (NELA).

Είχε σχετικά σύντομη διάρκεια. Από το έτος 1973 οι τιμές των μετοχών επηρεάστηκαν από την πετρελαϊκή κρίση και αργότερα, από την οικονομική ύφεση.

Τέταρτο Κύμα (1974-1989) : Παρατηρείται μια μανία για συγχωνεύσεις (merger mania). Οι επιθετικές εξαγορές είναι πολύ συχνές και πραγματοποιούνται χωρίς τη συναίνεση των μετόχων και της διοίκησης της αποκτώμενης εταιρείας. Επιπρόσθετα, όπως αναφέρουν οι Shleifer & Vishny (1991), η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από την αποφυγή για διαφοροποίηση, την επικέντρωση στις σημαντικές δραστηριότητες και την αύξηση της χρήσης του outsourcing. Οι τράπεζες επενδύσεων έπαιξαν ενεργό ρόλο, καθώς παρείχαν χρηματοδότηση στους πελάτες τους για την πραγματοποίηση των επιθετικών εξαγορών και συχνά γίνεται χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για την χρηματοδότηση των μοχλευμένων εξαγορών (LBOs).

Το αναπόφευκτο τέλος του τέταρτου κύματος ήρθε το 1989, όταν οι τράπεζες σταμάτησαν να δανείζουν τόσο πολύ και τόσο συχνά, καθώς ο υψηλός πληθωρισμός είχε ως αποτέλεσμα το υψηλό κόστος δανεισμού.

Πέμπτο Κύμα (1993-2000) : Ήταν το μεγαλύτερο κύμα από άποψη αριθμού και αξίας συναλλαγών, φθάνοντας το 2000 τα 1,75 δισεκατομμύρια USD. Ο στόχος απόκτησης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω των αναγκαίων πόρων και ικανοτήτων, είχε ως αποτέλεσμα την δημιουργία πολυεθνικών εταιρειών και μαζικών συγκεντρώσεων. Ξένοι επενδυτές εισήλθαν στην αγορά των Η.Π.Α. (και το αντίθετο). Οι εξαγορές «πέραν των συνόρων», όπου ξένοι επενδυτές αποκτούν τον έλεγχο της αποκτώμενης εταιρείας, είναι πολύ συχνές (π.χ. η απόκτηση του γερμανικού γίγαντα Mannesman από την βρετανική Vodafone AirTouch το 1999 και η δημιουργία της GlaxoSmithKline από τις Glaxo Wellcome και της SmithKline Beecham).

Παρατηρήθηκε η εμφάνιση κλάδων νέων τεχνολογιών (διαδίκτυο, τηλεπικοινωνίες, καλωδιακή και δορυφορική τηλεόραση) και οι μεταβολές σε ώριμους κλάδους όπως οι τράπεζες, βιομηχανία τροφίμων, αυτοκινητοβιομηχανία κλπ. Η δημιουργία σημαντικών οργανισμών που ξεπερνούν τα εθνικά όρια (όπως η Ευρωπαϊκή Ένωση και ο Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου), η παγκοσμιοποίηση προϊόντων/υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών, καθώς και η αρχή της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων (shareholder maximization value) είναι κάποια ακόμη από τα χαρακτηριστικά του πέμπτου κύματος. Οι υψηλές τιμές των μετοχών ενθάρρυναν και ταυτόχρονα πίεζαν τις εταιρείες για να κλείνουν συμφωνίες και να διατηρήσουν τις έντονες συναλλαγές.

Το τέλος του πέμπτου κύματος συνδέθηκε με την πτώση του χρηματιστηρίου και με την χρεωκοπία μεγάλων εταιρειών, όπως η Enron, η οποία πυροδότησε την επανάσταση στην, μέχρι και σήμερα συνεχιζόμενη, εταιρική διακυβέρνηση.

Έκτο Κύμα (2003-2008) : Η παγκοσμιοποίηση, τα ιδιωτικά κεφάλαια και ο ακτιβισμός των μετόχων είναι τα κύρια χαρακτηριστικά του έκτου κύματος.

Οι μέτοχοι συνεχίζουν να μη διοικούν την εταιρεία, αλλά έχουν λόγο στον τρόπο που αυτή διοικείται.

Πολύ συχνό φαινόμενο είναι οι μοχλευμένες εξαγορές (Leverage Buy-outs), όπου η αποκτώσα εταιρεία δανείζεται προκειμένου ν' αποκτήσει την εταιρεία-στόχο, χωρίς να δεσμεύει δικό της κεφάλαιο (απομεινάρι του τετάρτου κύματος). Αυτή την περίοδο τα επιτόκια είναι χαμηλά, περισσότερες εταιρείες είναι πιο πρόθυμες να επεκταθούν σε πολυεθνικές αγορές και η Κυβέρνηση είναι πλέον έτοιμη να τις υποστηρίξει.

Το πιο δημοφιλές παράδειγμα της εξεταζόμενης περιόδου ήταν της American Online

(AOL) που συγχωνεύθηκε με την Time Warner για 164 δισεκατομμύρια USD. Παρολαυτά, τον Δεκέμβριο του 2007, η κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. σήμανε το τέλος του έκτου κύματος.

Έβδομο Κύμα (2011 και μετά) : Μετά το τέλος του έκτου κύματος, τα πράγματα δυσκόλεψαν πολύ για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Σε αυτό συνέτεινε ιδιαίτερως η αποτυχία της ιστορικής συγχώνευσης της AOL Time Warner, η οποία, μόλις ένα χρόνο μετά την υλοποίησή της, ανέφερε απώλεια σχεδόν 100 δισ. USD και έγινε πλέον γνωστή ως το «μεγαλύτερο λάθος στην ιστορία των εταιρικών συγχωνεύσεων».

Όμως η δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών άρχισε να αναδύεται το 2011, δίνοντας την ελπίδα ότι πρόκειται να ξεκινήσει το έβδομο κύμα. Σε αυτό το κύμα, οι BRICS βρίσκονται στην πρώτη γραμμή της δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Το BRICS αντιπροσωπεύει τη Βραζιλία, τη Ρωσία, την Ινδία, την Κίνα και τη Νότια Αφρική, πέντε από τις αναδυόμενες εθνικές οικονομίες του κόσμου. Είναι είτε αναπτυσσόμενες χώρες, είτε έχουν μόλις πρόσφατα εκβιομηχανηθεί, και είναι επίσης πέντε από τις πολυπληθέστερες χώρες.

Στην πραγματικότητα, το έτος 2015 και οι πέντε χώρες αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 40% του παγκόσμιου πληθυσμού. Η συνεργασία μεταξύ των συγκεκριμένων χωρών δίνει μεγάλη έμφαση στις εμπορικές και εταιρικές δραστηριότητες και σίγουρα δεν θα αποτελέσει έκπληξη η εντός των επομένων ετών επικέντρωση της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις χώρες ή/και στις ηπείρους στις οποίες ανήκουν.

Σε κάθε περίπτωση συνεχίζουν να ισχύουν οι τάσεις και τα πρότυπα που εξ αρχής προέκυψαν κατά τα προηγούμενα Κύματα, καθώς οι διασυννοριακές συγχωνεύσεις και οι βιομηχανικές ενοποιήσεις θα εξακολουθήσουν να ευδοκιμούν και οι εχθρικές εξαγορές, οι μοχλευμένες εξαγορές και οι ομόκεντρες συγχωνεύσεις θα παραμείνουν επίσης διαδεδομένες.

2.2. Κύματα Συγχωνεύσεων στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων συναντάται αρχικά το 1960 στο Ηνωμένο Βασίλειο και από το 1990 και μετά ακολουθεί η υπόλοιπη Ευρώπη. Όπως συνέβη κατά τη διάρκεια του πέμπτου κύματος στις Η.Π.Α., αντίστοιχα και στον ευρωπαϊκό χώρο, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις ήταν φυσικό ακόλουθο των μεταβολών που υπέστη η οικονομία στο σύνολό της.

Οι επιχειρήσεις των ευρωπαϊκών χωρών, επηρεαζόμενες από την παγκοσμιοποίηση και τον φιλελευθερισμό στην αγορά, έχουν αποκτήσει πλέον ενεργό ρόλο στις δραστηριότητες που αφορούν στις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Η χώρα όμως που ξεχωρίζει για την πρωταγωνιστική της θέση είναι το Ηνωμένο Βασίλειο, με κύριο χαρακτηριστικό την εξωστρέφεια που επέδειξε προς τις διεθνείς αγορές. Το γεγονός αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στο διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο και στη γενικότερη φιλελεύθερη κουλτούρα της Μεγάλης Βρετανίας. Η φιλελευθεροποίηση των αγορών καθώς και η ιδιωτικοποίηση σημαντικών επιχειρήσεων, όπως είναι αυτές της κοινής ωφελείας, πιστωτικών ιδρυμάτων κλπ., διαδραμάτισαν καθοριστικό ρόλο για την εκκίνηση του κύματος του 1990.

Συγκεκριμένα, στην Ε.Ε. αναφέρονται δύο κύματα :

Πρώτο κύμα (1987-1992) : Κατά την διάρκεια του πρώτου κύματος η αξία των συγχωνεύσεων από 21 δισεκατομμύρια USD το 1985, έφτασε στα 158 δισεκατομμύρια USD το 1989, ενώ ακολούθησε πτώση στα 90 δισεκατομμύρια USD το 1992.

Δεύτερο κύμα (1995-2001) : Με το δεύτερο κύμα, η αξία των συγχωνεύσεων έφτασε τα 1.083 δισεκατομμύρια USD το 2000, ενώ το 2001 μειώθηκε δραματικά φτάνοντας στα 462 δισεκατομμύρια USD.

Από το 2001 και μετά παρατηρείται η ανάπτυξη ενός τρίτου κύματος. Ειδικότερα, το 2002 οι εξαγορές και συγχωνεύσεις εμφάνισαν 600 δισεκατομμύρια USD παρουσιάζοντας αύξηση κατά 30%. Οι πιο πολλές πραγματοποιήθηκαν στη Μεγάλη Βρετανία, η οποία ήταν ιδιαίτερα δραστήρια σε αυτή τη στρατηγική ανάπτυξης συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης .

Σημειωτέον ότι υπήρξε μεγάλη αύξηση των επιθετικών εξαγορών και συγχωνεύσεων, η αξία των οποίων έφτασε το 1999 να αντιπροσωπεύει το 14% της συνολικής αξίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν.

Η παγκοσμιοποίηση και η απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου οδήγησε όλο και περισσότερες επιχειρήσεις, με δραστηριότητα σε διαφορετικές χώρες, να προβούν σε ενέργειες εξαγορών και συγχωνεύσεων προκειμένου να αποκτήσουν ισχυρότερη θέση στη αγορά με αύξηση του μεριδίου τους αλλά και εκμετάλλευση των πλεονεκτημάτων που προσφέρει μια τέτοια ενέργεια.

2.3 Εξωγενείς παράγοντες επιρροής εξαγορών και συγχωνεύσεων

Διεθνή Επενδυτικά Κεφάλαια

Τα ακτιβιστικά αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου, ύψους 1,2 τρισεκατομμυρίων δολαρίων, και οι ακτιβιστές θεσμικοί επενδυτές αποτελούν σημαντικό παράγοντα πίεσης των εταιρειών. Οι ακτιβιστές πιέζουν τις εταιρείες να εκπονηθούν, γεγονός που ενισχύει τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της εξουσίας τους να επηρεάζουν τις συγχωνεύσεις, αποτελεί ο ρόλος που έπαιξαν κατά τη διεκδίκηση του Euronext από το New York Stock Exchange και την Deutsche Borse.

Αντιμονοπωλιακό δίκαιο

Η κυβερνητική πολιτική ανταγωνισμού μπορεί να προωθήσει, να περιορίσει ή να απαγορεύσει τις συγχωνεύσεις και αποτελεί μείζονα παράγοντα επιρροής των. Οι ρυθμιστικές αρχές αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας στις Η.Π.Α., Καναδά, Ευρωπαϊκή Ένωση και στον υπόλοιπο κόσμο ήταν ευλόγως δεκτικές στις συγχωνεύσεις. Έχουν αναγνωρίσει ότι οι αγορές είναι παγκόσμιες και έχουν αποδεχθεί πωλήσεις, χορήγηση αδειών και επιχειρηματικούς περιορισμούς για να θεραπεύσουν προβλήματα. Η έννοια ότι «το μεγάλο είναι κακό» έχει πλέον καταληφθεί. Συνοψίζοντας τα ανωτέρω, συνάγεται ότι οι τρέχουσες πολιτικές επιβολής της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας δεν περιορίζουν αδικαιολόγητα τις συγχωνεύσεις.

Νομίσματα

Οι διακυμάνσεις των νομισμάτων επηρεάζουν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις. Οι εταιρείες με ισχυρά νομίσματα έχουν το πλεονέκτημα να αποκτούν εταιρείες σε χώρες με αδύναμα νομίσματα. Στο παρελθόν, και σε ορισμένες χώρες ακόμη και σήμερα, οι έλεγχοι νομισμάτων και περιορισμοί διακίνησης κεφαλαίων (capital controls) εμποδίζουν ή αποτρέπουν τις συγχωνεύσεις.

Τραπεζικό Σύστημα

Όταν είναι υγιές, επιτρέπει την συμμετοχή των Τραπεζών στην χρηματοδότηση των επενδύσεων.

Φιλελευθεροποίηση

Το παγκόσμιο κίνημα προς τον καπιταλισμό της αγοράς και η ιδιωτικοποίηση κρατικών εταιρειών οδήγησαν σε σημαντική αύξηση του αριθμού των υποψηφίων για συγχώνευση.

Η συνακόλουθη αλλαγή στάσης απέναντι στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις είχε παρόμοιο αποτέλεσμα. Η απελευθέρωση συγκεκριμένων κλάδων, όπως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις κοινής ωφελείας, έχει επίσης συμβάλει στην αύξηση των συγκεντρώσεων σε παγκόσμια βάση.

Από την άλλη πλευρά, ο προστατευτισμός έχει περιορίσει τις συγχωνεύσεις. Για παράδειγμα, οι περιπτώσεις Unocal – Chevron - CNOOC και Dubai Ports στις Η.Π.Α. και η πολιτική της γαλλικής κυβέρνησης για την προστασία των «εθνικών πρωταθλητών» από την εξαγορά τους, συγκρατούν τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων. Η αλλαγή κανονισμών των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας της Ισπανίας (που τώρα αμφισβητείται από την Ε.Ε.), η οποία επέτρεψε στην ENDESA να απορρίψει προσφορά της γερμανικής εταιρείας ηλεκτρικής ενέργειας E.ON είναι μία άλλη περίπτωση.

Είναι επίσης ενδιαφέρον να σημειωθεί ότι η Ρωσία έχει υιοθετήσει μια πολιτική δημιουργίας «παγκόσμιων πρωταθλητών», η οποία οδήγησε σε μεγάλες συγχωνεύσεις εταιρειών πετρελαίου και φυσικού αερίου (Gazprom) και αλουμινίου (Rusal / Sual) και στην αποτυχημένη προσπάθεια της σημαντικότερης χαλυβουργικής εταιρείας Severstal να γίνει ο άσπρος ιππότης που θα έσωζε την Arcelor από τη Mittal και θα την καθιστούσε μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες χάλυβα στον κόσμο.

Εξειδικευμένα στελέχη

Η συμμετοχή εμπειρογνομόνων στη διαδικασία σύλληψης, ανάλυσης, εκτίμησης και εκτέλεσης των συγχωνεύσεων, είναι σημαντικός παράγοντας. Μερικοί θεωρούν ότι αποτελεί φαινόμενο της δεκαετίας του 1980, ενώ στην πραγματικότητα χρονολογείται από την αρχή του 20^{ου} αιώνα, όταν η JP Morgan συγχώνευσε τα συμφέροντα χάλυβα Carnegie με μια σειρά άλλων για να δημιουργήσει την U.S. Steel.

Οι παγκόσμιες επενδυτικές τράπεζες, αναδεικνύοντας τις ευκαιρίες συγχωνεύσεων, τραβούν την προσοχή των μεγάλων εταιρειών παγκοσμίως και τις κινητοποιούν. Επίσης, η διαθεσιμότητα εξειδικευμένων δικηγόρων, συμβούλων και λογιστών για την υποστήριξη των διευθυντικών στελεχών των συγχωνευόμενων εταιρειών, τονώνει έτι περαιτέρω την διαδικασία των συγχωνεύσεων.

Εργατικό δυναμικό

Ενώ οι εργατικές ενώσεις και οι εργαζόμενοι εξακολουθούν να έχουν «φωνή» στις συγχωνεύσεις σε ορισμένες χώρες, κατά γενική ομολογία η αντίσταση των εργαζομένων στις συγχωνεύσεις δεν τις επηρεάζει. Ωστόσο, οι νόμοι προστατεύουν τους εργαζομένους

από την καταγγελία ή την αλλαγή των συνθηκών εργασίας τους και αποτρέπουν διαφορετικό χειρισμό στις συγχωνευόμενες εταιρείες.

Αγορές

Οι δεκτικές αγορές μετοχών και χρεογράφων αποτελούν κρίσιμο παράγοντα για τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων. Κατά τη διάρκεια του κύματος συγχωνεύσεων της δεκαετίας του 1990, καθώς οι δείκτες των τιμών των μετοχών και των κερδών αυξήθηκαν δραματικά, ο όγκος των συγχωνεύσεων επίσης αυξήθηκε δραματικά, από 339 δισεκατομμύρια δολάρια που ανακοινώθηκαν παγκόσμια δραστηριότητα απόκτησης το 1991 σε ετήσια αξία ύψους 3.3 τρισεκατομμυρίων δολαρίων το 2000. Σε κάθε έτος αυτού του πέμπτου κύματος συγχώνευσης καταγράφηκαν οι εγγραφές σχετικά με τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων (μεγαλύτερη συγκέντρωση, υψηλότερος όγκος κ.λπ.). Φαίνεται πως το κύμα συγχωνεύσεων θα κυλούσε χωρίς εμπόδια στη νέα χιλιετία. Ο φρενήρης ρυθμός της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων στη συνέχεια επιβραδύνθηκε δραματικά, η φούσκα της χιλιετίας εξερράγη και η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων υποχώρησε. Οι μακροοικονομικοί παράγοντες εξηγούν σε μεγάλο βαθμό την απότομη πτώση της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων από το 2000 έως το 2003. Οι αισιόδοξες αγορές μετοχών δημιούργησαν το νόμισμα και την ψυχολογική στήριξη του κύματος συγχωνεύσεων της προηγούμενης περιόδου και ο τερματισμός της ανοδικής πορείας τους ήταν ο σημαντικότερος παράγοντας μείωσης του προηγούμενου υψηλού επιπέδου δραστηριότητας συγχωνεύσεων. Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, μέχρι το 2003, το NASDAQ είχε πέσει περίπου κατά 70% από το υψηλό του σημείο το 2000, και πολλές μετοχές εταιρειών Διαδικτύου, Τηλεπικοινωνιών και Τεχνολογίας μειώθηκαν κατά το ίδιο χρονικό διάστημα κατά περισσότερο από 75% (και περίπου 98%). Η εξασθενημένη οικονομία στις ΗΠΑ και σε άλλα έθνη, τα τραγικά γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου 2001 και οι επακόλουθες εγχώριες και διεθνείς συγκρούσεις, καθώς και ερωτήσεις σχετικά με πρακτικές λογιστικής και εταιρικής διακυβέρνησης μετά τα σκάνδαλα τύπου Enron, μείωσαν περαιτέρω τους επενδυτές και κατέστησαν τις αγορές λιγότερο δεκτικές στις συγχωνεύσεις.

Παρ' όλα αυτά, η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων δεν έπαυσε. Παρά τις ανησυχίες σχετικά με τα ελλείμματα, την τρομοκρατία και την εταιρική διακυβέρνηση, η βελτίωση των συνθηκών της αγοράς, σε συνδυασμό με την αυξημένη αισιοδοξία όσον αφορά τις βορειοαμερικανικές και ευρωπαϊκές οικονομίες γενικά, δημιούργησε ένα πιο ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον για τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων το 2004 και το 2005. Η αγορά εμφάνισε αξιοσημείωτη αύξηση της συναλλακτικής δραστηριότητας, συμπεριλαμβανομένου ενός συνδυασμού στρατηγικών συνενώσεων επιχειρήσεων και οικονομικών χορηγών με κίνητρα για συναλλαγές, τόσο σε φιλικό όσο και σε εχθρικό

περιβάλλον. Το 2004 η παγκόσμια δραστηριότητα συγκέντρωσης έφτασε τα 1,8 τρισεκατομμύρια δολάρια και το 2005 ανήλθε σε 2,6 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Τα επόμενα χρόνια, η δραστηριότητα συναλλαγών αποδίδεται στην έντονη αύξηση των εταιρικών κερδών και διαθέσιμων μετρητών, στην επιστροφή εμπιστοσύνης στην αίθουσα συνεδριάσεων, στο σχετικά χαμηλό επιτόκιο και στον πληθωρισμό, στην εύκολη χρηματοδότηση του χρέους σε ιστορικά ανήκουστο μέγεθος και στην αυξανόμενη συγκέντρωση επενδυτικού κεφαλαίου που χρησιμοποιούνται από τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου στις συναλλαγές εξαγοράς.

Νέες εταιρείες

Ακριβώς όπως ο εκρηκτικός σχηματισμός νέων εταιρειών στο δεύτερο μέρος του 19ου αιώνα τροφοδοτούσε το πρώτο και το δεύτερο κύμα των συγχωνεύσεων, ο πρόσφατος σχηματισμός χιλιάδων νέων εταιρειών στους τεχνολογικούς τομείς τροφοδότησε το πέμπτο κύμα και αποτέλεσε μείζονα παράγοντα στο έκτο κύμα.

Φόροι

Γενικά, οι φόροι επί των συναλλαγών δεν αποτέλεσαν σημαντικό παράγοντα της παγκόσμιας δραστηριότητας συγκέντρωσης.

2.4 Αυτογενείς παράγοντες επιρροής εξαγορών και συγχωνεύσεων

Οι παραπάνω εξωτερικοί παράγοντες είναι ουσιαστικά πέραν του ελέγχου και της επιρροής των εταιρειών. Ενώ κατά βάση καθορίζουν αν μια συγκεκριμένη συγχώνευση είναι εφικτή σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή, δεν εξηγούν γιατί οι εταιρείες επιθυμούν να συγχωνευθούν. Ποιοι όμως είναι οι εσωτερικοί επιχειρηματικοί λόγοι που οδηγούν σε μία συγχώνευση; Δεν υπάρχει μοναδική ούτε απλή εξήγηση. Η εμπειρία δείχνει ότι ένας ή περισσότεροι από τους ακόλουθους παράγοντες απαντώνται σε όλες τις συγχωνεύσεις:

Οι προσωπικές φιλοδοξίες των διαχειριστών (managers)

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις οι managers διοικούν τις επιχειρήσεις, οι οποίοι έχουν τις δικές τους προσωπικές φιλοδοξίες και συμφέροντα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να τους είναι δύσκολο να απομονώσουν τα δικά τους προσωπικά κίνητρα στη διαμόρφωση της στρατηγικής της εταιρείας τους. Ο Firth (1980) έδειξε ότι οι managers χρησιμοποιούν την τεχνική των Ε και Σ για να ανέλθουν σε επαγγελματικά υψηλότερες θέσεις.

Μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου

Οι Ε και Σ μπορούν να χρησιμοποιηθούν στο πλαίσιο αυτής της στρατηγικής. Ο κατωτέ-

ρω πίνακας συνοψίζει τις αναμενόμενες επιδράσεις των στρατηγικών των απορροφήσεων στον επιχειρηματικό κίνδυνο (risk).

Πίνακας 2.1.: Περίληψη προβλεπομένων επιπτώσεων επιχειρηματικού κινδύνου

<i>a) Μη συστηματικός κίνδυνος</i>				
<i>ΕΠΙΠΡΟΕΣ</i>				
Στρατηγικές Απόκτησης	Επιρροή στο χαρτοφυλάκιο	Θετική παρέμβαση	Διοικητικοί κίνδυνοι	Καθαρό αποτέλεσμα
Συγχωνεύσεις ενιαίας επιχείρησης	Χωρίς αλλαγή	Μεγάλη πτώση	Μεγάλη αύξηση	Χωρίς αλλαγή
Κάθετες συγχωνεύσεις	Μικρή πτώση	Μικρή πτώση	Αύξηση	Χωρίς αλλαγή
Συσχετισμένες συγχωνεύσεις	Πτώση	Πτώση	Αύξηση	Μικρή πτώση
Ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις	Μεγάλη πτώση	Χωρίς αλλαγή	Μικρή αύξηση	Μικρή πτώση
<i>b) Συστηματικός κίνδυνος</i>				
<i>ΕΠΙΠΡΟΕΣ</i>				
Στρατηγικές Απόκτησης	Απτοί συσχετισμοί	Άυλοι συσχετισμοί	Ανταγωνιστικοί συσχετισμοί	Καθαρό αποτέλεσμα
Συγχωνεύσεις ενιαίας επιχείρησης	Μεγάλη πτώση	Πτώση	Χωρίς αλλαγή	Πτώση
Κάθετες συγχωνεύσεις	Πτώση	Πτώση	Πτώση	Πτώση
Συσχετισμένες συγχωνεύσεις	Μεγάλη πτώση	Μεγάλη πτώση	Μεγάλη πτώση	Μεγάλη πτώση
Ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις	Χωρίς αλλαγή	Χωρίς αλλαγή	Χωρίς αλλαγή	Χωρίς αλλαγή

Πηγή: Lubatkin and O' Neil as 54, pp.667

Ε και Σ με σκοπό την επίτευξη αποτελεσμάτων συνεργίας

Ο Ansoff ορίζει την συνεργία ως την επιδίωξη της επιχείρησης να συνδυάζει προϊόντα ή αγορές που αποδίδουν στο σύνολο περισσότερο από ότι επιμέρους.

Αναθεώρηση του υποτιθέμενου υψηλού ποσοστού αποτυχίας των συγχωνεύσεων

Οι περισσότερες ακαδημαϊκές μελέτες υποστηρίζουν ότι η πλειοψηφία των συγχωνεύσεων δεν είναι επωφελής για την απορροφώσα εταιρεία. Παρ' όλ' αυτά οι συγχωνεύσεις συνεχίζονται.

Ορισμένοι ισχυρίζονται ότι η αύξηση του προς διαχείρισης όγκου είναι ο λόγος. Ωστόσο, εκτός από αυτή την εξήγηση και εκτός από την πεποίθηση κάθε διοίκησης ότι η εκάστοτε συμφωνία δεν θα είναι μία από τις αποτυχίες, οι ακαδημαϊκές μελέτες επικρίνονται και σε μεγάλο βαθμό αγνοούνται, επειδή στηρίζονται κατά κύριο λόγο στη σύγκριση της χρηματιστηριακής αξίας της απορροφώσας με εκείνη των ομολόγων της ή του γενικού δείκτη για περιόδους που ακολουθούν την απόκτηση.

Το προφανές ελάττωμα αυτής της ανάλυσης είναι η έλλειψη πληροφόρησης ως προς τον τρόπο με τον οποίο ο αγοραστής θα είχε προχωρήσει εάν η απόκτηση δεν είχε πραγματοποιηθεί. Το ίδιο δεν μπορεί να ειπωθεί για τις εχθρικές εξαγορές, όπου η σύγκρουση πολιτισμών συνήθως έχει ως αποτέλεσμα διαταραχή της διαχείρισης και συνεπάγεται αποτυχία.

Στις 27 Δεκεμβρίου, 2000 η Lex Column των Financial Times συνόψισε τη "σωστή συνταγή" για μια συγχώνευση:

«Τι θέλουν οι επενδυτές από μια εξαγορά; Οι απαντήσεις είναι παρόμοιες με αυτές που ήταν πάντα: συμφωνίες που δεν θολώνουν τις γραμμές ευθύνης σε μια προσπάθεια να δημιουργηθεί μια συγχώνευση μεταξύ ίσων, οι οποίες δεν εξυπηρετούν κυρίως την «γιγάντωση» του γενικού διευθυντή, οι οποίες έχουν πιο συναρπαστική στρατηγική λογική από την απλή επίτευξη κλίμακας σε μια ενοποιημένη βιομηχανία. και πάνω από όλα, συμφωνίες που δημιουργούν περισσότερη αξία μέσω των συνεργειών που ξεκλειδώνουν από τις αμοιβές που καταβάλλονται στους μετόχους της εταιρείας στόχου. Εάν είναι δυνατόν, θα μπορούσαν επίσης να έχουν στο μείγμα κάποιες πραγματικές προοπτικές αύξησης των εσόδων και όχι μόνο περικοπές κόστους;»

2.5 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα

Έχοντας προηγουμένως αναφερθεί στο φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α. και γενικότερα στην Ευρώπη, ενδιαφέρον παρουσιάζει η αναφορά και στην περίπτωση της Ελλάδας .

Οι μεσογειακές χώρες δεν προβαίνουν με μεγάλη συχνότητα σε εξαγορές και συγχωνεύσεις και μάλιστα η Ελλάδα βρίσκεται στο δεύτερο χαμηλότερο επίπεδο δραστηριότητας (0,67%) (Κυριαζής Δ. 2007).

Οι πιο δραστήριες επιχειρήσεις, όσον αφορά στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, είναι οι καλύτερα οργανωμένες, η πλειονότητα των οποίων ανήκει στον τριτογενή τομέα με πρωταγωνιστή τον τραπεζικό κλάδο. Οι λόγοι για τους οποίους ο τραπεζικός τομέας ξεχωρίζει στις εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι κυρίως η συχνότητα των μεταβολών που δέχεται η τραπεζική αγορά, καθώς και η αυξανόμενη ανάγκη για μεγαλύτερα ίδια

κεφάλαια με σκοπό να ανταπεξέλθουν στις νέες συνθήκες. Προσθέτως, η πίεση των μετόχων για μεγαλύτερα κέρδη και η ανάγκη για εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας, ώθησε πολλές ελληνικές τράπεζες στην ανάπτυξη της δραστηριότητάς τους και στα Βαλκάνια εφόσον η εγχώρια αγορά βρέθηκε στο στάδιο της ωριμότητας (Παπαδάκης Β., 2007).

Η συγκεκριμένη στρατηγική ανάπτυξης θα ήταν ιδιαίτερα χρήσιμη και στην περίπτωση μικρών και αναποτελεσματικών, ως προς το κόστος επιχειρήσεων, οι οποίες με αυτόν τον τρόπο, θα δημιουργούσαν μια μεσαίου μεγέθους επιχείρηση με δυνατότητα εκμετάλλευσης οικονομιών κλίμακας, αύξηση πωλήσεων και γενικότερα επίτευξη καλύτερης απόδοσης.

Παρά το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις αύξησαν αισθητά τις δραστηριότητες τους στον τομέα των εξαγωγών και συγχωνεύσεων μετά από σημαντικές εξελίξεις όπως η ένταξη της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), η φιλελευθεροποίηση της οικονομίας και οι αποκρατικοποιήσεις, εντούτοις παρατηρείται να υπάρχει ακόμα μια παθητική στάση της Ελλάδας απέναντι στο εν λόγω φαινόμενο. Μερικοί από τους λόγους στους οποίους οφείλεται αυτή η κατάσταση είναι οι ακόλουθοι:

2.5.1. Ευμετάβλητη νομοθεσία και γραφειοκρατία

Σε εθνικό επίπεδο είναι ιδιαίτερα αισθητές η γραφειοκρατία, η πολυνομία και η πολυπλοκότητα των διαδικασιών.

Οι εταιρείες οφείλουν να βρίσκονται σε συνεχή επαγρύπνηση λόγω της μεταβαλλόμενης φύσης του νομοθετικού πλαισίου κυρίως όσον αφορά στα φορολογικά θέματα. Το κλίμα ανασφάλειας και αβεβαιότητας που επικρατούν, ιδίως τα τελευταία έτη στην Ελλάδα, αποτελούν σημαντικούς ανασταλτικούς παράγοντες όχι μόνο για την ανάπτυξη μιας ριψοκίνδυνης πρωτοβουλίας όπως είναι μια εξαγορά ή συγχώνευση, αλλά και γενικότερα για οποιαδήποτε επιχειρηματική δραστηριότητα. Για το λόγο αυτό πολλές επιχειρήσεις, προκειμένου να παρακολουθούν τις αλλαγές της ελληνικής νομοθεσίας και να εναρμονίζονται με αυτές, αναγκάζονται να διατηρούν εσωτερική Νομική Υπηρεσία.

2.5.2. Ιδιόρρυθμο εργασιακό καθεστώς

Όταν πραγματοποιείται μια εξαγορά ή συγχώνευση, μία από τις αναδιαρθρώσεις που ενδεχομένως λάβουν χώρα προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος που αρχικά έχει τεθεί στο στρατηγικό σχεδιασμό, είναι η μείωση του προσωπικού, προκειμένου να ελαττωθεί το πλεονάζον προσωπικό και να μειωθεί το κόστος για την επιχείρηση. Δεν αποτελεί κανόνα, αλλά σε αρκετές περιπτώσεις πραγματοποιείται σε δύο στάδια ή σπανιότερα, προηγείται αυτής (Μελέτη Ινστιτούτου Εργασίας ΓΣΕΕ – ΑΔΕΔΥ, 2008). Το εργασιακό

καθεστώς στην Ελλάδα δυσκολεύει διαχρονικά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Ειδικότερα:

2.5.2.1 Νομοθεσία για μεταβίβαση επιχείρησης

Οι διατάξεις του Π.Δ. 178/2002, το οποίο εκδόθηκε προς προσαρμογή στις ρυθμίσεις της Οδηγίας 98/50/ΕΚ, ισχύουν σε κάθε συμβατική ή εκ του νόμου μεταβίβαση ή συγχώνευση επιχειρήσεων, εγκαταστάσεων ή τμημάτων εγκαταστάσεων σε άλλον εργοδότη και παρέχουν ευρύ φάσμα προστασίας στους εργαζομένους των υπό μεταβίβαση οργανικών συνόλων. Ειδικότερα:

α) Κατά το άρθρο 4 του Π.Δ. 178/2002, προστατεύονται με ισχύ αναγκαστικού δικαίου οι υφιστάμενες κατά τη μεταβίβαση εργασιακές σχέσεις ως προς την υπόσταση και το περιεχόμενο τους, ήτοι ο διάδοχος/νέος εργοδότης υπεισέρχεται στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις του προγενέστερου εργοδότη από τη σύμβαση εργασίας. Με τον τρόπο αυτόν βέβαια, ειδικά σε περίπτωση συγχώνευσης, δημιουργείται το φαινόμενο να ισχύουν για εργαζομένους που ανήκουν στον ίδιο εργοδότη διαφορετικοί όροι εργασίας (όροι αμοιβών και εργασίας, προγράμματα απασχόλησης, Κανονισμού Εργασίας, επιχειρησιακής συνήθειας, παροχών κ.λπ.), το οποίο έχει ως επακόλουθο τη δημιουργία εσωτερικών αντιφάσεων που καλείται ο διάδοχος εργοδότης με το περιοριστικό ισχύον νομοθετικό καθεστώς να αμβλύνει με σκοπό την αποτελεσματικότερη οργάνωση της επιχείρησής του.

β) Η μεταβίβαση της εργασιακής σχέσης επέρχεται *ipso jure*, χωρίς να απαιτείται προς τούτο η συναίνεση των εργαζομένων, ήτοι χωρίς να παρέχεται έστω διακριτική ευχέρεια στους εργαζόμενους να αρνηθούν με κάποιο αντίμετρο (π.χ. καταβολή αποζημίωσης καταγγελίας σύμβασης), τη μεταφορά της εργασιακής τους σχέσης, μετακυλύοντας στον διάδοχο εργοδότη την εν τοις πράγμασι διαχείριση του προβλήματος. Είναι δε αναμενόμενο σε περίπτωση συγχώνευσης επιχειρήσεων να δημιουργείται πλεονάζον προσωπικό, ειδικά στις ανώτερες ιεραρχικά θέσεις εργασίας, με αποτέλεσμα ανάλογα βέβαια τα μεγέθη των υπό συγχώνευση επιχειρήσεων να προκύπτει στην πράξη ανάγκη μείωσης του συνολικού προσωπικού λόγω έλλειψης αντικειμένου και θέσης απασχόλησης. Λαμβάνοντας υπ' όψιν ότι η καταγγελία της σύμβασης εργασίας αορίστου χρόνου είναι μεν ανατιμωρητική, ελέγχεται ωστόσο στο πλαίσιο της καταχρηστικής ή μη άσκησής της κατ' άρθρο 281 ΑΚ, η ύπαρξη λόγων σχετικών με την οικονομική ή τεχνική κατάσταση της επιχείρησης (ονομαζόμενοι ως «οικονομικοτεχνικοί λόγοι») εξετάζονται στο πλαίσιο της έρευνας της καταχρηστικότητας. Έχει δε κριθεί από την νομολογία ότι η καταγγελία της σύμβασης εργασίας αορίστου χρόνου είναι καταχρηστική «όταν αυτή δεν

δικαιολογείται από το καλώς νοούμενο επαγγελματικό συμφέρον του εργοδότη»¹. Μάλιστα, ειδικά σε περίπτωση συνδρομής οικονομικοτεχνικών λόγων καταγγελίας της σύμβασης εργασίας, έχει νομολογιακά διαμορφωθεί επιπρόσθετος περιορισμός του δικαιώματος καταγγελίας, δηλαδή η υποχρέωση του εργοδότη να προβεί στην ορθή επιλογή των απολυτέων με βάση τα κοινωνικοοικονομικά κριτήρια (ηλικία, αρχαιότητα, οικογενειακή κατάσταση κ.λπ.), ώστε να καταγγελθεί η σύμβαση εργασίας εκείνου του εργαζομένου που πλήττεται λιγότερο από την απώλεια της θέσης εργασίας.

γ) Διατηρούνται οι όροι εργασίας που προβλέπονται σε κανονιστικές συλλογικές ρυθμίσεις, ακόμη και αν ο διάδοχος εργοδότης δεν δεσμεύεται εξ αντικείμενου από αυτές, υποχρεούμενος να τις τηρεί για ένα μέρος του προσωπικού του, το προερχόμενο από την συγχωνευθείσα εταιρεία, με αποτέλεσμα να υπάρχει ο κίνδυνος να δημιουργηθούν εσωτερικά εργαζόμενοι με το ίδιο αντικείμενο εργασίας και με αξιοσημείωτα διαφορετικούς όρους εργασίας.

δ) Ρυθμίζεται ευθύνη και του διάδοχου εργοδότη για αξιώσεις του προγενέστερου εργοδότη, δημιουργώντας με βάση τους γενικούς περί παραγραφής κανόνες μακρά περίοδο διακινδύνευσης στον διάδοχο εργοδότη, ο οποίος μπορεί να βρεθεί εκτεθειμένος σε μη εγερθείσες κατά την μεταβίβαση και συνεπώς άγνωστες σ' αυτόν μισθολογικές αξιώσεις σε βάθος πενταετίας.

ε) Εισάγεται προστασία των εκπροσώπων των εργαζομένων, καθώς με το άρθρο 7 παρ. 1 του άνω Π.Δ., κατά το μέτρο που η εγκατάσταση, επιχείρηση ή τμήμα επιχείρησης διατηρεί την αυτονομία της, συνεχίζονται, όπως προβλέπονται από την κείμενη νομοθεσία το καθεστώς και η λειτουργία των εκπροσώπων των εργαζομένων, οι οποίοι υπάγονται στη μεταβίβαση κατά τα ανωτέρω.

2.5.2.2 Νομοθεσία Ομαδικών Απολύσεων

α) Στο άρθρο 1 παρ. 1 του ν. 1387/83 «Έλεγχος ομαδικών απολύσεων και άλλες διατάξεις» (ΔΕΝ 1983 σ. 857) δίδεται ο ορισμός της έννοιας «Ομαδικές απολύσεις», ήτοι «Ομαδικές απολύσεις θεωρούνται όσες γίνονται από επιχειρήσεις ή εκμεταλλεύσεις, που απασχολούν περισσότερους από είκοσι εργαζόμενους, για λόγους που δεν αφορούν το πρόσωπο των απολυομένων και υπερβαίνουν κάθε ημερολογιακό μήνα τα όρια της επομένης παραγράφου».

¹ Α.Π. 913/2006, ΤΝΠ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, Α.Π. 1102/2001, ΕΕργΔ 2002, 801.

Στην παρ. 2 του ίδιου άρθρου καθορίζονται εκ του νόμου (τροποποίηση άρθρου 1 ν.1387/1983 από άρθρο 74 παρ. 1 του Ν. 3863/10) συγκεκριμένα αριθμητικά όρια, πέραν των οποίων οι απολύσεις θεωρούνται ομαδικές:

α) Μέχρι έξι (6) εργαζόμενους για επιχειρήσεις ή εκμεταλλεύσεις που απασχολούν είκοσι (20) έως εκατόν πενήντα (150) εργαζόμενους.

β) Ποσοστό πέντε τοις εκατό (5%) του προσωπικού και μέχρι τριάντα (30) εργαζόμενους για επιχειρήσεις ή εκμεταλλεύσεις, που απασχολούν πάνω από εκατόν πενήντα (150) εργαζόμενους».

β) Η δυνατότητα του Υπουργού Εργασίας να απαγορεύσει την υλοποίηση των ομαδικών απολύσεων τέθηκε κατά τη διάρκεια της μνημονιακής περιόδου υπό αμφισβήτηση από την Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα οποία ζητούσαν την αναμόρφωση του εθνικού δικαίου. Κατά την μέχρι τότε πρακτική, η απόφαση του Υπουργού Εργασίας ήταν παγίως αρνητική σχετικά με το επιτρεπτό ή μη της πραγματοποίησης ομαδικών απολύσεων. Το γεγονός αυτό οδήγησε σταδιακά στη δημιουργία του μοντέλου της «εθελουσίας εξόδου», το οποίο βέβαια μπορούσε να υποστηριχθεί από τις πιο εύρωστες οικονομικά επιχειρήσεις και γι' αυτό λειτούργησε ιδίως στον τραπεζικό κλάδο.

Η διαδικασία των ομαδικών απολύσεων (βλ. άρθρα 3 και 5 του ν.1387/1983) τροποποιήθηκε με το άρθρο 17 του ν.4472/2017², με το οποίο καταργήθηκε το δικαίωμα του Υπουργού Εργασίας να αποφασίζει αν επιτρέπεται η όχι στην εκάστοτε επιχείρηση να πραγματοποιήσει ομαδικές απολύσεις. Υπό το νέο καθεστώς, υφίσταται κατ' άρθρο 3 του ν.1387/1983 υποχρέωση του εργοδότη για πληροφόρηση και διαβούλευση με τους εκπροσώπους των εργαζομένων με σκοπό να ερευνηθεί η δυνατότητα αποφυγής ή μείωσης των απολύσεων και των δυσμενών συνεπειών τους. Στο πλαίσιο δε της εν λόγω διαδικασίας ο εργοδότης οφείλει να παρέχει στους εκπροσώπους των εργαζομένων όλες τις χρήσιμες πληροφορίες και να τους ανακοινώνει τους λόγους του σχεδίου απολύσεων, τον αριθμό και τις κατηγορίες των υπό απόλυση εργαζομένων, τον αριθμό και τις κατηγορίες των συνήθως απασχολούμενων εργαζομένων, το χρονικό διάστημα στο οποίο πρόκειται να γίνουν απολύσεις, και τα κριτήρια για την επιλογή των εργαζομένων που θα απολυθούν. Η προθεσμία των διαβουλεύσεων μεταξύ των

² Στην αιτιολογική έκθεση του νόμου αναφέρεται ότι η τροποποίηση του ν.1387/1983 λαμβάνει χώρα με σκοπό την εναρμόνιση της εθνικής νομοθεσίας με το δίκαιο της Ε.Ε., λαμβάνοντας υπόψιν την Απόφαση του Δ.Ε.Ε. για την υπόθεση ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ, www.hellenicparliament.gr. Στην εν λόγω υπόθεση το ΣτΕ είχε απευθύνει προδικαστικό ερώτημα στο Δ.Ε.Ε., ώστε να αποσαφηνίσει αν είναι συμβατή ή όχι με το ενωσιακό δίκαιο η εξουσία του Υπουργού Εργασίας να απορρίψει σχέδιο ομαδικών απολύσεων εφόσον συντρέχουν ορισμένες προϋποθέσεις.

εργαζομένων και του εργοδότη είναι τριάντα (30) ημέρες και αρχίζει από την πρόσκληση του εργοδότη για διαβουλεύσεις με τους εκπροσώπους των εργαζομένων. Το αποτέλεσμα των διαβουλεύσεων διατυπώνεται σε πρακτικό που υποβάλλεται από τον εργοδότη στο Ανώτατο Συμβούλιο Εργασίας (Α.Σ.Ε.), στο οποίο οι εκπρόσωποι των εργαζομένων μπορούν να καταθέτουν υπόμνημα επί των διαβουλεύσεων.

Κατ' άρθρο 5 του ν.1387/1983, αν υπάρξει συμφωνία των μερών, οι ομαδικές απολύσεις πραγματοποιούνται σύμφωνα με το περιεχόμενο της συμφωνίας και ισχύουν δέκα (10) ημέρες από την ημερομηνία υποβολής του πρακτικού διαβούλευσης στο Α.Σ.Ε.. Σε περίπτωση μη επίτευξης συμφωνίας, το Α.Σ.Ε., με αιτιολογημένη απόφαση που εκδίδει εντός αποκλειστικής προθεσμίας δέκα (10) ημερών από την ημερομηνία υποβολής του πρακτικού διαβούλευσης, διαπιστώνει αν τηρήθηκαν οι υποχρεώσεις του εργοδότη προς ενημέρωση και διαβούλευση με τους εκπροσώπους των εργαζομένων, καθώς και η υποχρέωση κοινοποίησης των σχετικών εγγράφων.

Αν το Α.Σ.Ε. κρίνει πως οι ανωτέρω υποχρεώσεις του εργοδότη τηρήθηκαν, οι απολύσεις ισχύουν είκοσι (20) ημέρες από την έκδοση της απόφασης. Σε αντίθετη περίπτωση, το Α.Σ.Ε. παρατείνει τις διαβουλεύσεις των μερών ή τάσσει προθεσμία στον εργοδότη, ώστε εκείνος να προβεί στις απαραίτητες ενέργειες προς εκπλήρωση των ανωτέρω υποχρεώσεων. Αν το Α.Σ.Ε., με νέα απόφαση, διαπιστώσει πως τηρήθηκαν οι υποχρεώσεις του εργοδότη, οι απολύσεις ισχύουν είκοσι (20) ημέρες από την έκδοση της απόφασης. Σε κάθε περίπτωση, οι απολύσεις ισχύουν εξήντα (60) ημέρες από την κοινοποίηση του πρακτικού διαβούλευσης.

Επομένως, υπό το νέο καθεστώς, η διοικητική αρμοδιότητα κατά τη διαδικασία των ομαδικών απολύσεων ασκείται πλέον από το Α.Σ.Ε., το οποίο όμως δεν έχει εγκριτικό ρόλο, αλλά εποπτικό και ελεγκτικό, καθώς έχει την αρμοδιότητα ελέγχου κατά πόσο τηρήθηκαν ή όχι οι εκ του νόμου τιθέμενες διατυπώσεις. Παράλληλα, παρέχεται ενεργός ρόλος στους εργαζομένους μέσω της διαδικασίας της διαβούλευσης, οι οποίοι πλέον υποχρεούνται προς το συμφέρον τους να συμμετάσχουν ενεργά και όχι τύποις στη διαδικασία, αλλά και στους εργοδότες, οι οποίοι ακολουθώντας μία διαφανή και καλόπιστη διαπραγμάτευση μπορούν να οδηγηθούν εντός προθεσμίας 90-100 ημερών με βάση τη νέα διαδικασία του ν.1387/1983 σε μείωση προσωπικού, χωρίς να επωμισθούν το επιπλέον κόστος των προγραμμάτων εθελουσίας εξόδου.

γ) Κατ' άρθρο 6 ν.1387/1983, ομαδικές απολύσεις που γίνονται κατά παράβαση των διατάξεων του νόμου είναι άκυρες και η νομολογία δέχεται ότι ακυρότητα επέρχεται λόγω και τυπικής στο πλαίσιο της διαδικασίας παράβασης³.

³ ΑΠ 1681/2007, Τ.Ν.Π. ΝΟΜΟΣ

2.5.3 Έλλειψη ανταγωνισμού και νοοτροπία επιχειρηματιών

Στην εποχή της οικονομικής αβεβαιότητας που βιώνει η Ελλάδα, ο ανταγωνισμός έχει ελαττωθεί σημαντικά. Η «αέναη αναμονή» εισροής ξένων κεφαλαίων, η παράλειψη επενδύσεων από ημεδαπούς επιχειρηματίες και η αύξηση του ποσοστού ατόμων που διέκοψαν την επιχειρηματική τους δραστηριότητα, κυρίως λόγω έλλειψης κερδοφορίας, υποδηλώνουν πολύ μικρή εισροή νέας επιχειρηματικότητας στην χώρα με δυσμενείς για την υγεία της οικονομίας συνέπειες. Η εξέλιξη αυτή θα μπορούσε να θεωρηθεί θετική μόνο αν «έκλειναν» εγχειρήματα χαμηλής ποιότητας και προστιθέμενης αξίας και «άνοιγαν» εγχειρήματα υψηλής ποιότητας και προστιθέμενης αξίας, καθώς θα σήμαινε ότι αναβαθμίζεται το επιχειρηματικό σύστημα της χώρας.

Ωστόσο, από τα ευρήματα της Ετήσιας Έκθεσης Επιχειρηματικότητας 2017-2018 του I.O.B.E., δεν σημειώνεται ουσιαστική ποιοτική αναβάθμιση, καθώς οι περισσότεροι σχετικοί δείκτες παραμένουν αμετάβλητοι. Πιο συγκεκριμένα, οι περισσότερες επιχειρήσεις παραμένουν μικρού έως μεσαίου μεγέθους, τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των νέων εγχειρημάτων σε όρους καινοτομίας, εισόδου σε νέες αγορές και τεχνολογική αναβάθμιση παραμένουν χαμηλά και αξιοποιούνται ήδη γνωστές τεχνολογίες για την παραγωγή προϊόντων μέτριας ποιότητας τα οποία διατίθενται σε σχετικά υψηλές τιμές. Οι τιμές αυτές συνεπάγονται χαμηλή ανταγωνιστικότητα και, μεταξύ άλλων, οδηγούν στη δημιουργία ολιγοπωλίων. Ενώ σε άλλες περιπτώσεις οι επιχειρήσεις θα κατέφευγαν σε μια στρατηγική ανάπτυξης, όπως η εξαγορά και η συγχώνευση προκειμένου να καταφέρουν να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό και να εξελιχθούν, καταφέρνουν απλά να επιβιώνουν χωρίς να αναλάβουν ενεργό ρόλο στον κλάδο και στην ανάπτυξη του ανταγωνισμού.

Σε αυτό το άσχημο κλίμα της οικονομίας προστίθεται η «προστατευτική» νοοτροπία του παραδοσιακού Έλληνα επιχειρηματία, ο οποίος γνωρίζει καλύτερα τι πρέπει να γίνει στην επιχείρησή του, προτιμά να παίρνει αποφάσεις χωρίς την βοήθεια άλλων και επιλέγει τις ασφαλείς πρακτικές που έχει ήδη εφαρμόσει αποφεύγοντας τις καινοτόμες πρωτοβουλίες. Ακόμα και αν τα κέρδη είναι μέτρια, θα αποφύγει μια εξαγορά ή συγχώνευση για όσο μπορεί η επιχείρηση να επιβιώνει, καθώς μια τέτοια ενέργεια συνεπάγεται μεγάλες αλλαγές στον τρόπο διοίκησης και οργάνωση της επιχείρησης. Θυσιάζεται συνεπώς το κέρδος και η ανάπτυξη της επιχείρησης με αντάλλαγμα τη διατήρηση της αποκλειστικής εξουσίας.

Σύμφωνα όμως με την ανωτέρω αναφερόμενη έκθεση, στις θετικές εξελίξεις πρέπει να σημειωθούν:

- η ενίσχυση της συμμετοχής στην επιχειρηματικότητα ατόμων με υψηλότερο μορφωτικό επίπεδο,
- η ενίσχυση της εξωστρέφειας με νέα εγχειρήματα απευθυνόμενα προς ξένες αγορές, και
- η ενίσχυση της επιχειρηματικότητας ευκαιρίας, από επιχειρηματίες που αξιοποίησαν μια ευκαιρία που διέκριναν στην αγορά.

Κατά συνέπεια, όσο πιο συνηθισμένη είναι η έλλειψη πρωτοβουλίας και η παθητικότητα από τις επιχειρήσεις, τόσο περιορίζονται τα κίνητρα για μια εξαγορά ή συγχώνευση για την τόνωση και ενδυνάμωση του ανταγωνισμού.

Συμπεράσματα

Το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων ξεκίνησε στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής στα τέλη του 19ου αιώνα ως φυσική συνέχεια των μεταβολών που υπέστη η οικονομία στο σύνολό της, και για πολλά χρόνια αποτέλεσε την πλέον συνηθισμένη μορφή ανάπτυξης. Για τον ίδιο λόγο το φαινόμενο ξεκίνησε στην Ευρώπη από το Ηνωμένο Βασίλειο το 1960, τριάντα χρόνια νωρίτερα από την υπόλοιπη Ευρώπη, λόγω της φιλελεύθερης νοοτροπίας και εξωστρέφειας της Μ. Βρετανίας.

Οι πέραν του ελέγχου των εταιρειών παράγοντες που επηρεάζουν τόσο τη λήψη απόφασης για τη διενέργεια εξαγορών και συγχωνεύσεων, όσον και τ' αποτελέσματα υλοποίησής των είναι, μεταξύ άλλων, το ισχύον τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή αντιμονοπωλιακό δίκαιο, ο βαθμός προστασίας της εργασίας, η φιλελευθεροποίηση της αγοράς, η ιδιωτικοποίηση κρατικών εταιρειών, οι διακυμάνσεις των νομισμάτων, οι οποίες επηρεάζουν τις διασυννοριακές συγχωνεύσεις κ.α.

Οι εσωτερικοί επιχειρηματικοί λόγοι που οδηγούν σε μία συγχώνευση είναι συνήθως η απόκτηση ισχύος στην αγορά, η ολοκλήρωση προς τα πίσω στην πηγή πρώτης ύλης, ή προς τα εμπρός για τον έλεγχο των μέσων διανομής, η ανάγκη διασποράς του κινδύνου από το τεράστιο κόστος ανάπτυξης νέας τεχνολογίας, η απόκριση στην παγκόσμια αγορά και στον φιλελευθερισμό, ο καταμερισμός κόστους και οφέλους εξάλειψης της πλεονάζουσας παραγωγικής ικανότητας κ.α.

Η Ελλάδα, όπως και οι λοιπές μεσογειακές χώρες, τηρεί μια «παθητική» στάση απέναντι στο εν λόγω φαινόμενο, κυρίως λόγω της ευμετάβλητης νομοθεσίας της, της γραφειοκρατίας που συνεχίζει να ταλανίζει την επιχειρηματικότητα, του ιδιόρρυθμου εργασιακού καθεστώτος, της έλλειψης ανταγωνισμού και της νοοτροπία επιχειρηματιών. Οι πιο δραστήριες επιχειρήσεις, όσον αφορά στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, είναι οι καλύτερα οργανωμένες, η πλειονότητα των οποίων ανήκει στον τριτογενή τομέα με πρωταγωνιστή τον τραπεζικό κλάδο, λόγω της συχνότητας των μεταβολών που δέχεται η τραπεζική αγορά.

Βιβλιογραφία 2^{ου} Κεφαλαίου

1. Κυριαζής, Δημήτριος Α.: «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές» (2007), Αθήνα, εκδόσεις Μπατσιούλας Ν. & Σ.
2. Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries, Martin Lipton, The Davies Lecture Osgoode Hall Law School York University, September 14 2006
3. Λεβέντη Αμαλία, Μεταβίβαση Επιχείρησης και Συλλογικές Σχέσεις Εργασίας, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2016, σ. 116επ.
4. Ζερδελής Δημήτρης, Εργατικό Δίκαιο, Ατομικές Εργασιακές Σχέσεις, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, Γ' Έκδοση 2015, σ.1269επ.
5. Ζερδελής Δημήτριος, Η Προστασία από την απόλυση μετά τον ν.4611/2019, ΕΕργΔ 2019, τ.4, σ.369 επ.
6. Κουκιάδης Ιωάννης, Εργατικό Δίκαιο, Δ' Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, σ. 361-365.
7. Μπακόπουλος Κωστής, Ζητήματα εφαρμογής του νέου νόμου περί ομαδικών απολύσεων (άρθρο 17 ν.4472/2017, ΕΕργΔ Τεύχος 6(1796), σ.665-668 και σ.677-678.
8. Κουντούρης Νικόλαος/Κουκιάδακη Αριστέα, Οι ομαδικές απολύσεις, το δημόσιο συμφέρον και ο μύθος του ανίσχυρου κράτους, ΕΕργΔ Τεύχος 4(1783), σ. 469 επ.
9. Σημειώσεις του μαθήματος «Αποτίμηση, Συγχωνεύσεις και εξαγορές Επιχειρήσεων» του Καθηγητή Δημήτρη Κάμπη

Άρθρα

1. IOBE: Ετήσια Έκθεση Επιχειρηματικότητας 2017-2018: Λιγότερα νέα εγχειρήματα, βελτίωση στις προοπτικές απασχόλησης

Ηλεκτρονικές Πηγές

1. <https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΤΡΟΠΟΙ - ΜΟΡΦΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Εισαγωγή

Με βάση τον κλάδο δραστηριότητας των εταιρειών που συμμετέχουν στις εξαγορές και στις συγχωνεύσεις, οι τελευταίες διακρίνονται σε συσχετισμένες και σε ασυσχέτιστες, όταν οι δραστηριότητες των συμμετεχουσών εταιρειών είναι ομοειδείς ή ετεροειδείς αντίστοιχα.

Όσον αφορά στις συσχετισμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται σε οριζόντιες και κάθετες, όταν βρίσκονται στο ίδιο επίπεδο της εφοδιαστικής αλυσίδας και ολοκληρώνονται προς τα εμπρός, ή σε διαφορετικό επίπεδο και ολοκληρώνονται προς τα πίσω.

Προσθέτως υπάρχουν και οι κυκλικές συγχωνεύσεις, στις οποίες οι συμμετέχουσες εταιρείες λειτουργούν στην ίδια αγορά με διαφορετικό εύρος προϊόντων.

Με βάση την διαδικασία πραγματοποίησης των μετασχηματισμών και ειδικότερα την στάση της διοίκησης της εταιρείας στόχου, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις διακρίνονται σε φιλικές και επιθετικές.

Τέλος, υπάρχουν και ειδικές περιπτώσεις, όπως η μοχλευμένη εξαγορά, κατά την οποία το μεγαλύτερο ποσοστό χρηματοδότησης της εξαγοράζουσας εταιρείας προέρχεται από τραπεζικό δανεισμό, και η εξαγορά επιχειρήσεων από διευθυντικά στελέχη που μετατρέπονται από εργαζόμενοι σε εργοδότες.

3.1. Αναφορικά με τον κλάδο δραστηριοποίησης διακρίνονται σε:

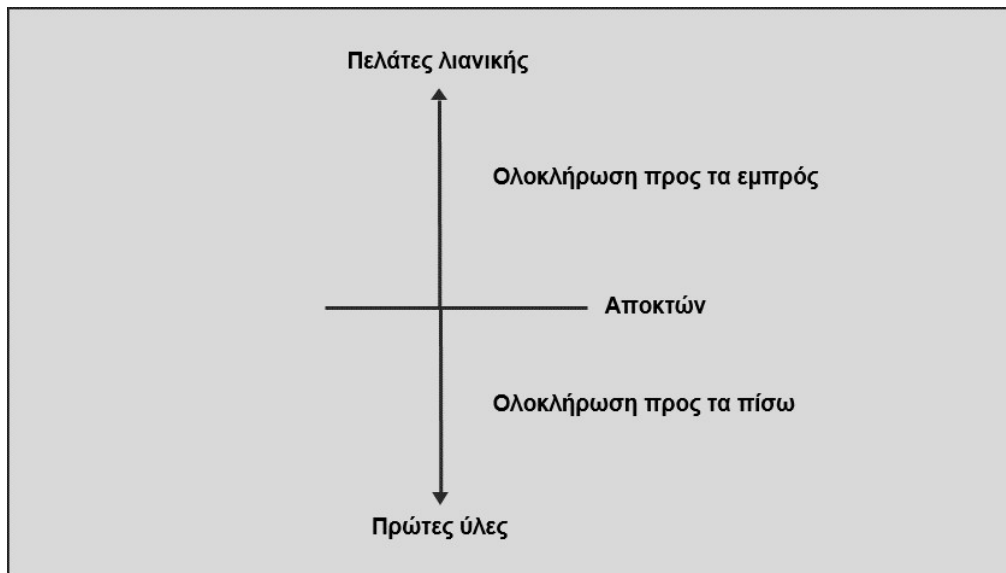
Συσχετισμένες (Related mergers ή concentric mergers) όταν υπάρχει συσχέτιση των δραστηριοτήτων που συγκροτούν τις αλυσίδες αξίας των επιχειρήσεων με αποτέλεσμα την επίτευξη στρατηγικής συμβατότητας. Όταν υπάρχει στρατηγική συμβατότητα, παρουσιάζονται ευκαιρίες για μεταφορά τεχνογνωσίας, πολύτιμης εξειδίκευσης και άλλων σημαντικών πόρων με σκοπό την μείωση του κόστους. Συνήθως οι συσχετισμένες εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι πιο επιτυχημένες γιατί αποδίδουν μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους. Όμως, η αποδοτικότητα σχετίζεται αρνητικά με τον κίνδυνο με συνέπεια η αυξημένη αποδοτικότητα να φέρνει μεγαλύτερο επιχειρηματικό κίνδυνο σε περίπτωση αρνητικών μεταβολών στον κλάδο δραστηριοποίησης συγκριτικά με τις ασυσχέτιστες εξαγορές και συγχωνεύσεις όπου, λόγω διαφοροποίησης, ο κίνδυνος καθίσταται μικρότερος. Οι συσχετισμένες εξαγορές και συγχωνεύσεις χωρίζονται περαιτέρω σε :

I. Οριζόντιες Συγχωνεύσεις (horizontal mergers): οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στον ίδιο ή παρόμοιο κλάδο και παράγουν ή προσφέρουν ίδια ή παρόμοια προϊόντα και υπηρεσίες (ίδιο SIC⁴). Οι συγχωνεύσεις αυτού του είδους συμβάλουν στην ενίσχυση των επιχειρήσεων στην αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται, καθώς μπορούν να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας, να μειώσουν το κόστος τους και ν' αυξήσουν το μερίδιο αγοράς. Εφόσον βρίσκονται στο ίδιο επίπεδο της εφοδιαστικής αλυσίδας, με την οριζόντια συγχώνευση δίνεται η ευκαιρία για συνεκμετάλλευση των ανθρώπινων, παραγωγικών και τεχνολογικών πόρων, προσφέροντας ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα (π.χ. εξαγορά Millenium Bank από Τράπεζα Πειραιώς). Μια οριζόντια συγχώνευση ενδείκνυται όταν οι ανταγωνιστές είναι αδύναμοι, ο κλάδος αρκετά ελκυστικός και φυσικά υπάρχει το ταλέντο και οι ικανότητες για την διοίκηση της νέας επιχείρησης. Σε περίπτωση που μετά την οριζόντια συγχώνευση απομείνουν λίγες εταιρείες στον κλάδο τότε υπάρχει ολιγοπώλιο. Σε αντίθετη περίπτωση, εάν δηλαδή η επιχείρηση κατέφευγε στην απορρόφηση όλων των ανταγωνιστών της, τότε θα δημιουργούσε μονοπωλιακή δύναμη.

II. Κάθετες Συγχωνεύσεις (vertical mergers): οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά τμήματα των λειτουργιών της αλυσίδας αξίας και υπάρχει σχέση προμηθευτή-πελάτη ή προμηθευτή-διανομέα (διαφορετικό SIC). Αποσκοπούν κατά κύριο λόγο στην προσπάθεια μείωσης του κινδύνου που συναρτάται με τους προμηθευτές, στον έλεγχο τιμών και κόστους καθώς και στην αύξηση της

⁴ SIC: Standard Industrial Classification είναι σύστημα κατάταξης στη βιομηχανία, με χρήση τεσσάρων ψηφίων.

αποτελεσματικότητας της επιχείρησης. Στην περίπτωση της κάθετης ολοκλήρωσης, η επιχείρηση μπορεί να πραγματοποιήσει ολοκλήρωση προς τα εμπρός δηλαδή επέκταση σε επόμενα στάδια με κατεύθυνση προς τον τελικό καταναλωτή (π.χ. όταν μια αεροπορική εταιρεία αποφασίσει να εξαγοράσει πρακτορεία τουρισμού, τα οποία θα πωλούν εισιτήρια για την ενίσχυση της κύριας δραστηριότητάς της), ή ολοκλήρωση προς τα πίσω δηλαδή επέκταση σε προηγούμενα στάδια με κατεύθυνση προς τον προμηθευτή (π.χ. όταν η ίδια αεροπορική εταιρεία εξαγοράσει μία αεροναπηγοεπισκευαστική εταιρεία, η οποία θα ασχολείται με την συντήρηση και επισκευή των αεροσκαφών της).



Πηγή: Mergers and Acquisitions, Edinburgh Business School, Heriot-Watt University, Professor Alexander Roberts, Dr William Wallace, Dr Peter Moles

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.: Η έννοια της κάθετης ολοκλήρωσης

Η κάθετη ενσωμάτωση προσφέρει αρκετά πλεονεκτήματα, μερικά εκ των οποίων παρατίθενται κατωτέρω:

► Συνδυασμένες διαδικασίες: οι διαδικασίες παραγωγής των περισσότερων επιχειρήσεων έχουν σταθερές λειτουργικές δαπάνες, όπως ανθρώπινους πόρους και μηχανογραφική υποστήριξη. Όταν η ενσωμάτωση επιτρέπει να συνδυαστούν αυτές οι λειτουργικές δαπάνες, υπάρχει θεωρητικά προοπτική αυξημένης απόδοσης στις λειτουργίες υποστήριξης.

► Μείωση κινδύνου και/ή ενίσχυση της διαχείρισης κινδύνου: η κάθετη ολοκλήρωση επιτρέπει τη μείωση ορισμένων κινδύνων, όπως η αύξηση των προμηθευομένων ειδών ή καθυστερημένες/ελαττωματικές παραδόσεις, καθώς ο έλεγχος της προμήθειας των προϊόντων και των πρώτων υλών περνά στην εξαγοράζουσα εταιρεία.

► Διαχείριση ποιότητας: ένα πλήρως ενσωματωμένο σύστημα παραγωγής, προσφέρει σε μία επιχείρηση ένα ευρύ σύστημα διαχείρισης ποιότητας το οποίο καλύπτει από τις πρώτες ύλες και την παραγωγή μέχρι τις πωλήσεις. Όπως και στη διαχείριση κινδύνου, η διαχείριση ποιότητας έχει καλύτερα αποτελέσματα όταν οι προμήθειες, η παραγωγή και οι πωλήσεις οργανώνονται και παρακολουθούνται από την ίδια την επιχείρηση και όχι από εξωτερικούς συνεργάτες.

► Ελάττωση διαπραγματεύσεων: η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν χρειάζεται πλέον να διαπραγματευθεί με τους προμηθευτές, καθώς οι τελευταίοι γίνονται κομμάτι του οργανισμού και χάνουν την ανταγωνιστικότητά τους, αφού πλέον απευθύνονται σε εγγυημένη αγορά.

► Προστασία πνευματικής ιδιοκτησίας: σε τομείς όπου υπάρχει γρήγορη εξέλιξη και καινοτομία, οι οργανισμοί ενδέχεται να κοινοποιήσουν στους προμηθευτές τους μέρος της γνώσης που έχουν κατακτήσει, προκειμένου να παράξουν ακριβώς αυτό που χρειάζονται. Σε μερικές περιπτώσεις οι πληροφορίες μπορεί να είναι αποκαλυπτικές και ένας αδιάφορος συνεργάτης ενδέχεται να τις αποκαλύψει σε τρίτα μέρη.

► Εξατομίκευση: ο απόλυτος έλεγχος των προμηθευτών και των καταναλωτών μπορεί να οδηγήσει στη δημιουργία μιας μάρκας. Προκειμένου ο οργανισμός να αποκτήσει και να διατηρήσει ένα σταθερό επίπεδο στην ποιότητα των προϊόντων και στην εικόνα που προβάλλει προς τα έξω, πρέπει να αποκτήσει και να διατηρήσει έναν ικανοποιητικό βαθμό ελέγχου στους τομείς της παραγωγής και των πωλήσεων. Η εξέλιξη της μάρκας επιτρέπει στον οργανισμό να δημιουργήσει «υπεραξία» στα προϊόντα του.

Η κάθετη ενσωμάτωση μπορεί μερικές φορές να επεκταθεί πέρα από τους προμηθευτές περιλαμβάνοντας και τους καταναλωτές. Επί παραδείγματι, η συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων ταχυγευμάτων και ψυχαγωγίας. Στην περίπτωση αυτή, οι εταιρείες ταχυγευμάτων ενσωματώνουν κινηματογραφικές αίθουσες, στις οποίες προσφέρονται αποκλειστικά τα γεύματα και τα ποτά που οι ίδιες διαθέτουν.

Συγχώνευση ετεροειδών δραστηριοτήτων (conglomerate mergers): αφορά σε επιχειρήσεις με μικρές ή καθόλου ομοιότητες στην παραγωγή και δραστηριότητες ασυσχετίστες και αλληλοσυμπληρούμενες, οι οποίες επιδιώκουν να εκμεταλλευτούν τις

οικονομίες κλίμακας που θα δημιουργηθούν, τις συνέργειες, τις σταυροειδείς πωλήσεις (cross-selling) που θα επιτύχουν, τις μεγαλύτερες δυνατότητες κέρδους (profit potential) και τη διασπορά του κινδύνου (διαφορετικό SIC).

Κυκλική συγχώνευση (circular merger): οι επιχειρήσεις έχουν διαφορετικό εύρος προϊόντων αλλά λειτουργούν στην ίδια αγορά και έχουν παρόμοια κανάλια διανομής. Σκοπός της κυκλικής συγχώνευσης είναι η αύξηση του εύρους των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών στους καταναλωτές και η αύξηση του μεριδίου αγοράς.

3.2. Αναφορικά με την στάση της διοίκησης της επιχείρησης στόχου διακρίνονται σε:

3.2.1. Φιλικές: οι δύο επιχειρήσεις επιθυμούν τη συγχώνευση ή την εξαγορά και καθορίζουν από κοινού το αντίτιμό της (π.χ. αλυσίδες super market «Ι. & Σ. ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε.» και «ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ Α.Ε.Ε. Ειδών Σούπερ Μάρκετ»), και

3.2.2. Επιθετικές: η διοίκηση της εταιρείας στόχου απορρίπτει την πρόταση εξαγοράς της από την ενδιαφερόμενη εταιρεία, η οποία στη συνέχεια απευθύνει την προσφορά της άμεσα στους μετόχους της εταιρείας στόχου. Προϋπόθεση για την υλοποίηση αυτής της εξαγοράς είναι η ύπαρξη μεγάλης διασποράς στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου της εισηγμένης εταιρείας. Η επιτιθέμενη εταιρεία δύναται να κάνει δημόσια προσφορά μέσω του Χρηματιστηρίου προς τους μετόχους της εταιρείας στόχου (π.χ. ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών και Goody's), έναντι συγκεκριμένης τιμής ή ανταλλαγή μετοχών των δύο εταιρειών με βάση συγκεκριμένη αναλογία ή ένα συνδυασμό και των δύο μεθόδων.

Εναλλακτικά, μπορεί η επιτιθέμενη εταιρεία να αγοράζει κρυφά μετοχές της εταιρείας-στόχου, για να αποκτήσει έλεγχο στο Διοικητικό Συμβούλιο ώστε να εγκρίνει την εξαγορά.

Αποτέλεσμα της εχθρικής εξαγοράς μπορεί να είναι η αποχώρηση βασικών στελεχών που θα έχουν ως αποτέλεσμα την έστω και προσωρινή πτώση της αγοραίας αξίας (τιμή μετοχής) της εταιρείας-στόχου.

Όταν η Διοίκηση της εταιρείας στόχου αντιληφθεί τον επικείμενο κίνδυνο, προκειμένου να γίνει λιγότερο δελεαστική, μπορεί ν' αντιδράσει με τους κάτωθι, ενδεικτικά και όχι περιοριστικά, αναφερόμενους τρόπους:

α) Εξαγορά της επιτιθέμενης εταιρείας (Pac-Man defense) και την μετατροπή της εταιρείας στόχου από θύμα σε θύτη (π.χ. Martin Marietta και Bendix). Η τακτική είναι ανορθόδοξη, ιδιαίτερα ριψοκίνδυνη και συνήθως δαπανηρή.

- β) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της με προτίμηση υπέρ των παλαιών μετόχων της.
- γ) Εμφάνιση της επιχείρησης «Λευκού Ιππότη», η οποία διασώζει το «θύμα» (εταιρεία στόχο) από την επιτιθέμενη.
- δ) Αγορά ιδίων μετοχών.

Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα και οι κίνδυνοι ενός μετασχηματισμού είναι ανάλογοι της μορφής την οποία η εξαγοράζουσα εταιρεία έχει επιλέξει κατά τον σχεδιασμό ανάπτυξης και εξέλιξής της.

Όταν η εταιρεία επιλέγει τη στρατηγική συμβατότητα με στόχο την απόδοση μεγαλύτερης αξίας για τους μετόχους, ταυτόχρονα αναλαμβάνει τον κίνδυνο αρνητικής μεταβολής στον κλάδο που δραστηριοποιείται. Αντίστοιχα, όταν στοχεύει σε τομείς διαφορετικούς από αυτούς στους οποίους ήδη δραστηριοποιείται, μειώνει τον κίνδυνο που συναρτάται με τους προμηθευτές της, είτε στο προηγούμενο, είτε στο επόμενο στάδιο από αυτό που η ίδια επιχειρεί. Όταν πάλι στοχεύει σε επιχειρήσεις με μικρές ή ανύπαρκτες ομοιότητες με την δραστηριότητά της, επιτυγχάνει την διασπορά κινδύνου.

Κάθε επιλογή έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Κάποια από αυτά είναι αναμενόμενα και άλλα όχι. Όσο πιο προσεκτικά σχεδιάζεται το επόμενο βήμα, τόσο περιορίζεται η δυσάρεστη τροπή των εξελίξεων, χωρίς βεβαίως ν' αποκλείεται στο σύνολο. Επί παραδείγματι, ουδέποτε μπορεί να προβλεφθεί σε ποσοστό 100% ο τρόπος αντίδρασης μιας εταιρείας στόχου σε περίπτωση επιχειρούμενης επιθετικής εξαγοράς. Παρ' ολ' αυτά, η προσεκτική προετοιμασία της ενδιαφερόμενης εταιρείας, μπορεί να της δώσει το περιθώριο γρήγορης απόκρισης σε οποιαδήποτε αντίδραση της εταιρείας στόχου κληθεί να διαχειριστεί.

Βιβλιογραφία 3^{ου} Κεφαλαίου

1. Παπαδάκης Μ. Βασίλης (2012), Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 6^η έκδοση, Εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα
2. Mergers and Acquisitions, Edinburgh Business School, Heriot-Watt University, Professor Alexander Roberts, Dr William Wallace, Dr Peter Moles, MQ-A2-engb I/2016
3. A. Thompson Jr, A. J. Strickland III, John E. Gamble (2010), Crafting and Executing Strategy: The Quest for Competitive Advantage

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Θεωρίες και Κίνητρα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Εισαγωγή

Τα κίνητρα για τα οποία παρατηρείται όλο και συχνότερα το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων αναλύονται με τις ακόλουθες θεωρίες:

1. Οικονομικές Θεωρίες (Economic Theories)
2. Διοικητικές θεωρίες (Managerial Theories)
3. Χρηματοοικονομικές Θεωρίες (Finance Theories)
4. Στρατηγικές Θεωρίες (Strategic Management Theories)
5. Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών (Organizational & Behavioral Theories)

Με βάση τον χρονικό ορίζοντα υλοποίησής τους, τα εν λόγω κίνητρα που οδηγούν στην απόφαση εξαγοράς ή/και συγχώνευσης, μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία επίπεδα το βραχυπρόθεσμο, το μεσοπρόθεσμο και το μακροπρόθεσμο επίπεδο.

Η υλοποίηση των κινήτρων που κινητοποιήσαν την εξαγοράζουσα εταιρεία, της αποφέρει τα πλεονεκτήματα στα οποία εξ αρχής έχει στοχεύσει, αναλόγως με την επιμέλεια που η ίδια έχει επιδείξει κατά την προετοιμασία και τον σχεδιασμό της στρατηγικής της.

4.1. Θεωρίες

4.1.1. Οικονομικές Θεωρίες (Economic Theories)

Σύμφωνα με τις οικονομικές θεωρίες, οι λόγοι πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι κυρίως οικονομικοί. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται οι παρακάτω θεωρίες:

4.1.1.1. Αύξηση Κερδών και Αξίας για τους Μετόχους

Απώτερος σκοπός είναι η δημιουργία αξίας για τους μετόχους μέσω της μεγιστοποίησης των κερδών. Αξιοσημείωτη είναι η νεοκλασική οικονομική προσέγγιση των Friedman, Alchian και Becker, η οποία υποστηρίζει ότι, η επιχείρηση για να επιβιώσει καθώς και να αναπτυχθεί σε ένα ανταγωνιστικό και κρίσιμο περιβάλλον, πρέπει να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της και συνεπώς την αξία για τους μετόχους.

Οι Εξαγορές και οι Συγχωνεύσεις μπορούν να αυξήσουν την κερδοφορία:

- Με αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) που συνεπάγεται μείωση του κόστους.
- Με αύξηση του μεριδίου της αγοράς (increase in market power) που συνεπάγεται αύξηση τιμής.

4.1.1.1.1 Η αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) επιτυγχάνεται σε πολλαπλά επίπεδα.

Μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορεί να επιτευχθεί η βελτίωση της αποτελεσματικότητας, καθώς αξιοποιούνται εξειδικευμένες δεξιότητες, εξαλείφονται άεργοι πόροι, επιμερίζονται δαπανηρές τεχνολογίες μεταξύ του αγοραστή και του στόχου, προωθούνται τα προϊόντα που είναι συμπληρωματικά στις δύο εταιρείες, μειώνεται το κόστος συναλλαγής και ανακατανέμονται οι υφιστάμενες δαπάνες.

Η θεωρία της αποτελεσματικότητας υποδηλώνει ότι πραγματοποιούνται συγχωνεύσεις επειδή δύο επιχειρήσεις έχουν διαφορετικές δυνάμεις και αδυναμίες και διαφορετικά επίπεδα απόδοσης, είναι δε γνωστή και ως «θεωρία διαφορετικής αποτελεσματικότητας».

• Λειτουργικό επίπεδο (operational synergies)

Με τις κατάλληλες ενέργειες στις λειτουργικές δραστηριότητες, μπορούν να προκύψουν οικονομίες κλίμακας, οικονομίες φάσματος καθώς και σημαντικά αποτελέσματα από την

καμπύλη μάθησης και εμπειρίας. Οι οικονομίες κλίμακας συναντώνται περισσότερο στις οριζόντιες συγχωνεύσεις, ενώ οι οικονομίες φάσματος και οι οικονομίες από την μάθηση και την εμπειρία μπορούν να προκύψουν τόσο σε περίπτωση συσχετισμένων όσο και ασυσχέτιστων δραστηριοτήτων. Η κάθετη ολοκλήρωση μπορεί να οδηγήσει σε σημαντική μείωση του κόστους ανάλογα με τις ενέργειες που πραγματοποιεί η επιχείρηση.

• Διοικητικό επίπεδο (managerial synergies)

Με την κατάλληλη αξιοποίηση της ομάδας των διοικητικών στελεχών είναι βέβαιο ότι επιτυγχάνεται σημαντική αύξηση της αποτελεσματικότητας καθώς όλες οι κρίσιμες αποφάσεις και οι στρατηγικές ξεκινούν από τα ανώτερα ιεραρχικά επίπεδα.

Σε επιχειρήσεις με διαφορετικό επίπεδο αποτελεσματικότητας, κατά την εξαγορά και συγχώνευσή τους, γίνεται μεταφορά της αποτελεσματικής διοίκησης της αγοράστριας στην λιγότερο αποτελεσματική εξαγοραζόμενη επιχείρηση, συνεπεία της οποίας υπάρχει κοινωνικό και ιδιωτικό όφελος, καθώς βελτιώνεται η απόδοση της πιο αδύναμης επιχείρησης και εξοικονομούνται πόροι. Ονομάζεται «διοικητική συνεργία» επειδή η υπερβάλλουσα διοικητική ικανότητα της μίας επιχείρησης, χρησιμοποιείται στην επιχείρηση που έχει έλλειψη διοικητικών πόρων.

Η θεωρία της διαφοροποιημένης αποτελεσματικότητας είναι η βάση για τις οριζόντιες συγχωνεύσεις. Όταν οι επιχειρήσεις έχουν παρόμοιες δραστηριότητες στον ίδιο κλάδο, γίνονται εν δυνάμει αγοραστής. Οι επιχειρήσεις που είναι ικανές να αναγνωρίσουν και διαχωρίσουν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες που ασκούνται σε επίπεδο καλύτερο και χειρότερο από την μέση επίδοση, μπορούν να βελτιώσουν την επίδοσή τους, στηριζόμενες σε αυτή την πληροφορία. Σε αυτή την περίπτωση, η επιχείρηση εμπλέκει ανώτερα διοικητικά στελέχη, καθώς έχουν εμπειρία σε συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα.

Η θεωρία της αναποτελεσματικής διοίκησης είναι μία ακόμη παραλλαγή της θεωρίας της αποτελεσματικότητας, σχετιζόμενη με την ικανότητα των στελεχών να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης και αποτελεί βάση για τις ασυσχέτιστες εξαγορές και συγχωνεύσεις. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, στις εξαγορές και συγχωνεύσεις η αποτελεσματικότητα της επιχείρησης αυξάνεται με την απομάκρυνση της αναποτελεσματικής διοίκησης.

Δεν διαφοροποιείται εντελώς από την θεωρία της διαφορετικής αποτελεσματικότητας, καθώς αφορά σε διοικήσεις που έχουν δυνατότητες τις οποίες δεν χρησιμοποιούν στο έπακρο. Για το λόγο αυτό, πιο αποτελεσματικά στελέχη από άλλη επιχείρηση μπορούν να ελέγξουν και διοικήσουν τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης εταιρείας με

πλέον αποδοτικό και αποτελεσματικό τρόπο από τα ήδη υπάρχοντα (Weston et al. 2010).

• Χρηματοοικονομικό επίπεδο (financial synergies)

Με τις χρηματοοικονομικές συνέργειες, επιτυγχάνεται η αύξηση της δανειακής ικανότητας. Η ενοποίηση των επιχειρήσεων έχει σαν συνέπεια μεγαλύτερη πρόσβαση σε κεφάλαια. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι λόγω μεγέθους αλλά και μη συσχέτισης ταμειακών ροών, «ασφαλίζεται» η επιχείρηση ως σύνολο, καθώς μειώνεται ο κίνδυνος της χρεωκοπίας και αυξάνεται η αξιοπιστία της επιχείρησης στις επενδυτικές κινήσεις. Τα οφέλη των χρηματοοικονομικών συνεργειών παρατηρούνται κυρίως στις μη συσχετιζόμενες δραστηριότητες .

4.1.1.1.2 Η αύξηση του μεριδίου αγοράς (increase in market power) έχει σαν φυσικό ακόλουθο την αύξηση της κερδοφορίας

Στις εξαγορές και συγχωνεύσεις οι επιχειρήσεις επιδιώκουν την βελτίωση της θέσης τους στην αγορά κυρίως με την αύξηση του μεριδίου αγοράς. Ειδικότερα, με την απόκτηση μεγαλύτερης ανταγωνιστικής δύναμης μέσω της αύξησης του μεριδίου αγοράς, η επιχείρηση μπορεί να πετύχει αύξηση της τιμής των προϊόντων/υπηρεσιών της.

Η αύξηση της τιμής παρατηρείται κυρίως στις οριζόντιες συγχωνεύσεις, όπου η απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς συνεπάγεται αύξηση της δυναμικότητας της επιχείρησης έναντι των ανταγωνιστών. Η μεγάλη συγκέντρωση μπορεί να οδηγήσει στη δημιουργία ολιγοπωλίων ή έντονου ανταγωνισμού. Σε αυτές τις περιπτώσεις η, αρμόδια για τον έλεγχο και την προστασία της αγοράς από την εμφάνιση μονοπωλίων/ολιγοπωλίων, Επιτροπή Ανταγωνισμού, θέτει όρια στις ενέργειες των επιχειρήσεων με σκοπό να αποτρέψει τον αθέμιτο ανταγωνισμό.

Επιπρόσθετα, η αύξηση της τιμής μπορεί να πραγματοποιηθεί και στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων (π.χ. αγορά ενός βασικού προμηθευτή), καθώς η αύξηση των εμποδίων εισόδου νέων ανταγωνιστών στον κλάδο, εξασφαλίζει ευνοϊκές συνθήκες για την θέση και την απόδοση της επιχείρησης .

4.1.1.2. Θεωρία της Οικονομικής Διατάραξης και Ασυμμετρίας Πληροφόρησης (Economic Disturbance & Information Asymmetries Hypothesis theory).

Η θεωρία αυτή αναφέρεται στο φαινόμενο κατά το οποίο παρατηρείται μεγάλη αντίδραση των επενδυτών στις νέες πληροφορίες. Πολλές φορές υπάρχει λάθος πληροφόρηση στην αγορά μεταξύ των επενδυτών για την επιχείρηση-στόχο με συνέπεια να μην είναι

λίγες οι φορές που υπερεκτιμάται η δυνατότητα της επιχείρησης-στόχου για αυξημένα κέρδη. Έτσι, ο επενδυτής κρίνει ότι η αγορά δεν εκτίμησε σωστά τις δυνατότητες της επιχείρησης-στόχου και ενεργοποιεί το σχέδιο της εξαγοράς στέλνοντας το μήνυμα και σε άλλους επίδοξους επενδυτές. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα μεταβολές στην τιμή των μετοχών κατά τέτοιο τρόπο που πλέον δεν αποτυπώνεται η πραγματική αξία τους. Βέβαια το φαινόμενο αυτό είναι βραχυπρόθεσμο και οι τιμές των μετοχών τείνουν να γίνονται αντιπροσωπευτικές της αξίας τους.

4.1.2 Διοικητικές Θεωρίες (Managerial Theories)

Οι θεωρίες αυτές βασίστηκαν στις απόψεις των Marris, Winter και Galbraith αναφερόμενες στις συνθήκες που διέπουν την αγορά. Ειδικεύονται με τις θεωρίες που ακολουθούν.

4.1.2.1.Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)

Η εν λόγω θεωρία υποστηρίζει ότι στη σύγχρονη οικονομία, υπάρχει διάκριση ανάμεσα στους ιδιοκτήτες-μετόχους και τους εκπρόσωπους-εργαζόμενους όλων των ιεραρχικών επιπέδων, συμπεριλαμβανομένου του Διευθύνοντος Συμβούλου (CEO). Μάλιστα, τις περισσότερες φορές οι εκπρόσωποι-εργαζόμενοι (κυρίως τα ανώτερα διοικητικά στελέχη) έχοντας αντικρουόμενα συμφέροντα από τους ιδιοκτήτες-μετόχους (οι μεν επιδιώκουν την αύξηση των μισθών καθώς και των διαφόρων υλικών και άυλων προνομίων που απολαμβάνουν και οι δε επιθυμούν την αύξηση του πλούτου τους), προβαίνουν πολλές φορές σε κινήσεις όπως είναι οι εξαγορές οι οποίες συμφέρουν ιδιαίτερα τα διευθυντικά στελέχη της εξαγοράζουσας επιχείρησης, κάποιες όμως φορές μπορεί να έχουν σαν αποτέλεσμα την πτώση των αποδόσεων για τους μετόχους της. Εντούτοις, ο συστηματικός έλεγχος από την πλευρά των μετόχων για την αποφυγή τέτοιων ενεργειών εις βάρος τους δεν είναι εφικτός καθώς το κόστος για να πραγματοποιηθεί είναι μεγάλο.

Σημαντικό είναι να σημειωθεί ότι σε θέματα οικονομικού περιεχομένου και λήψης αποφάσεων στρατηγικής σημασίας, μεγαλύτερη βαρύτητα έχουν οι απόψεις των ανώτερων διοικητικών στελεχών συγκριτικά με αυτές των μετόχων καθώς θεωρείται ότι τα διοικητικά στελέχη με τις σπουδές και την επαγγελματική τους εμπειρία, μπορούν να λάβουν ορθότερες αποφάσεις που είναι κρίσιμες για την ευημερία της επιχείρησης αλλά και των άμεσα εμπλεκόμενων.

Προκειμένου μια επιχείρηση να διαφυλάξει το συμφέρον των μετόχων, διαχωρίζει την ιδιοκτησία και τον έλεγχο από την διοίκηση, και σε περίπτωση λήψης σημαντικών αποφάσεων, όπως οι εξαγορές και συγχωνεύσεις, τίθεται ως προϋπόθεση η προηγούμενη σύμφωνη γνώμη των μετόχων. Σε περίπτωση που οι εν λόγω στρατηγικές δεν φέρνουν το αναμενόμενο αποτέλεσμα, οι εξαγορές μπορεί να είναι το μέσο «ελέγχου» επίλυσης των προβλημάτων της επιχείρησης, καθώς με κατάθεση προσφοράς, οι εξωτερικοί ενδιαφερόμενοι διοικούντες καταφέρνουν να ελέγξουν τη διαδικασία λήψης απόφασης της εταιρείας στόχου, παρακάμπτοντας τους υφιστάμενους διοικούντες και το Διοικητικό Συμβούλιο αυτής.

4.1.2.2. Διοικητική Αλαζονεία (Hubris Hypothesis)

Πολλές φορές οι αρνητικές αποδόσεις των μετόχων οφείλονται σε λάθος εκτιμήσεις των διοικητικών στελεχών. Σε κατάσταση υπερβολικής αισιοδοξίας, προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις χωρίς να έχουν εκτιμήσει απαραίτητα σωστά τις δυνατότητες της εκάστοτε επιχείρησης και τα οφέλη που θα προκύψουν. Μάλιστα, καταφεύγουν συχνά στην πληρωμή μεγάλων υπεραξιών αναγκασμένοι να προβούν σε δανεισμό ή χρησιμοποίηση χρημάτων που προορίζονταν για άλλους σημαντικούς σκοπούς.

Κατά τη συναλλαγή της εξαγοράς, ο αγοραστής αρχικά εντοπίζει τον στόχο και εκτιμά τα περιουσιακά στοιχεία του. Εάν η αξία του είναι πάνω από την αξία της αγοράς, κάνει προσφορά, λαμβάνοντας υπ' όψη τις συνέργειες και τα οφέλη. Οι προσφέροντες μπορεί να κάνουν λάθη, καθώς δεν διαφαίνονται οφέλη από την συναλλαγή. Επίσης, ενίοτε η πρόθεση των διοικούντων μπορεί να είναι καλή όπως, επί παραδείγματι, η απόφαση να οφείλεται σε υπερβολική αυτοπεποίθηση που αποκτήθηκε από προηγούμενη επιτυχημένη εξαγορά και συγχώνευση, η οποία στη συνέχεια οδήγησε σε λανθασμένη επιλογή.

Ο Mark Sirower, ανώτερο στέλεχος της Deloitte Consulting LLP στον τομέα της Στρατηγικών Εξαγορών και Συγχωνεύσεων, αναφέρει ότι: «Αν μια επιχείρηση καταφύγει στην πληρωμή μεγάλης υπεραξίας προκειμένου να πραγματοποιήσει μια εξαγορά ακόμα και με την κατάλληλη στρατηγική δεν θα καταφέρει να έχει επιτυχία». Αν μάλιστα η επιχείρηση έχει ξεπεράσει το 25%, ο κίνδυνος για συσσώρευση χρέους είναι μεγάλος. Άλλωστε, είναι ευρέως γνωστό ότι όσο αυξάνεται το μέγεθος της επιχείρησης και του μεριδίου αγοράς τόσο αυξάνεται η δύναμη και η «επιτυχημένη» εικόνα του Διευθύνοντος Συμβούλου. Όσο δε μεγαλύτερη είναι η αλαζονεία του CEO, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η υπεραξία που θα πληρώσει η επιχείρηση για τον σκοπό της εξαγοράς .

4.1.3 Χρηματοοικονομικές Θεωρίες (Finance Theories)

Εταιρικός Έλεγχος της Αγοράς (Market for Corporate Control)

Για να γίνει αντιληπτό, όταν τα διοικητικά στελέχη προβαίνουν σε δράσεις που μειώνουν την αξία για τους μετόχους, ενεργοποιείται ο μηχανισμός που διαθέτει η αγορά για την άσκηση εταιρικού ελέγχου. Όταν παρατηρείται αυτό το φαινόμενο, η αγορά επεμβαίνει μέσω της εξαγοράς με σκοπό να απομακρύνει την αναποτελεσματική διοίκηση της επιχείρησης ή, σε περίπτωση που η εξαγορά δεν είναι εφικτή δίνεται ευκαιρία στην διοίκηση να βελτιώσει την απόδοση άμεσα. Με λίγα λόγια, η εχθρική εξαγορά θεωρείται ως ένας πειθαρχικός μηχανισμός της αγοράς ενάντια στις αθέμιτες δραστηριότητες ορισμένων ανώτερων διοικητικών στελεχών.

Συμπληρωματικά, με αυξανόμενη συχνότητα τίθεται σε εφαρμογή ο εσωτερικός έλεγχος της εταιρικής διακυβέρνησης (Corporate Governance Control).

Ο πειθαρχικός μηχανισμός που ασκεί η αγορά, ορισμένες φορές δεν είναι αρκετός για να λύσει το πρόβλημα αλλά συνεπάγεται αυξημένο κόστος κυρίως για τους εργαζομένους της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Έτσι, είναι σκόπιμο για την πρόληψη του προβλήματος, να ληφθούν μέτρα όπως η δημιουργία επιτροπών καθορισμού συστημάτων αμοιβών, ο καθορισμός ανεξάρτητης ελεγκτικής επιτροπής, η αύξηση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου κ.ά.

Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών

Η θεωρία αποτελεί μία επέκταση της αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης (option pricing theory⁵), όπου μία εξαγορά παρομοιάζεται με δικαίωμα αγοράς (call option) ή δικαίωμα πώλησης (put option) στα περιουσιακά στοιχεία μίας επιχείρησης και δίνεται η δυνατότητα για διάφορες επιλογές στρατηγικού χαρακτήρα. Ο συσχετισμός αυτός αφορά και στο στοιχείο του κινδύνου που ελλοχεύει καθ' όλη τη διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών, με την διαφορά ότι στην περίπτωση των πραγματικών δικαιωμάτων προαίρεσης (real options) είναι πολύ υψηλότερος, καθώς δεν προβλέπεται δυνατότητα ακύρωσης της πράξης με περιορισμό του κόστους.

4.1.4. Στρατηγικές Θεωρίες (Strategic Management Theories)

Η επιχείρηση επιλέγει μια στρατηγική (διαφοροποίησης, ηγεσίας κόστους κλπ.) που εναρμονίζεται με τις δυνατότητες της με απώτερο σκοπό την απόκτηση ανταγωνιστικού

⁵ Οι Συμβάσεις Δικαιωμάτων Προαίρεσης αποτελούν μια από τις πιο γνωστές κατηγορίες χρηματοοικονομικών παραγώγων.

πλεονεκτήματος. Έτσι, μεταξύ των άλλων επιλογών αποφασίζει να εφαρμόσει την διαδικασία της εξαγοράς προκειμένου να εισχωρήσει πιο εύκολα και γρήγορα στην αγορά-στόχο. Η εξαγορά σε αυτήν την περίπτωση παρέχει σημαντικά πλεονεκτήματα όπως η μείωση του κόστους εισόδου, έτοιμη πελατεία, αναγνωρισμένο σήμα, έμπειρο εργατικό δυναμικό και η δυνατότητα εκμετάλλευσης θεμελιωδών ικανοτήτων της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Προσθέτως, οφέλη μπορούν να προκύψουν από τις οικονομικές ή λειτουργικές συνέργειες:

(α) σε επίπεδο οικονομιών κλίμακας, όταν τα σταθερά κόστη μειώνονται λόγω επιμερισμού τους σε μεγαλύτερη κλίμακα παραγωγής, ή/και

(β) σε επίπεδο οικονομιών φάσματος, όταν οι πόροι της αγοράστριας εταιρείας και της εταιρείας στόχου αλληλοσυμπληρώνονται.

4.1.5 Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών (Organizational & Behavioural Theories)

Η θεωρία αυτή η οποία βασίζεται εν μέρει στις διοικητικές θεωρίες, αναφέρει ότι οι αποφάσεις που λαμβάνονται από την διοίκηση επηρεάζονται από το εσωτερικό του οργανισμού, το οποίο αποτελείται από ομάδες ανθρώπων με διαφορετικές προτεραιότητες και συμφέροντα και έχουν διαφορετική στάση απέναντι σε μια εξαγορά-συγχώνευση. Όπως είναι λογικό, διαφορετικά είναι τα συμφέροντα των εργαζομένων πρώτης γραμμής (π.χ. διατήρηση της θέσης εργασίας) και διαφορετικά για τα στελέχη που βρίσκονται στα ανώτερα ιεραρχικά επίπεδα της επιχείρησης (π.χ. αύξηση δύναμης και απολαβών). Έτσι λοιπόν, τις περισσότερες φορές οι εργαζόμενοι πρώτης γραμμής εμφανίζουν συχνότερα αρνητική στάση απέναντι σε μια ενδεχόμενη εξαγορά/συγχώνευση, σε αντίθεση με τα διοικητικά στελέχη που ενδεχομένως να έχουν οφέλη. Κατά συνέπεια, για την επίτευξη μιας επιτυχημένης συγχώνευσης, θα πρέπει πρωτίστως να δοθεί έμφαση στην εσωτερική οργάνωση και στην επικοινωνία με τις ομάδες εργαζομένων που θίγονται.

4.2. Χρονικά κριτήρια υλοποίησης

4.2.1. Βραχυπρόθεσμο επίπεδο

Στο βραχυπρόθεσμο επίπεδο, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις προκύπτουν από τα παρακάτω κίνητρα:

- Αύξηση των κερδών ανά μετοχή

Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την αύξηση της τιμής της μετοχής και τη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους.

- Μείωση του δείκτη P/E

Ο δείκτης P/E (Price/Earnings), πολλαπλασιαστής των κερδών της επιχείρησης, αποτυπώνει το «Premium», το οποίο είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να πληρώσει για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, το δυναμικό κίνητρο είναι η μείωση του δείκτη P/E της εξαγοράστριας εταιρείας, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας.

- Οι συνέργειες που δημιουργούνται για την αντιμετώπιση θεμάτων ρευστότητας

Πολλές επιχειρήσεις, οι οποίες αντιμετωπίζουν πρόβλημα σε δείκτες ρευστότητας, επιδιώκουν τη συνένωση με κάποια εταιρεία, η οποία διαθέτει πιο υγιή χρηματοοικονομική διάρθρωση.

- Τα φορολογικά οφέλη

Τα φορολογικά οφέλη, τα οποία προκύπτουν είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών, είτε μέσω της αύξησης του ορίου των αποθεματικών, είτε μέσω ενός συνδυασμού των δύο παραπάνω παραγόντων.

4.2.2. Μεσοπρόθεσμο επίπεδο

Τα μεσοπρόθεσμα κίνητρα παρουσιάζονται ως ακολούθως:

- Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης

Η αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου πλέον ισολογισμού, οδηγεί σε μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τόσο οι μέτοχοι, όσο και οι δανειστές της επιχείρησης (προμηθευτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, κ.λπ.).

- Μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος, με παράλληλη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο.

- Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος, που εμφανίζονται σε επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους.

Οι οικονομίες κλίμακας μεταφράζονται σε οικονομική αξία, μέσω του αυξημένου μεγέθους και της αυξημένης παραγωγικής ικανότητας, την οποία αποκτά η επιχείρηση για το χαρτοφυλάκιο των αγαθών και υπηρεσιών της. Επιπλέον, σε μακροχρόνιο επίπεδο, επιτυγχάνεται αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης σε επίπεδο τόσο κλάδου, όσο και αγοράς, ενώ ταυτόχρονα, η επιχείρηση αυξάνει τη διαπραγματευτική της ικανότητα σε επίπεδο προμηθειών ενδιάμεσων υποπροϊόντων. Με αυτόν τον τρόπο, η επιχείρηση επιτυγχάνει τη μείωση του λειτουργικού της κόστους με παράλληλη αύξηση των περιθωρίων κέρδους της.

Αντίστοιχα, οι οικονομίες φάσματος επιτρέπουν στην επιχείρηση να κινηθεί σε νέες κατευθύνσεις προϊόντων και σε νέους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, η επιχείρηση επεκτείνει το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της, καλύπτοντας ολοένα και μεγαλύτερο φάσμα των καταναλωτικών αναγκών μιας οικονομίας, ενώ ταυτόχρονα επεκτείνεται σε νέες αγορές, αυξάνοντας έτσι το ρυθμό ανάπτυξής της και μειώνοντας την εξάρτησή της από συγκεκριμένες αγορές και προμηθευτές.

•••• Μακροχρόνια ενδυνάμωση της επιχείρησης, μέσω της μειωμένης έντασης του ανταγωνισμού που αναπτύσσεται σε έναν κλάδο.

Σε μια αγορά ολιγοπωλιακής διάρθρωσης, δύο σημαντικοί «πελάτες» έχουν συμφέρον να ενώσουν τις δυνάμεις τους, παρά να αναλωθούν σε έναν πόλεμο μεταξύ τους, ο οποίος πιθανόν να μην οδηγήσει σε κάποιο τελικό νικητή, μέσω της μείωσης των τιμών των τελικών προϊόντων.

••••• Απόκτηση αποκλειστικής τεχνολογικής γνώσης αλλά και ειδικών επιχειρηματικών ικανοτήτων-δεξιοτήτων.

Επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, λόγω της άμεσης επαφής μεταξύ των διοικητικών στελεχών αναπτύσσουν ένα «ομαδικό κεφάλαιο» σημαντικής δυναμικής, το οποίο η μεγάλη επιχείρηση, λόγω του μεγέθους της δεν μπορεί να το επιτύχει (λειτουργεί σε αυτήν την περίπτωση, το μεγάλο μέγεθος, ως αντικίνητρο για την ανάπτυξη ομαδικού πνεύματος εργασίας).

•••••• Δημιουργούνται δυνατότητες συνεργίας, μέσω του μεγαλύτερου μεγέθους μεταξύ των δύο επιχειρήσεων, το οποίο κατά τη διάρκεια της αρχικής διαπραγμάτευσης, δεν μπορούσε να υπολογιστεί και να συνεκτιμηθεί στην αποτίμηση της αρχικής συμφωνίας. Παρ' όλα αυτά, σε μακροχρόνιο επίπεδο ανακαλύπτονται σταδιακά νέοι επιχειρηματικοί σχεδιασμοί, οι οποίοι μπορούν να οδηγήσουν σε επιπρόσθετα στρατηγικά οφέλη.

••••••• Υπέρβαση εμποδίων εισόδου.

Κατά την είσοδο των επιχειρήσεων σε μια νέα αγορά μπορεί να παρουσιάζονται εμπόδια, όπως μεγάλες επενδύσεις για εξοπλισμό, εγκαταστάσεις, διαφήμιση και προώθηση προϊόντων. Η θέση της επιχείρησης είναι ακόμη πιο δύσκολη αν στην αγορά υπάρχει ήδη αυξημένος ανταγωνισμός.

Μια εξαγορά ή συγχώνευση με εγχώρια επιχείρηση παρέχει, όχι μόνον τη γνώση της αγοράς, αλλά και ένα εγκατεστημένο δίκτυο διανομής και πιθανώς μια εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη, στο όνομα της επιχείρησης-στόχου. Όσο αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου σε μια αγορά, ακόμα και μέσω κρατικών παρεμβάσεων, τόσο οι εξαγορές ή οι συγχωνεύσεις αποτελούν διέξοδο για τις επιχειρήσεις.

..... Δημιουργία πολυσχιδών επιχειρηματικών ομίλων, ικανών να ανταποκριθούν σε νέες μελλοντικές εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Με αυτόν τον τρόπο, οι επιχειρήσεις ανταποκρίνονται στις συνεχώς αυξανόμενες συνθήκες ανταγωνισμού, ενώ παράλληλα, είναι σε θέση να διαχειριστούν καταστάσεις ανεπιθύμητων προτάσεων συνεργασίας/επιθετικής εξαγοράς (από άλλη επιχείρηση ανταγωνιστή). Έτσι, η επιχείρηση ουσιαστικά επιτυγχάνει τη μείωση της μεταβλητότητας-κινδύνου σε μια αθέλητη εξαγορά.

..... Δυνατότητες μεγαλύτερου ρυθμού ανάπτυξης, οι οποίες δημιουργούνται σε πολλές περιπτώσεις μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων για την επιχείρηση.

4.2.3. Μακροπρόθεσμο επίπεδο

Σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις φαίνεται να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς για δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων ικανών:

- Να ανταπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, στο διεθνή ανταγωνισμό και στις διαρκώς εντεινόμενες διεθνείς νομισματικές αναταράξεις και πιέσεις, μέσα και έξω από το χώρο της ΟΝΕ.

- Να βελτιώσουν την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο τη διατήρηση-επέκταση των μεριδίων αγοράς, την αποτελεσματική προώθηση νέων προϊόντων, την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη, τη βελτίωση των επιτελικών λειτουργιών, την κεφαλαιακή του εξυγίανση και ενίσχυση.

••• Να αξιοποιήσουν τις νέες τεχνολογίες συγκέντρωσης, διαχείρισης και διάχυσης της πληροφορίας, που ευνοούν και επιβάλλουν την αναδιοργάνωση, την ολοκλήρωση και τη δικτύωση στο διεθνές περιβάλλον.

•••• Να αξιοποιήσουν τις συνεργίες που οφείλουν να αναπτύσσονται στο πλαίσιο των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών, εξαλείφοντας τα μειονεκτήματα και τις γραφειοκρατικές αγκυλώσεις των επιχειρηματικών σχημάτων μεγάλου μεγέθους.

••••• Να μειώσουν το κόστος και τον χρόνο ανάπτυξης νέων προϊόντων.

Είναι γνωστό ότι, μια καινοτομία ή διαφοροποίηση της παραγωγής χρειάζεται σημαντικό χρονικό διάστημα μέχρι να αποδώσει και να αποφέρει ουσιαστικά κέρδη. Κατά συνέπεια, ενέχει υψηλό κίνδυνο. Γι' αυτό, τα στελέχη συχνά προτιμούν να πληρώσουν υψηλό τίμημα για την εξαγορά μιας επιχείρησης, αποφεύγοντας το ρίσκο της εξ' αρχής δημιουργίας προϊόντος. Είναι δυνατόν, να ισχυρισθούν κάποιοι ότι, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις μπορούσαν να υποκαταστήσουν την ανάγκη της επιχείρησης για καινοτομία, γιατί συνήθως η επιχείρηση διαθέτει περιορισμένους πόρους, τους οποίους δε ρισκάρει, για την ανάπτυξη νέου προϊόντος.

•••••• Να μετριάσουν τη διοικητική αλαζονεία.

Συχνά, τα διοικητικά στελέχη επιδεικνύουν αλαζονική συμπεριφορά, πιστεύοντας ότι μπορούν να διοικήσουν καλύτερα τις επιχειρήσεις-στόχους. Πράγματι, η αλαζονεία είναι πολλές φορές ο κύριος λόγος εμπλοκής σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Στις περισσότερες περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, ωφελούνται οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης και, υπό προϋποθέσεις, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι συνέπειες των εξαγορών και συγχωνεύσεων για το σύνολο της οικονομίας, είναι πολλαπλές, σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις και αντιφατικές.

4.3. Πλεονεκτήματα εξαγορών και συγχωνεύσεων

Συμπερασματικά, τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να συνοψισθούν στα ακόλουθα:

► Μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές προσδίδουν μία δυναμική στο νέο όμιλο, με την οποία αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της

μετοχής του. Αυτή είναι ακόμα μεγαλύτερη εάν ακολουθήσει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Οι προσδοκίες αυτές δρουν βραχυπρόθεσμα. Σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδος της μετοχής θα παρατηρηθεί εάν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του στα επόμενα χρόνια.

► Η εξοικονόμηση κόστους μπορεί να ανέλθει, στις περιπτώσεις που οι αγορές, στις οποίες δραστηριοποιούνται οι συγχωνευμένες εταιρείες είναι παρεμφερείς, σε αρκετά μεγάλο ποσοστό. Οικονομίες κλίμακας, φάσματος, μείωση μεταφορικών εξόδων και εξόδων συναλλαγής, περισσότερο αποδοτική χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, καλύτερη κατανομή των περιουσιακών στοιχείων.

► Αντιμέτωπιση του οξυνόμενου ανταγωνισμού με την προϋπόθεση ότι, ο όμιλος θα προσφέρει νέα και διαφοροποιημένα υψηλής ποιότητας και σε ελκυστικές τιμές προϊόντα. Αυτά προϋποθέτουν τη μείωση του κόστους λειτουργίας και ιδιαίτερα των δαπανών μισθοδοσίας του προσωπικού.

► Η ανάγκη δημιουργίας εταιρειών μεγάλου μεγέθους, μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, επιβάλλεται και από την τεχνολογική πρόοδο, η οποία αυξάνει τις οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή και διάθεση των προϊόντων και υπηρεσιών. Η εισαγωγή νέας τεχνολογίας είναι στις περισσότερες περιπτώσεις δαπανηρή και συμφέρουσα μόνο σε μεγάλους ομίλους.

► Η απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης αυξάνει τα κέρδη και τη φήμη των επιχειρήσεων.

► Χρηματοοικονομικά και φορολογικά οφέλη, κυρίως μέσα από τη διασπορά των κερδών και τη μείωση των διακυμάνσεων.

► Βελτίωση ποιότητας προϊόντων, απόκτηση νέας τεχνολογίας.

► Διοικητικά οφέλη, βελτιωμένη χρήση πληροφοριών και τεχνογνωσίας.

Συμπεράσματα

Τα κίνητρα που εκάστοτε οδηγούν μία επιχείρηση στην απόφαση υλοποίησης μίας εξαγοράς ή/και συγχώνευσης έχουν κοινό χαρακτηριστικό την καθ' οιονδήποτε τρόπο επίτευξη βελτίωσης της θέσης της εξαγοράζουσας.

Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να επιτευχθεί με την αύξηση της αποτελεσματικότητάς της, είτε με την αύξηση του μεριδίου της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται. Μπορεί να οφείλεται στη στρατηγική που έχει επιλέξει (διαφοροποίηση, ηγεσίας κόστους κ.α.) για την μελλοντική απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, είτε σε εσφαλμένη επιρροή που ασκείται στο εσωτερικό του οργανισμού από ομάδες ανθρώπων με διαφορετικές προτεραιότητες και συμφέροντα. Μπορεί να παρακινείται από ανεδαφική αισιοδοξία που οδηγεί σε εσφαλμένη εκτίμηση των δεδομένων, είτε στο πλαίσιο ικανοποίησης της αλαζονείας διευθυντικών στελεχών ερήμην της πραγματικής βούλησης των μετόχων.

Σε όλες τις περιπτώσεις, τα αποτελέσματα των επιλογών, ανεξαρτήτως θετικού ή αρνητικού προσήμου, έχουν διαφορετικό χρόνο «ωρίμανσης» και για το λόγο αυτό εμφανίζονται ακόμη και μερικά χρόνια αργότερα από την ολοκλήρωση της συναλλαγής σε νομικό επίπεδο. Το βέβαιο είναι ότι, η επιτυχής κατάληξη του μετασχηματισμού, μπορεί να δώσει στην εξαγοράζουσα εταιρεία, μικρότερο ή μεγαλύτερο, προβάδισμα έναντι των ανταγωνιστών της.

Βιβλιογραφία 4^{ου} Κεφαλαίου

1. Κυριαζής, Δημήτριος Α.: «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές» (2007), Αθήνα, εκδόσεις Μπατσιούλας Ν. & Σ.
2. Πασιούρας Φ., Δούμπος Μ., Ζοπουνίδης Κ., 2006
3. Mergers and Acquisitions, Edinburgh Business School, Heriot-Watt University, Professor Alexander Roberts, Dr William Wallace, Dr Peter Moles, MQ-A2-engb I/2016
4. Wolfe ,M, Stressman,S. and Manfredo, M. (2011). The acquisition of IBP by Tyson foods in 2001: pre and post merger financial performance. American Journal of Agricultural Economics, Vol. 93, No 2, pp. 1-6.

5. Weston, J.F., Mitchel, M.L., Mulherin, J.H. and Salwan, P. (2010). Takeovers, restructuring, and corporate governance. Fourth ed. Delhi: Pearson Education
6. Manne, H. G. (1965). Mergers and the market for corporate control. The Journal of political Economy, pp 110-120.
7. Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. Journal of Business, Vol. 59, pp. 197-216
8. Kumar, B.R. and Rajib, P. (2007c). Mergers and corporate performance in India: an empirical study. Decision, Vol. 34, No 1, pp 121-147
9. Marris, R. (1964) The Economic Theory of “Managerial” Capitalism, Macmillan, London
10. Galbraith, J. K. (1967). The New Industrial State. Boston, MA: Houghton Mifflin
11. Milton Friedman, Essays in Positive Economics (1953)
12. Armen Alchian (1950); Uncertainty, Evolution, and Economic Theory
13. Becker, G. (1962) Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis. Journal of Political Economy, 70, 9-49

Άρθρα

1. IOBE: Ετήσια Έκθεση Επιχειρηματικότητας 2017-2018: Λιγότερα νέα εγχειρήματα, βελτίωση στις προοπτικές απασχόλησης
2. “Theory and practice of Mergers and Acquisitions: Empirical Evidence from Indian Cases”, N.M. Leepsa and Chandra Sekhar Mishra, IIMS Journal of Management Science, Vo. 7, No 2, May-August, 2016, pp- 179-194
3. Accounting, prudential regulation and financial stability: elements of a synthesis, CEV Borio, K Tsatsaronis - 2005
4. Separation of Ownership and Control, Eugene Fama and Michael Jensen Journal of Law and Economics, 1983, vol. 26, issue 2, 301-25

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Κίνδυνοι Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Εισαγωγή

Κατά την διάρκεια υλοποίησης των εξαγορών και συγχωνεύσεων, έχουν παρατηρηθεί κίνδυνοι, οι οποίοι, σε επίπεδο χρόνου εμφάνισης, μπορούν να διακριθούν σε αυτούς που ελλοχεύουν πριν ή μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

Επίσης έχει παρατηρηθεί ότι όταν οι εμπλεκόμενες εταιρείες είναι στον ίδιο κλάδο ή στην ίδια χώρα, αναμένεται οι κίνδυνοι να είναι πιο διαχειρίσιμοι από τις περιπτώσεις στις οποίες οι εμπλεκόμενες εταιρείες είναι σε διαφορετικό κλάδο και χώρα.

Πολλοί από τους κινδύνους είναι ήδη γνωστοί. Επειδή όμως κάθε περίπτωση έχει και στοιχεία μοναδικού χαρακτήρα, καμία εξαγορά ή συγχώνευση δεν διασφαλίζει εξ αρχής την επιτυχή ολοκλήρωσή της. Οι παράγοντες οι οποίοι συντρέχουν, είναι συνδυασμός εξωγενών και εσωτερικών στοιχείων. Κατά συνέπεια, κάποιες περιπτώσεις έχουν περισσότερες πιθανότητες επιτυχίας από κάποιες άλλες.

5.1. Κίνδυνοι

5.1.1. Πριν την εξαγορά και συγχώνευση

Συνδέονται κυρίως με το διαπραγματευόμενο τίμημα της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η αξία της εξαγοράς θα πρέπει να αντισταθμίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων εσόδων που θα προκύψουν. Στην περίπτωση συγχώνευσης δύο οργανισμών που λειτουργούν στην ίδια χώρα στον ίδιο κλάδο, οι στρατηγικοί κίνδυνοι αναμενόμενα είναι γνωστοί και συνεπώς εύκολα διαχειρίσιμοι από την διοίκηση.

5.1.2. Μετά την εξαγορά και συγχώνευση

Στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις λειτουργούν στην ίδια χώρα με την ίδια περίπου γραμμή παραγωγής προσφερομένων υπηρεσιών, οι μεγαλύτεροι κίνδυνοι είναι ο οργανωτικός και λειτουργικός, που προκύπτουν από την ενσωμάτωση του προσωπικού στο νέο οργανισμό, την ενοποίηση των συστημάτων πληροφορικής και διαχείρισης κινδύνων, τον επανασχεδιασμό ή επέκταση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, την καθημερινή παρακολούθηση των λογιστικών συστημάτων και τον νέο τρόπο επικοινωνίας με τον πελάτη/καταναλωτή.

Στην περίπτωση των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων, οι λειτουργικοί και στρατηγικοί κίνδυνοι είθισται να είναι μεγαλύτεροι, καθώς η Διοίκηση της εξαγοράζουσας επιχείρησης ενδεχομένως να αγνοεί, τουλάχιστον εν μέρει, τις ιδιαιτερότητες της αγοράς, του θεσμικού και εποπτικού πλαισίου και της πρακτικής στην χώρα που είναι εγκατεστημένη η εξαγοραζόμενη επιχείρηση.

Σε επίπεδο λειτουργικών αποτελεσμάτων παρατηρείται μία υψηλού βαθμού δυσκολία, καθώς απαιτείται ικανό χρονικό διάστημα των μέχρι τότε χωριστών επιχειρήσεων σε μία ενιαία οντότητα. Τα προβλήματα για την ομαλή ολοκλήρωση μιας Ε και Σ δεν είναι μόνο θεσμικά, οικονομικά ή λειτουργικά.

Ο ανθρώπινος παράγοντας, ο βαθμός συγγένειας στην κουλτούρα και φιλοσοφία μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, οι ομάδες διαχείρισης και διοίκησης των προς Ε και Σ επιχειρήσεων, οι συνθήκες που επικρατούν στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, αλλά και οι ενδεχόμενες εσωτερικές αδυναμίες που υφίστανται στο μικροοικονομικό περιβάλλον καθεμίας από τις συμμετέχουσες στο εγχείρημα επιχειρήσεις, είναι παράγοντες ικανοί να αποτελέσουν ζητήματα καθοριστικής σημασίας για την τελική έκβαση των Ε και Σ.

5.1.3. Επίτευξη επιχειρήσεων μεγάλου οικονομικού μεγέθους

Οι Ε και Σ δεν αφορούν ένα απλό άθροισμα πολλών οργανισμών. Οι συνεργίες που επιχειρούνται και στέφονται με επιτυχία, προσφέρουν το παράδοξο αποτέλεσμα «5+5=11». Το «άθροισμα» δύο διαφορετικών οργανισμών που συνενώνονται και δημιουργούν έναν ενοποιημένο φορέα, συνδυάζει τα χαρακτηριστικά αμφοτέρων και συνοδεύεται με πρόσθετα οφέλη.

Με τον τρόπο αυτό αναπτύσσονται ή και αποκαλύπτονται νέα στοιχεία, πιθανά άγνωστα και μη αξιοποιηθέντα (με την οικονομική έννοια του όρου) μέχρι την στιγμή της Ε και Σ, όπως επί παραδείγματι: η συνένωση δύο οικονομικών διευθύνσεων, ενδεχομένως να οδηγήσει σε μείωση των παγίων περιουσιακών στοιχείων, σε πιθανή ανάγκη εργασίας των εργαζομένων σε βάρδιες, αλλά και σε κατανομή του υπολοίπου προσωπικού σε χρησιμοποιότερες θέσεις απασχόλησής τους.

Από την άλλη πλευρά, ο κίνδυνος εμφανίζεται στις περιπτώσεις εκείνες κατά τις οποίες η συγχώνευση γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος, όπου δοκιμάζονται οι προοπτικές του όλου εγχειρήματος με αβέβαιο τρόπο και προκαλούνται αρνητικές επιδράσεις στη χρηματιστηριακή συμπεριφορά των αντίστοιχων μετοχών.

Εκτός από την οικονομική διάσταση του θέματος, τα εμπλεκόμενα μέρη συχνά αντιμετωπίζουν και το κοινωνικό κόστος της εκάστοτε Ε και Σ. Από τη μία στιγμή στην άλλη, οι επιχειρήσεις βρίσκονται αντιμέτωπες με ζητήματα διαχείρισης υπερβάλλοντος εργατικού δυναμικού και βεβαίως με τις κοινωνικές συνέπειες που απορρέουν από την επιλογή του τρόπου διαχείρισής τους. Άλλως ειπείν, κατά την υλοποίηση των στόχων της εκάστοτε Ε και Σ, οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις έχουν να αντιμετωπίσουν και επιλύσουν θέματα οικονομικά, νομικά (σε περίπτωση υπόνοιας σχηματισμού μονοπωλιακής δύναμης) και κοινωνικά. Προσθέτως, μπορούν να ανακύψουν και άλλης φύσης προβλήματα, όπως εκείνα που αφορούν στην προστασία του φυσικού περιβάλλοντος, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται τριβές μεταξύ των επιχειρήσεων και των τοπικών αρχών ή των οργανώσεων προστασίας του περιβάλλοντος, εξελίξεις που μπορούν να οδηγήσουν τα εν λόγω επιχειρηματικά σχέδια σε αποτυχία.

Αρκετές φορές οι Ε και Σ στηρίζονται σε αρκετά αισιόδοξες έως και υπερβολικές παραδοχές. Έχει παρατηρηθεί ότι κατά την ανακοίνωση μιας επικείμενης Ε και Σ, αρχικά επικρατεί ένα έντονα θετικό κλίμα που οδηγεί σε ανοδική κίνηση στο Χρηματιστήριο τις μετοχές των εισηγμένων εταιρειών. Όταν όμως η Ε και Σ προχωρήσει και αρχίσει να υλοποιείται, τότε εμφανίζονται προβλήματα τα οποία αρχικώς είχαν υποτιμηθεί είτε εκουσίως, είτε ακουσίως από τις διοικήσεις των συμβαλλομένων επιχειρήσεων, με τις

αντίστοιχες αρνητικές επιπτώσεις στους μετόχους, αλλά και στα οικονομικά αποτελέσματα των εμπλεκόμενων μερών.

Η μετάλλαξη της αρχικής αισιοδοξίας σε ανησυχία και προβληματισμό, αποτελεί συχνό φαινόμενο των επιχειρήσεων που επιδεικνύουν ενεργή δραστηριότητα σε Ε και Σ. Ο προβληματισμός αυτός δημιουργεί με τη σειρά του μία νέα αλυσίδα ζητημάτων που χρήζουν προσοχής από τη διοίκηση του νέου οργανισμού, καθώς αποτελεί πηγή κινδύνου για τη μελλοντική ανάπτυξη και μεγέθυνσή του. Είναι πιθανό να προκύψει ένας φαύλος κύκλος, με αποτέλεσμα η επιχείρηση να μην προλάβει να εστιάσει στα ουσιαστικά και επείγοντα θέματα που την απασχολούν και κατ' αποτέλεσμα να καθυστερήσει να λάβει στρατηγικές αποφάσεις προς αποφυγή αποδιοργάνωσης των λειτουργιών.

5.2. Μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων

Παρά τη συσσωρευμένη, σε παγκόσμιο επίπεδο, εμπειρία σε εξαγορές και συγχωνεύσεις, 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. Πιθανά δε, αρκετοί από τους παράγοντες που ρυθμίζουν το θεσμικό και το λειτουργικό πλαίσιο μιας Ε και Σ να βρίσκονται εκτός ελέγχου ή αρμοδιότητας της ενδιαφερόμενης ή της συμβαλλόμενης επιχείρησης.

Παρά το γεγονός ότι τα ποσοστά επιτυχίας των Ε και Σ διαφέρουν από οικονομία σε οικονομία, ή από μελέτη σε μελέτη (των διασυνωριακών περιπτώσεων περιλαμβανομένων) όλες οι αναφορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μεγάλο ποσοστό των Ε και Σ, μεγαλύτερο του 50%, δεν επιτυγχάνει τους ουσιαστικούς στόχους που εξ αρχής είχαν τεθεί (όπως οικονομίες κλίμακας, έλεγχο λειτουργικού κόστους κ.α.). Στατιστικές έρευνες στις Η.Π.Α. δείχνουν ότι το 75% των προσπαθειών για συγχώνευση ή εξαγορά αποτυγχάνουν. Αντίστοιχα, στην Ευρώπη οι μισές Ε και Σ καταστρέφουν αξία, το 30% έχει οριακές επιδράσεις και μόνο το 17% δημιουργεί αξία στους μετόχους.

Όσον αφορά στην ελληνική πραγματικότητα, σε έρευνα που πραγματοποιήθηκε από το Εργαστήριο Επιχειρησιακής Στρατηγικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, μελετήθηκαν σε βάθος 108 Ε και Σ που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1997-2004. Τα αποτελέσματά της έδειξαν ότι το ποσοστό αποτυχίας των Ε και Σ στην Ελλάδα είναι κατά προσέγγιση 60%, επιβεβαιώνοντας τις αντίστοιχες διεθνείς έρευνες.

Η μη επίτευξη των αρχικών στόχων από την πλειοψηφία των Ε και Σ οφείλεται σε διάφορους παράγοντες, μερικοί εκ των οποίων είναι οι ακόλουθοι:

- **Προσωπικοί λόγοι των διευθυντικών στελεχών**, οι οποίοι οδήγησαν στην εξαγορά και πιθανά λόγοι προβολής και ιδίων συμφερόντων.
- Σε πολλές περιπτώσεις εξαγορών ή συγχωνεύσεων έχει παρατηρηθεί **έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής** βασιζόμενη σε ρεαλιστικά στοιχεία.
- **Μη ρεαλιστικές προσδοκίες**. Έχουν αναπτυχθεί θεωρίες σχετικά με τον τρόπο που θα πρέπει να υπολογίζονται οι πιθανές συνεργίες. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι υπερβολικές προσδοκίες δημιουργούν λανθασμένη εικόνα στην αγορά σχετικά με τις ικανότητες του νέου σχήματος και τελικά οδηγούν στην αποτυχία ανάπτυξης των αρχικών δεσμεύσεών του.
- **Υπερβολικό κόστος εξαγοράς**. Σύνηθες φαινόμενο αποτελεί η «σύγκρουση» μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης μιας Ε και Σ. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ως καλύτερη μέθοδο αυτή της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value). Επίσης σε πολλές περιπτώσεις έχουν παρατηρηθεί Ε και Σ, οι οποίες στηρίζονται είτε στην Εσωτερική Αξία (Book Value), είτε στη Χρηματιστηριακή Αξία - Τρέχουσα Αξία (Market Capitalization).
- **Οι περικοπές κόστους** που επιτυγχάνονται με τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος και τις συνέργειες, **είναι εφάπαξ περικοπές**.
- Το **διοικητικό και διαχειριστικό κόστος** που συνεπάγονται οι συγχωνεύσεις **είναι υψηλό**. Θα μπορούσε, όμως, να υποστηριχθεί ότι πρόκειται για εφάπαξ δαπάνη που συμψηφίζονται με τις περικοπές κόστους, λόγω συνεργιών.
- Το κοινωνικό κόστος είναι υψηλό, αφού στο 80% των συγχωνεύσεων και εξαγορών υπήρξε **μείωση της απασχόλησης** με απολύσεις προσωπικού.
- Σε μεσοπρόθεσμο διάστημα παρατηρούνται **συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες**, οι οποίες εμποδίζουν ή καθυστερούν την ενοποιημένη επιχείρηση, να αναπτύξει τα πλεονεκτήματα που θεωρητικά διαθέτει.
- **Αποτυχία γρήγορης συνένωσης κατά τη διάρκεια της Ε και Σ**, με αποτέλεσμα η καθυστέρηση που επέρχεται να αναστέλλει τα αρχικά σχέδια συγχώνευσης.

- **Συγκρουόμενα συμφέροντα και εσωτερικός ανταγωνισμός:** Προκύπτουν μεγάλες δυσκολίες προσαρμογής οι οποίες μειώνουν τα οφέλη, όπως η ενοποίηση της διαφορετικής φιλοσοφίας δράσης των επιχειρήσεων, των διαφορών στους εποπτικούς κανόνες, των διαφορετικών μισθολογίων, επιδομάτων και παροχών και του διαφόρου τρόπου ανέλιξης.

- **Το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης,** όπως είναι το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζεται από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις, και οι παράγοντες που αφορούν σε μεταβλητές πέραν της σφαίρας επιρροής της επιχείρησης.

- Εάν η **εγχώρια αγορά είναι απόλυτα ανταγωνιστική,** τότε υπάρχουν μικρά περιθώρια για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου και υπό την προϋπόθεση προσφοράς διαφοροποιημένων προϊόντων υψηλής ποιότητας και τεχνολογίας.

- **Η επικρατούσα οικονομική συγκυρία.** Μία εξαγορά ή συγχώνευση μπορεί να μην υλοποιηθεί ή να μην επιτύχει τους στόχους της, ως αποτέλεσμα αποκλειστικά της κατάστασης που επικρατεί εκτός της επιχείρησης και των μικροοικονομικών συνθηκών.

Μία E και Σ πρέπει να πραγματοποιείται μόνο αν τα αναμενόμενα οφέλη είναι περισσότερα από το απλό άθροισμα της παρούσας αξίας των επιχειρήσεων και των χρηματικών ροών τους. Η πραγματική αξία μιας E και Σ δε βρίσκεται στα έξοδα πραγματοποίησής της, ούτε στην προβλεπόμενη μελλοντική κερδοφορία της, αλλά στο κατά πόσο η συνεργία αυτή θα δημιουργήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην επιχείρηση και θα ενδυναμώσει τη θέση της στην αγορά έναντι των ανταγωνιστών.

Συνάγεται λοιπόν η δυσκολία εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης που πρόκειται να εξαγορασθεί. Τίθεται θέμα όχι μόνο λεπτομερούς ανάλυσης περιουσιακών στοιχείων και δεδομένων της επιχείρησης στόχου, αλλά κυρίως προσεκτικού υπολογισμού των μελλοντικών επιδράσεων σε όλα τα μεγέθη της επιχείρησης, των εσόδων, κερδών σε όρους αποδοτικότητας και κόστους, αλλά και των μειονεκτημάτων της συνεργίας.

Συμπεράσματα

Διαχρονικά, όλοι οι μετασχηματισμοί εταιρειών αντιμετωπίζουν σωρεία κινδύνων, άλλοτε μικρότερων, άλλοτε μεγαλύτερων. Αποτελούν φαινόμενο που μπορεί να επιλύσει διάφορα θέματα (οικονομικά, κοινωνικά, περιβαλλοντικά κ.α.) και ταυτόχρονα να δημιουργήσει στη θέση τους άλλα.

Σημασία έχει ο βαθμός προετοιμασίας καθεμίας από τις εταιρείες για να αντιμετωπίσει τους κινδύνους που αναμένονται ή που αιφνιδίως ανακύπτουν. Όσο πιο γρήγορα είναι τ' αντανάκλαστικά διαχείρισης και αποκατάστασης των εμφανιζομένων προβλημάτων, τόσο πιο γρήγορα επιτυγχάνεται η ουσιαστική ολοκλήρωση της συναλλαγής.

Η συνένωση (τουλάχιστον) δύο οργανισμών σε έναν, σε νομικό επίπεδο μπορεί να υλοποιηθεί με βάση το τεθέν ξ αρχής χρονοδιάγραμμα. Σε πραγματικό όμως επίπεδο έχει αυξημένο βαθμό δυσκολίας καθώς απαιτείται ενοποίηση συστημάτων (πληροφορικής, λογιστικής, εσωτερικού ελέγχου) και ομογενοποίησης της διαφορετικής νοοτροπίας του ανθρώπινου δυναμικού.

Για τους λόγους αυτούς, κρίνεται απαραίτητος ο προηγούμενος ιδιαίτερος προσεκτικός σχεδιασμός επίλυσης των θεμάτων, ο οποίος θα προσφέρει το πλεονέκτημα της άμεσης αντιμετώπισής των και θα έχει ως αποτέλεσμα την πρόοδο της ολοκλήρωσης της συναλλαγής βάσει του προγραμματισμού.

Άρθρα 5^{ου} Κεφαλαίου

1. "Risk in financial reporting: status, challenges and suggested directions" by Claudio Borio and Kostas Tsatsaronis, Bank for International Settlements, 2005

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Αξιολόγηση Εξαγορών και Συγχωνεύσεων ως προς την επιτυχία τους

Εισαγωγή

Εξετάζοντας τους λόγους για τους οποίους μια επιχείρηση αποφασίζει να προβεί σε μια εξαγορά ή συγχώνευση, και αντίστοιχα τους παράγοντες για τους οποίους μια τέτοια επιλογή τελικά δεν δικαιώνεται, γεννάται αβίαστα το ερώτημα αν η νέα εταιρεία που θα προκύψει θα επιτύχει να δημιουργήσει ίση ή και μεγαλύτερη αξία από τις προηγούμενες, ή θα οδηγήσει σε αντίθετα από τα αναμενόμενα αποτελέσματα.

Το ερώτημα αυτό αποτελεί διαχρονικά αντικείμενο ερευνών, προκειμένου να αποσαφηνιστεί ο αντίκτυπος που παρουσιάζουν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τις έρευνες είναι ότι τις περισσότερες φορές τα οφέλη των εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι περιορισμένα, μειώνοντας την αξία για τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Εντούτοις, οι ραγδαίες εξελίξεις στην οικονομία και η μεγάλη αύξηση του ανταγωνισμού, έχουν ως αποτέλεσμα την διόγκωση του φαινομένου.

Σε κάθε περίπτωση, σημαντικό ρόλο στην επιτυχή έκβαση της επιλογής αυτής παίζει ο προσεκτικός προηγούμενος έλεγχος της εταιρείας στόχου, καθώς και η γρήγορη υλοποίηση των απαιτούμενων ενεργειών ενοποίησης και ομογενοποίησης των οργανισμών που εμπλέκονται στο εγχείρημα.

6.1 Προϋποθέσεις επιτυχίας

Ορισμένες από τις προϋποθέσεις, οι οποίες αυξάνουν τις πιθανότητες επιτυχίας της συγχώνευσης ή εξαγοράς, είναι οι ακόλουθες:

(i) Η Διαδικασία Πραγματοποίησης

Η επιτυχής υλοποίηση μίας συγχώνευσης και ο βαθμός επιτυχίας της, επηρεάζονται άμεσα από τον τρόπο που έχει γίνει η προσφορά. Οι φιλικές εξαγορές τείνουν να είναι πιο επιτυχημένες συγκριτικά με τις επιθετικές εξαγορές .

(ii) Ο Κλάδος Δραστηριοποίησης

Μεγάλη μερίδα αναλυτών υποστηρίζει ότι εταιρείες με παρόμοια ή συμπληρωματικά προϊόντα και περιουσιακά στοιχεία έχουν περισσότερες πιθανότητες να πραγματοποιήσουν κάποια συγχώνευση με υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με εταιρείες με ασυσχέτιστα προϊόντα ή περιουσιακά στοιχεία.

Πολλοί όμως είναι οι υπέρμαχοι και της αντίθετης άποψης, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι εξίσου σημαντική αξία δημιουργούν και οι ασυσχέτιστες μεταξύ τους επιχειρήσεις, καθώς η χαμηλή συσχέτιση των διαφορετικών ταμειακών ροών των επιχειρήσεων δημιουργεί μικρότερο κίνδυνο και ταυτόχρονα οδηγεί σε διοικητικές ή χρηματοοικονομικές συνεργίες. Πολλοί δε από τους ερευνητές υποστηρίζουν ότι, ο βαθμός διαφοροποίησης των επιχειρήσεων, καθιστά τη σχέση μεταξύ της απόδοσης και της διαφοροποίησης μη γραμμική και, εκ του λόγου αυτού, αυξάνεται η απόδοση της συγχώνευσης.

Πρέπει όμως να ληφθεί υπ' όψη ότι η διαφοροποίηση των απόψεων επηρεάζεται άμεσα από την χρονική στιγμή εκπόνησης της εκάστοτε μελέτης, καθώς τα επιχειρήματα αμοτέρων των τοποθετήσεων καταρρίπτονται, όταν εξετάσουμε παρόμοιες περιπτώσεις σε διαφορετικές φάσεις του κλάδου και εν γένει της περιρρέουσας οικονομικής κατάστασης.

(iii) Ο χρόνος πραγματοποίησης

Η σύντομη, σε διάρκεια υλοποίησης, διαδικασία ενοποίησης των επιχειρήσεων (3-5 μήνες από την στιγμή της ανακοίνωσης μέχρι την ολοκλήρωσή της), αυξάνει τις πιθανότητες επιτυχίας απ' ότι μια πιο αργή μετάβαση. Όσο πιο αργά δημιουργηθεί η νέα εταιρεία, τόσο πιο αργά θα πραγματοποιηθούν και οι προσδοκώμενες συνεργίες. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της πραγματικής αξίας, αφού το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας και πρέπει να αρχίσει μέσα στο χρονοδιάγραμμα για να αποδώσει. Η μειωμένη παραγωγικότητα των εργαζομένων της εταιρείας στόχου και η πιθανότητα απώλειας

προμηθευτών και πελατών, σε συνδυασμό με την ανάλυση, εκ μέρους της εξαγοράζουσας εταιρείας, μέρους των πόρων της και της προσοχής της στις διαπραγματεύσεις, έχει ως αποτέλεσμα την καθυστέρηση δραστηριοποίησής της και ενίσχυσης της θέσης των ανταγωνιστών της στον κλάδο.

(iv) Το είδος του ανταλλάγματος που χρησιμοποιήθηκε

Οι εξαγορές που έγιναν με ανταλλαγή μετοχών παρουσίασαν μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με αυτές που έγιναν με χρήση μετρητών. Το γεγονός αυτό συμβαίνει κυρίως λόγω της μειωμένης ασυμμετρίας πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιρειών, αφού συνήθως αυτού του τύπου οι προσφορές γίνονται μεταξύ εταιρειών της ίδιας οικογένειας (μητρική-θυγατρική) εξασφαλίζοντας έτσι την αμοιβαία ροή αξιόπιστων πληροφοριών. Η υπεροχή των stock offers μπορεί επίσης ν' αποδοθεί στον περιορισμό του προβλήματος αντιπροσώπευσης στις εταιρείες στόχους, αφού η ιδιοκτησία μετοχών συνήθως είναι συγκεντρωμένη σε λίγους βασικούς μετόχους.

Η συνδρομή των προαναφερομένων προϋποθέσεων αυξάνει τις πιθανότητες επιτυχίας μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, χωρίς όμως να αποκλείει ταυτόχρονα τον κίνδυνο αποτυχίας τους.

Γενικά οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις προσδίδουν στην επιχείρηση οικονομική αξία, εφόσον βέβαια γίνει προσεκτική μελέτη και ανάλυση κάθε περίπτωσης ξεχωριστά και ληφθούν σοβαρά υπόψη τα παρακάτω ουσιώδη θέματα :

6.2 Ουσιαστικός Έλεγχος της υποψήφιας επιχείρησης

Μετά την εκ μέρους της επιχείρησης προσεκτική στάθμιση των δεδομένων και την συνακόλουθη επιβεβαίωση της εκτίμησης ότι η εξαγορά ή συγχώνευση είναι η ενδεδειγμένη διαδικασία ανάπτυξης για την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, ακολουθεί ο ουσιαστικός έλεγχος των υποψήφιας επιχειρήσεων με στόχο την ανάδειξη της πλέον κατάλληλης. Οι επιχειρήσεις εξετάζονται με κριτήριο :

- Την οικονομική θέση
- Την Εταιρική Κουλτούρα
- Τη θέση στην αγορά

- Το ανταγωνιστικό περιβάλλον

Αφού εξεταστούν προσεκτικά οι υποψήφιες επιχειρήσεις, επιλέγεται αυτή που αξιολογήθηκε ως η καταλληλότερη.

6.3 Διευκόλυνση διαδικασίας ενοποίησης

Ένα από τα πιο κρίσιμα προβλήματα που προκύπτει συνήθως σε μια εξαγορά ή συγχώνευση είναι η διαφορετικότητα της κουλτούρας κάθε επιχείρησης. Είναι απαραίτητη η κατανόηση και η εναρμόνιση των διαφορών που μπορεί να παρουσιάζει η κουλτούρα κάθε επιχείρησης, πριν δρομολογήσουμε την αλλαγή και την δημιουργία κοινών αξιών και μιας εταιρικής κουλτούρας.

Η αναγνώριση της κουλτούρας της επιχείρησης-στόχου και η διαπίστωση των ομοιοτήτων και των διαφορών της με την κουλτούρα της εξαγοράζουσας, μπορεί να επιτευχθεί με ποικίλους τρόπους. Ενδεικτικά, αναφέρονται η παρατήρηση της λειτουργίας της επιχείρησης, η ιεραρχική δομή καθώς και οι σχέσεις των εργαζομένων. Έτσι, φροντίζοντας να γίνει κατανοητή η επιχειρησιακή κουλτούρα της επιχείρησης-στόχου, η οποία διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην πραγματοποίηση μιας επιτυχημένης ενοποίησης με τα μεγαλύτερα δυνατά οικονομικά και στρατηγικά οφέλη, περιορίζουμε την περίπτωση εσφαλμένων εξαγορών και συγχωνεύσεων που δεν προσδίδουν αξία για τους μετόχους.

Στην περίπτωση σχετιζόμενων κλάδων δραστηριοτήτων και φιλικού κλίματος από την πλευρά των εργαζομένων της εταιρείας-στόχου, η ενοποίηση μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς προβλήματα .

Αντίθετα, στην περίπτωση κατά την οποία οι κλάδοι δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων διαφοροποιούνται, οι εργαζόμενοι της εξαγοραζόμενης είναι εχθρικοί και η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν έχει σημαντική εμπειρία στον νέο κλάδο, συνιστάται η διατήρηση της αυτονομίας .

Μια σημαντική παράμετρος που πολλές φορές εσφαλμένα δεν λαμβάνεται σοβαρά υπ' όψη από τις επιχειρήσεις είναι το ανθρώπινο δυναμικό. Όπως είναι λογικό, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις δημιουργούν αναστάτωση και φόβο κυρίως στους εργαζόμενους της επιχείρησης-στόχου καθώς το επαγγελματικό τους μέλλον κρίνεται αβέβαιο. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να δημιουργούνται εντάσεις στο εργασιακό περιβάλλον με αρνητικές συνέπειες στην παραγωγικότητα αλλά και στο ηθικό των εργαζομένων. Η επιχείρηση προκείμενου να αποφύγει μια τέτοια δυσάρεστη κατάσταση και τις συνέπειές της, θα πρέπει από την αρχή της ανακοίνωσης της εξαγοράς ή συγχώνευσης, να

επιδιώκει την επικοινωνία με τους εργαζόμενους όσο πιο συχνά και άμεσα γίνεται, με σκοπό την γνωριμία και την δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης και συνεργασίας.

Το έργο αρχικά της «συνύπαρξης» και στη συνέχεια «ανάμειξης και ομογενοποίησης» δύο οργανισμών συχνά απαιτεί μακροπρόθεσμη προσπάθεια που σε μεγάλο βαθμό συνίσταται τόσο στην εναρμόνιση των δομών, όσο και στην διατήρηση και στην παρακίνηση των ικανών στελεχών και του εργατικού δυναμικού). Ακόμα και σε περίπτωση απολύσεων, η επιχείρηση θα πρέπει να δείχνει έμπρακτο ενδιαφέρον απέναντι στους απολυθέντες και αν μπορεί, να τους βοηθήσει στην εύρεση εργασίας.

Εν κατακλείδι, οι ανθρώπινοι πόροι αποτελούν μείζονα παράγοντα για την επιτυχία των εξαγορών και συγχωνεύσεων με αποτέλεσμα τα τελευταία χρόνια όλο και περισσότερες επιχειρήσεις εστιάζουν την προσοχή τους σε θέματα που αφορούν την διοίκηση ανθρώπινου δυναμικού.



Πηγή: Παπαδάκης Μ. Βασίλης (2012), Στρατηγική των Επιχειρήσεων, Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 6^η έκδοση, Εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα, σελ. 55

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.: Κρίσιμοι Παράγοντες Επιτυχίας μίας Ε ή Σ

6.4 Στοιχεία από την εγχώρια αγορά

6.4.1 Γενική επισκόπηση

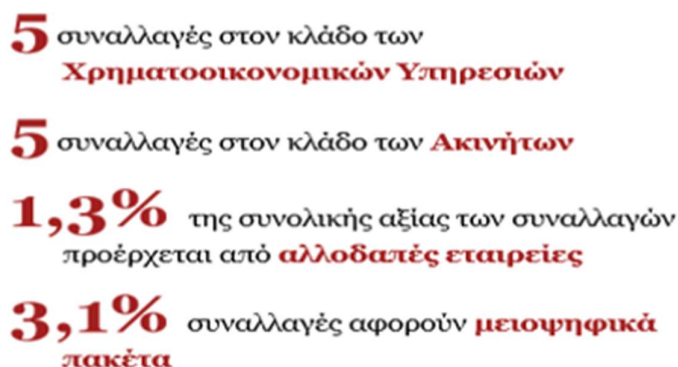
Σύμφωνα με μελέτη της PWC (Ιανουάριος 2017), η ελληνική οικονομία μετά από επτά χρόνια συνεχούς ύφεσης, παρουσίασε σημάδια σταθεροποίησης σε όρους Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Ωστόσο το επενδυτικό έλλειμα εξακολούθησε να εμποδίζει την οικονομική ανάπτυξη. Το έτος 2016, παρά την αύξηση των επενδύσεων, η επενδυτική δραστηριότητα παρέμεινε σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα από αυτά που είναι συμβατά με σημαντική και διατηρήσιμη οικονομική μεγέθυνση.

Το 2016, οι συνολικές επενδύσεις στην Ελλάδα ανήλθαν σε 12,4% του Α.Ε.Π., περίπου 7,1 πμ (ή περίπου € 13 δισ. ετησίως) χαμηλότερα από το μέσο όρο του 2000-2008. Η κατάρρευση του κατασκευαστικού κλάδου κατά 76% μεταξύ 2007 και 2016 σε συνδυασμό με τη συρρίκνωση των επενδύσεων στη βιομηχανία κατά 62%, εξηγούν σε μεγάλο βαθμό το επενδυτικό κενό στην ελληνική οικονομία.

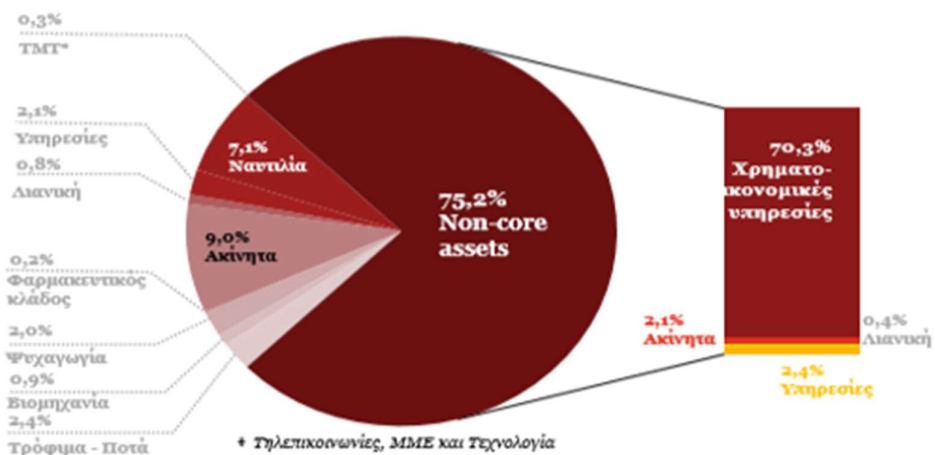
Ο αριθμός των Ε και Σ σημείωσε αύξηση το 2016 φτάνοντας στις 38 συναλλαγές αξίας € 4 δισ., περίπου τριπλάσιες σε σχέση με το 2015. Εξ αυτών οι πέντε μεγαλύτερες πλησίασαν τα € 3,8 δισ.

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

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1: Αγορά Ε και Σ 2016 στην Ελλάδα



Πηγή: «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα 2016» Αποεπένδυση των non-core assets από τις συστημικές Τράπεζες, PWC Ιανουάριος 2017



Πηγή: «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα 2016» Αποεπένδυση των non-core assets από τις συστημικές Τράπεζες, PWC Ιανουάριος 2017

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2: Αξία Ε και Σ 2016 στην Ελλάδα

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2: Οι 5 μεγαλύτερες Ε και Σ το 2016

Αγοραστής	Στόχος	Αξία συναλλαγής (C εκ.)
1 Qatar National bank (QNB Group)	Finansbank A.S. (99,8%)	2.750,0
2 Apollo Investments (100% θυγατρική της Jermyn Street Real Estate Fund)	Astir Palace Hotel SA (90,2%)	393,2
3 Goldman Sachs Asset Management, L.P. και η Deutsche Alternative Asset Management (Global) Ltd	NBG1 (11 Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών)	288,0
4 Cosco Shipping Lines CO.	Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς (51,0%)	280,5
5 ERGO International A.G	ΑΤΕ Ασφαλιστική ΑΕ (Τράπεζα Πειραιώς) (100%)	90,1
Συνολική αξία συναλλαγών		3.801,8

Οι 5 σημαντικότερες Ε&Σ αντιπροσωπεύουν το

86%

της συνολικής αξίας των συναλλαγών

Πηγή: «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα 2016» Αποεπένδυση των non-core assets από τις συστημικές Τράπεζες, PWC Ιανουάριος 2017

Οι 20 μεγαλύτερες συμφωνίες που ανακοινώθηκαν το 2016 στην Ευρώπη ανήλθαν σε αξία € 293 δισ. με τον κλάδο Τηλεπικοινωνιών, Μ.Μ.Ε. και Τεχνολογίας να αντιπροσωπεύει το 36% της αξίας αυτών.

Σύμφωνα με πιο πρόσφατη μελέτη της ίδιας εταιρείας (Απρίλιος 2019), η μεγαλύτερη σε διάρκεια και βαθύτερη κρίση της πρόσφατης ιστορίας στο δυτικό κόσμο, από την οποία η Ελλάδα εξήλθε επισήμως το 2018, άφησε τα σημάδια της στη χώρα καθώς, μεταξύ άλλων, οι αποτιμήσεις των εταιρειών κατέγραψαν μείωση σε ποσοστό 72% (μετά το 2012 ανακτήθηκαν σιγά-σιγά) και η παραγωγική βάση της οικονομίας μετατοπίστηκε από τις υπηρεσίες προς τη βιομηχανία και δραστηριότητες χαμηλής προστιθέμενης αξίας.

Λίγα όμως πράγματα άλλαξαν στη δομή της οικονομίας ως αποτέλεσμα της κρίσης, καθώς οι κορυφαίες εταιρείες σε όλους τους τομείς συρρικνώθηκαν σε μέγεθος, οι περισσότερες όμως παρέμειναν στην ίδια θέση, ενώ δεν υπήρχαν νέοι υποψήφιοι για να διεκδικήσουν μερίδιο της αγοράς.

2009			2016		
Rank	Company name	Revenues (in € bn)	Company name	Revenues (in € bn)	2009 Rank
1	HELPE	6,76	HELPE	6,61	1
2	CCHBC Group	6,54	Motor Oil Group	6,36	6
3	PPC Group	6,03	CCHBC Group	6,22	2
4	OTE Group	5,96	PPC Group	5,17	3
5	OPAP Group	5,44	OPAP Group	4,23	5
6	Motor Oil Group	3,94	OTE Group	3,91	4
7	Viohalco Group	2,30	Viohalco Group	3,11	7
8	Ellaktor Group	2,27	Alfa-Beta Vassilopoulos S.A.	2,18	10
9	Marinopoulos S.A.	1,93	Ellaktor Group	1,94	8
10	Alfa-Beta Vassilopoulos S.A.	1,39	Titan Group	1,51	11

Entry Exit

Πηγή: “10 years of crisis, smaller but unreformed corporate economy”, PWC April 2019

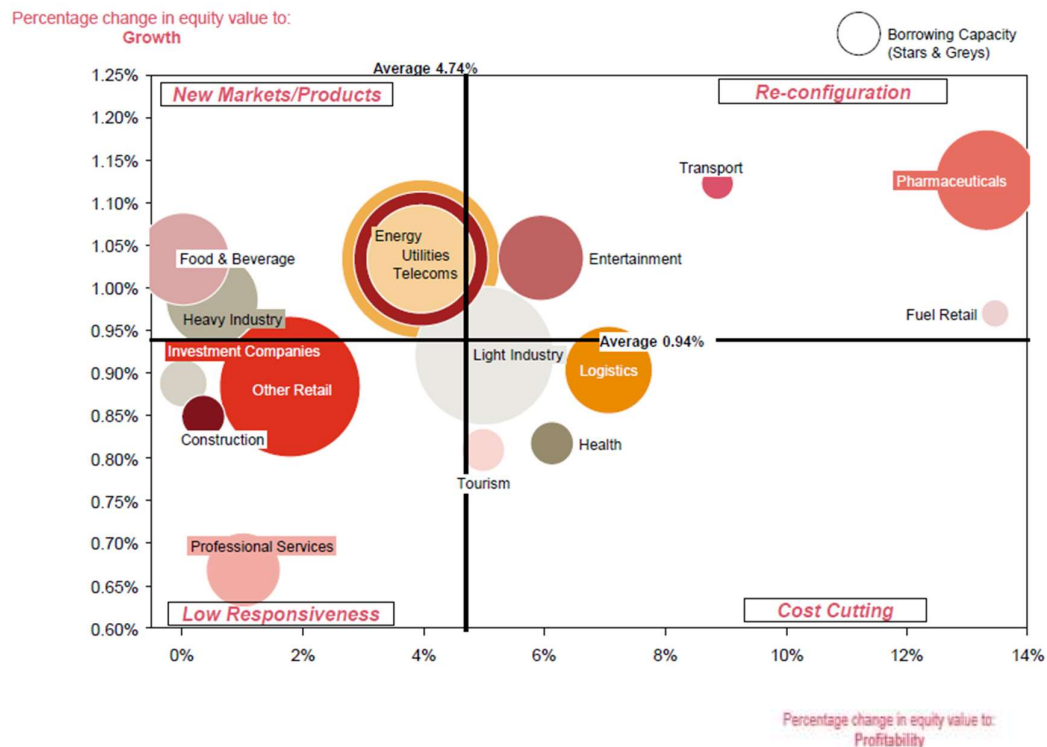
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3: Οι 10 κορυφαίες σε έσοδα εταιρείες τα έτη 2009 και 2016 στην Ελλάδα

Το οικονομικό μοντέλο της Ελλάδας όπως έχει αναπτυχθεί κατά τη διάρκεια της κρίσης, είναι ασυμβίβαστο με τη συστηματική ανάπτυξη. Δεν οδηγείται από την κατανάλωση, καθώς οι εξαγωγές δεν χρηματοδοτούνται. Δεν οδηγείται ούτε από τις επενδύσεις, καθώς οι επιχειρήσεις είναι απρόθυμες να επενδύσουν ή αδύναμες να ενσωματώσουν την καινοτομία. Δεν υποστηρίζεται από τον κρατικό φορέα, ο οποίος δεν επενδύει, δε διευκολύνει την ιδιωτική οικονομία και καταναλώνει περισσότερους πόρους απ’ ότι πρέπει.

Παρά το οικονομικό σοκ που υπέστη, η οικονομία δεν τροποποιήθηκε. Αντιθέτως, ως επί το πλείστον διατήρησε τη δομή της, αντιστάθηκε στην αλλαγή, αποστραγγίστηκε από τις επενδύσεις, αποδυναμώθηκε η τεχνολογική βάση της και απώλεσε προστιθέμενη αξία. Υπάρχουν δύο στρατηγικές δημιουργίας αξίας για τις επιχειρήσεις που εξέρχονται από την κρίση:

- Επιτάχυνση Ανάπτυξης
- Βελτίωση Περιθωρίων Λειτουργίας

Το κόστος του κεφαλαίου διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην απόφαση επιλογής στρατηγικής. Όταν το κόστος κεφαλαίου είναι υψηλό, οι στρατηγικές που επεκτείνουν τα περιθώρια υπερτερούν εκείνων που επιταχύνουν την ανάπτυξη. Η βιωσιμότητα του χρέους προσθέτει μικρή ή καθόλου αξία στην εταιρεία σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνας. Κάθε εταιρεία αντιμετωπίζει μια διαφορετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και κερδοφορίας. Σε ορισμένες βιομηχανίες, όπως Τρόφιμα και Ποτά, Κατασκευές, Εστίαση, η τόνωση της ανάπτυξης θα αποφέρει υψηλότερες αποδόσεις. Άλλες βιομηχανίες όπως ο Τουρισμός και η Υγεία, πρέπει να επικεντρωθούν κυρίως στη μείωση του κόστους πριν υιοθετήσουν στρατηγικές ανάπτυξης.



Πηγή: “10 years of crisis, smaller but unreformed corporate economy”, PWC April 2019

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4: Στρατηγικές για τη δημιουργία αξίας

Για να θέσουν σε κίνηση και να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη, οι επιχειρήσεις πρέπει να στραφούν στην υλοποίηση έργων, η απόδοση των οποίων υπερβαίνει το μακροπρόθεσμο κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Η δυναμική όμως της οικονομίας δεν πρόκειται ν' αλλάξει χωρίς πολιτικό σοκ. Ειδικότερα: οι μεμονωμένες εταιρικές στρατηγικές είναι απίθανο να θέσουν σε κίνηση μια υψηλή και βιώσιμη ανάπτυξη σε ολόκληρη την οικονομία.

Πρέπει να εφαρμοστούν ταυτόχρονα τρεις γενικές πολιτικές με στόχο την αποκατάσταση συνθηκών που ευνοούν τον μακροπρόθεσμο προγραμματισμό και τις επενδύσεις, καθώς και την κινητοποίηση πόρων σε ολόκληρη την οικονομία.

► Πρώτον, το εταιρικό τοπίο πρέπει να καθαριστεί από τις ζημιογόνες εταιρείες (Ζόμπι) με γρήγορο ρυθμό. Οι εκτεταμένες διαδικασίες εκκαθάρισης χρησιμεύουν για τη μεταφορά της ζήτησης στις βιώσιμες εταιρείες (Star και Grey), για την αποδέσμευση των περιουσιακών στοιχείων στην παραγωγική οικονομία, ενώ ταυτόχρονα βελτιώνουν τη ρευστότητα των συναλλαγών. Ταυτόχρονα, το τραπεζικό σύστημα πρέπει να εκκαθαριστεί από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, τα οποία απορροφούν τα εποπτικά κεφάλαια, ώστε να ξαναρχίσουν οι δανειοδοτήσεις προς την οικονομία.

► Δεύτερον, πρέπει να ξεκινήσει μια καλά οργανωμένη προσπάθεια οικοδόμησης εμπιστοσύνης με ένα σαφές και πειστικό σχέδιο για το μέλλον. Αυτό θα βοηθήσει στη μείωση του κρατικού κινδύνου και θα δώσει την ευκαιρία σε διεθνείς στρατηγικούς επενδυτές να εξετάσουν τις ελληνικές επιχειρήσεις, οι οποίες όχι μόνο επέζησαν της χειρότερης κρίσης αλλά και βελτίωσαν τη δική τους ανταγωνιστικότητα.

► Τρίτον, ως αποτέλεσμα των επενδύσεων, η οικονομία θα επανεξισορροπηθεί σε υπηρεσίες και προϊόντα υψηλότερης προστιθέμενης αξίας και θα επεκταθεί σε νέες αγορές. Οι συνεκτικές τομεακές δημόσιες πολιτικές για την προώθηση του μεγέθους, την παραχώρηση χρηματοδότησης για την τελευταία φάση της Έρευνας & Ανάπτυξης (R & D), την συσσωμάτωση της ζήτησης και της προσφοράς και της ομαδοποίησης είναι απαραίτητες για τη διευκόλυνση αυτής της αλλαγής

Η κληρονομιά της κρίσης είναι βαριά αλλά καλά κρυμμένη και σταδιακά μορφοποιεί την Ελλάδα σε μια πιο πρωτόγονη φυσική παραγωγική βάση με λιγότερη παροχή υπηρεσιών, τροφοδοτούμενη με ελάχιστες επενδύσεις και «διψασμένη» για καινοτομία.

6.4.2 Τραπεζικός κλάδος

Ειδικά για τον τραπεζικό κλάδο και με κύριο γνώμονα τη συστημική ευστάθεια, από την αρχή της οικονομικής ύφεσης μέχρι το 2016, τα συστημικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας, Τράπεζα Πειραιώς, Alpha Bank και EFG Eurobank Ergasias εξαγόρασαν συνολικά 18 τράπεζες, πέντε εκ των οποίων ήταν συνεταιριστικές και είχαν μικρή επίδραση στα οικονομικά μεγέθη των εξαγοραζουσών. Συνεπεία της ανωτέρω συγκέντρωσης άλλαξε δραματικά ο τραπεζικός χάρτης, καθώς τον Μάιο 2016 οι 4 μεγαλύτερες τράπεζες είχαν τον έλεγχο ποσοστού 97% του μεριδίου αγοράς, όταν το 2005 ήλεγχαν μόλις το 59% της αγοράς.

Αποτιμώντας δυναμικά και όχι στατικά τις εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο, είναι αλήθεια ότι η συστημική ευστάθεια επετεύχθη.

Ακόμη και την περίοδο της διάχυτης αβεβαιότητας για την τύχη της Ελλάδος ή την περίοδο των stress tests, η ύπαρξη συστημικών τραπεζών με ευρωπαϊκά standards αποδείχθηκε καθοριστική εξέλιξη για την διάσωση του τραπεζικού κλάδου.

Η λογική ότι όσο πιο μεγάλη είναι η τράπεζα τόσο μικρότερες πιθανότητες έχει να την αφήσουν να χρεωκοπήσει, πρώτη φορά διαγνώστηκε από τον τότε διοικητή της ΤΤΕ Γεώργιο Προβόπουλο και τον τότε Πρόεδρο Δ.Σ. της Τράπεζας Πειραιώς Μιχάλη Σάλλα, ο οποίος εγκαίρως διέγνωσε ότι για να διασωθούν κάποιες τράπεζες – συστημικές – πρέπει κάποιες άλλες να εξαγοραστούν. Έτσι λοιπόν εφαρμόστηκε η λύση της εξυγίανσης και της διάσπασης των τραπεζών σε good και bad bank.

Αν σήμερα, υποθετικά μιλώντας, υπήρχαν και οι 18 Τράπεζες που εξαγοράστηκαν, το πιθανότερο σενάριο είναι ότι ακόμη και μέρος των συστημικών τραπεζών θα είχε χρεωκοπήσει. Το ωστικό κύμα της χρεωκοπίας θα είχε παρασύρει στο χάος όλο το τραπεζικό σύστημα. Με αυτό το κίνητρο, μόνο οι 4 συστημικές τράπεζες ανακεφαλαιοποιήθηκαν το 2013 από το ΤΧΣ με 25 δισεκ. κεφάλαιο και 14 δισεκ. funding gap.

Με όρους ελεύθερου ανταγωνισμού, το ελληνικό banking πρωτοτυπεί, καθώς διαθέτει το πλέον συγκεντρωτικό σύστημα στην Ευρώπη και το δεύτερο παγκοσμίως. Ταυτόχρονα, η συγκέντρωση αυτή δεν έχει αποδώσει με οικονομικούς όρους, αφού χάθηκαν 39 δισεκ. του ΤΧΣ λόγω της επένδυσης στις συστημικές Τράπεζες. Οι εναλλακτικές όμως λύσεις ήταν δύο: είτε συγχωνεύσεις επιθετικού τύπου για να διασωθούν οι 4, είτε χρεωκοπία για όλες μαζί.

Με βάση τα γεγονότα, ως πιο επιτυχημένη εξαγορά Τράπεζας στην Ελλάδα απεδείχθη αυτή της Εμπορική Bank από την Alpha Bank.

Η Credit Agricole, βασικός μέτοχος της Εμπορική Bank, ουδέποτε κατανόησε την ελληνική τραπεζική λογική, με αποτέλεσμα η Τράπεζα να καταγράψει ζημίες 13-14 δισεκ. ευρώ τα τελευταία 7-8 χρόνια πριν την εξαγορά της.

Το πείραμα της γαλλικής Credit Agricole στην Ελλάδα ήταν απολύτως αποτυχημένο, καθώς το 2012 η Τράπεζα είχε ήδη 44% μη εξυπηρετούμενων δανείων. Στο μόνο τομέα που έδειξε τον σωστό δρόμο, ήταν στην έγκαιρη καταγραφή των προβληματικών δανείων.

Η Εμπορική, με 18,2 δισεκ. ενεργητικό, αύξησε το συνολικό ενεργητικό της Alpha bank στα 70 δισεκ., ενώ διέθετε εκείνη την περίοδο και 5 δισεκ. προβλέψεις.

Το 27% των δανείων του ομίλου Alpha bank ήταν της Εμπορικής bank.

Προσθέτως, η Τράπεζα της Ελλάδας υποχρέωσε τη Credit Agricole, κατά την αποχώρησή της από την Εμπορική Bank, να καταβάλει στην Alpha Bank περίπου 3 δισεκ. ευρώ σε κεφάλαιο, προκειμένου η τελευταία να εξαγοράσει την Εμπορική.

Η συγκεκριμένη συναλλαγή και η συνετή διαχείριση από την Διοίκηση της Alpha Bank, σηματοδότησε την μεγάλη αλλαγή της τράπεζας και μεγιστοποίησε τα οφέλη που αποκόμισε, με αποτέλεσμα να έχει θετική καθαρή θέση, διαχρονικά την καλύτερη χρηματιστηριακή συμπεριφορά και τα καλύτερα αποτελέσματα στα stress tests των τελευταίων ετών. Η μεταγενέστερη εξαγορά της Citibank προσέδωσε 900 εκατ. καταθέσεις στον ισολογισμό της Alpha Bank και 480 χιλιάδες πελάτες, αλλά δεν ήταν τόσο καθοριστική.

Η δεύτερη πιο επιτυχημένη συναλλαγή ήταν η εξαγορά από την Τράπεζα Πειραιώς της Αγροτικής Τράπεζας και των υποκαταστημάτων των τριών κυπριακών τραπεζών.

Η ATE Bank, όπως έδειξε η πορεία ενσωμάτωσής της στην Πειραιώς, ήταν μια καλή τράπεζα, με αποτέλεσμα τον Ιούλιο του 2012 το ενεργητικό της τελευταίας να εκτιναχθεί από τα 49-51 δισεκ. στα 74 δισεκ..

Η Αγροτική είχε 14,7 δισεκ. ενεργητικό και 21,4 δισεκ. παθητικό, διαφορά που κάλυψε το ΤΧΣ με funding gap, και δάνεια το ήμισυ των οποίων ήταν στεγαστικά καλής ποιότητας και υψηλής απόδοσης.

Η Αγροτική μέσω του ΤΧΣ συνεισέφερε κεφάλαια και ρευστότητα στην Πειραιώς, ενώ από το σκέλος των συνεργειών αποδείχθηκε ιδιαίτερα αποτελεσματική εξαγορά.

Το καλοκαίρι του 2013 ακολούθησε το μπαράζ των εξαγορών των τριών κυπριακών τραπεζών. Η Λαϊκή Τράπεζα Κύπρου πρώην Marfin συμμετείχε στο ενεργητικό της Πειραιώς με 13 δισεκ., η Κύπρου με 9 δισεκ. η Ελληνική με 1 δισεκ. ενώ ακολούθησαν η Millennium bank με 5 δισεκ. η Geniki bank με 3 δισεκ. και η Πανελλήνια με 600 εκατ., εκτινάσσοντάς το ενεργητικό της στα τέλη του 2015 στα 85,9 δισεκ. ευρώ και τις καταθέσεις στα 38 δισεκ. ή 29% μερίδιο αγοράς και στα δάνεια 30%.

Από τις εξαγορές η Πειραιώς απέκτησε μεγάλο όγκο αλλά και πολλά προβλήματα, ειδικά στο σκέλος του AQR, όπου αρνητικοί πρωταγωνιστές ήταν η Geniki, μέρος των κυπριακών τραπεζών και ορισμένα δάνεια της Millennium Bank.

Όμως τόσο η Societe Generale, τότε ιδιοκτήτης της Geniki Bank, όσο και η Πορτογαλική BCP, η οποία ήλεγχε την Millennium Bank, κατέβαλαν κεφάλαια στην Πειραιώς συμμετέχοντας στην αύξηση κεφαλαίου με 328 εκατ και 275 εκατ ευρώ αντίστοιχα.

Με τον τρόπο αυτό η Πειραιώς κατάφερε να συγκεντρώσει σημαντικά κεφάλαια από τις εξαγορές. Στην ουσία, όπως και οι λοιπές συστημικές τράπεζες, πληρωνόταν για να εξαγοράζει.

Η Πειραιώς κατέβαλε 524 εκατ ευρώ για να εξαγοράσει τα υποκαταστήματα των τριών κυπριακών τραπεζών. Παράλληλα εξαγόρασε τα στοιχεία ενεργητικού, κατά βάση τα δάνεια, αναπροσαρμόζοντας τις χορηγήσεις των κυπριακών τραπεζών στην εύλογη αξία, άλλως ειπείν αγόρασε με έκπτωση (discount) τα δάνεια των κυπριακών τραπεζών. Μετά την εξαγορά, η Πειραιώς ενέγραψε στο ισολογισμό της 3,81 δισεκ. ευρώ αρνητική υπεραξία (negative goodwill), ενώ η καθαρή αρνητική υπεραξία διαμορφώθηκε στο α' εξάμηνο του 2013 στα 3,509 δισεκ. ευρώ που ήταν και το όφελος της τράπεζας.

Μετά ταύτα, οι μεν κυπριακές τράπεζες έδωσαν στην Πειραιώς 3,5 δισεκ. κεφάλαια ως λογιστικό και πραγματικό όφελος, η δε ΑΤΕ έδωσε καλά ποιοτικά στοιχεία στον ισολογισμό της και από κοινού αποτέλεσαν το πιο ενδιαφέρον ενεργητικό που απέκτησε η τράπεζα.

Το μεγάλο σχέδιο του Διοικητή της ΤΤΕ, Γεωργίου Προβόπουλου, ήταν οι τέσσερις τράπεζες να είναι σχετικά ισότιμες. Για να επιτευχθούν λοιπόν συστημικές ισορροπίες, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο δόθηκε με εντολή της ΤΤΕ στην Eurobank.

Η πιο σημαντική στρατηγική απόφαση της Eurobank ήταν ότι κράτησε αυτόνομο το δίκτυο του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, με αποτέλεσμα η εκροή καταθέσεων να είναι αναλογικά μικρότερη έναντι του κλάδου. Αν είχε απορροφηθεί πλήρως, το ΤΤ θα είχε χάσει περισσότερες καταθέσεις.

Το ΤΤ έδωσε στην Eurobank 6,8 δισεκ. δάνεια και 10,5 δισεκ. καταθέσεις συν το funding gap που κάλυψε το ΤΧΣ. Η ρευστότητα της Τράπεζας και η σχέση δανείων προς καταθέσεις βελτιώθηκαν αισθητά, καθώς διέθετε πλέον 73,8 δισεκ. ενεργητικό, 40 δισεκ. δάνεια και 30,5 δισεκ. καταθέσεις.

Η Eurobank κέρδισε από αυτό τη συναλλαγή, ενώ τα δάνεια αυξήθηκαν κατά 10 δισεκ. και κατά 4% το μερίδιο αγοράς.

Σε αντιδιαστολή με το ΤΤ, η Proton bank με 600 εκατ δάνεια και 28 καταστήματα δεν πρόσθεσε διακριτή αξία στην Eurobank πέραν ορισμένων στελεχών και του δικτύου της.

Τέλος, τον Ιούλιο του 2013 η Εθνική Τράπεζα εξαγόρασε την Probank παίρνοντας ενεργητικό/καταθέσεις 3,1 δισεκ. και 2,5 δισεκ. δάνεια. Συγκριτικά με τα μεγέθη της Εθνικής ήταν ελάχιστη συμμετοχή, ήταν όμως ποιοτική και αναβάθμισε τα χαρτοφυλάκια της.

Στη συνέχεια, η εξαγορά της FBBank είχε από δυσδιάκριτη ως αρνητική επίδραση στην Εθνική, η οποία λόγω πλέον μεγέθους δεν ενισχύθηκε περαιτέρω με εξαγορές.

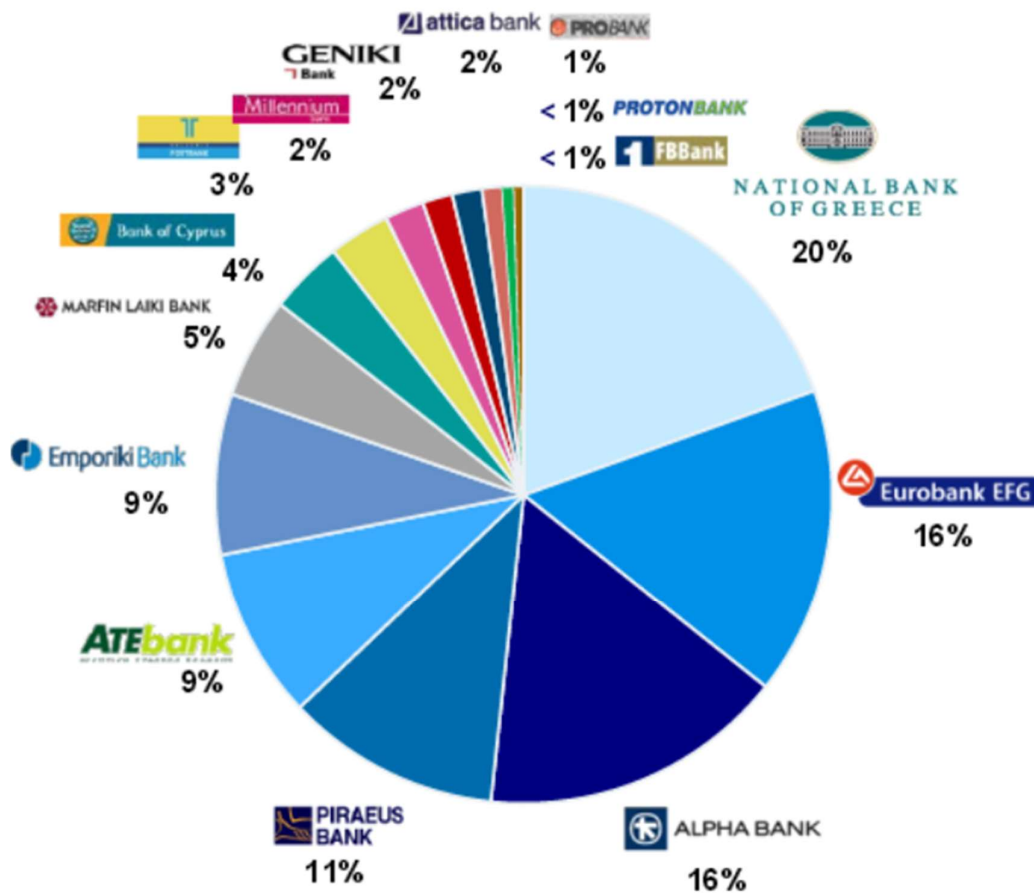
Το 2016 η Finansbank πουλήθηκε στο QNB Group (Qatar National Bank) 2,75 δισεκ., αφήνοντας συνολική αρνητική επίδραση στα αποτελέσματα της Εθνικής 3,9 δισεκ. ζημία.

Η Εθνική διαθέτει δύο πανίσχυρα πλεονεκτήματα και ένα εξίσου ισχυρό μειονέκτημα.

Τα πλεονεκτήματα είναι ότι διαθέτει τον υψηλότερο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας και την καλύτερη σχέση δανείων προς καταθέσεις. Δηλαδή σε κεφάλαια και ρευστότητα η Εθνική είναι η καλύτερη από τις άλλες τράπεζες.

Όμως πάσχει στην παραγωγή εσόδων από την Ελλάδα καθώς η Finansbank πουλήθηκε χωρίς να προκύπτουν συνέργειες.

Κατακερματισμένος τραπεζικός τομέας



Μερίδιο αγοράς δανείων

Πηγή: <http://www.bankingnews.gr/τραπεζικά-νέα>

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.5: Ο τραπεζικός κλάδος και τα μερίδια αγοράς το 2009

Συμπεράσματα

Από την, εν τοις πράγμασι, ενοποίηση των οργανισμών που εμπλέκονται σε μία εξαγορά και συγχώνευση κρίνεται σε μεγάλο βαθμό η επιτυχής ολοκλήρωση ενός μετασχηματισμού. Ουδόλως υποτιμώνται οι συντρέχουσες συγκυρίες στην περιρρέουσα οικονομική κατάσταση, ή στον κλάδο δραστηριοποίησης των εμπλεκόμενων εταιρειών. Πλην όμως, η στοχευμένη και άμεση διευθέτηση των θεμάτων που ανακύπτουν από την διαχείριση των ανθρώπινων πόρων, αδιαμφισβήτητα επιταχύνει την εμφάνιση των θετικών αποτελεσμάτων που αναμένονται, όταν οι εργαζόμενοι νοιώθουν μέλη ενός συνόλου με κοινό στόχο.

Στο επίπεδο εγχώριας αγοράς, η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων, δεν είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντική. Μετά από επτά χρόνια συνεχούς ύφεσης, η ελληνική οικονομία παρουσίασε σημάδια σταθεροποίησης σε όρους Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος, πλην όμως η οικονομική ανάπτυξη συνέχισε να εμποδίζεται από το επενδυτικό έλλειμα. Εξίσου αποθαρρυντικός είναι και ο απολογισμός διαφοροποίησης της δομής της οικονομίας, παρά την διάρκεια και την σοβαρότητα της ύφεσης των τελευταίων ετών.

Εξαίρεση στο τοπίο αποτέλεσε η κινητικότητα των ελληνικών Τραπεζών και η εξαγορά δεκαοκτώ ιδρυμάτων από τα τέσσερα συστημικά. Η συγκέντρωση στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν αναγκαία και παρά το γεγονός ότι σε μερικές περιπτώσεις οι αποφάσεις που ελήφθησαν ήταν «άγαρμπες», άπαντες συμφωνούν ότι ήταν επιβεβλημένες.

Άρθρα 6^{ου} Κεφαλαίου

1. "Risk in financial reporting: status, challenges and suggested directions" by Claudio Borio and Kostas Tsatsaronis, Bank for International Settlements, 2005
2. «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα 2016» Αποεπένδυση των non-core assets από τις συστημικές Τράπεζες, PWC Ιανουάριος 2017
3. "10 years of crisis, smaller but unreformed corporate economy", PWC April 2019

Ηλεκτρονικές Πηγές

1. <http://www.bankingnews.gr/τραπεζικά-νέα/item/253662-από-τις-18-συγχωνεύσεις-τραπεζών-τα-τελευταία-3-χρόνια-ποιες-ήταν-οι-πιο-επιτυχημένες>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Παράγοντες επιτυχίας και αποτυχίας των Ε και Σ

Εισαγωγή

Η επιτυχία ή αποτυχία μιας συμφωνίας συγχώνευσης ή εξαγοράς εξαρτάται από πληθώρα παραγόντων οι οποίοι επηρεάζονται τόσο από το εσωτερικό όσο και το εξωτερικό περιβάλλον. Η επιτυχία μιας τέτοιας συμφωνίας είναι το προσδοκώμενο αποτέλεσμα, ωστόσο πάντα υπάρχει η πιθανότητα αποτυχίας.

Σημαντικό παράγοντα αποφυγής μιας αποτυχημένης συμφωνίας αποτελεί ο προσεκτικός σχεδιασμός των κινήσεων που ακολουθούνται και η εφαρμογή με ακρίβεια των παραγόντων που την επηρεάζουν όπως είναι η ύπαρξη στρατηγικού οράματος, η διαρκής παρακολούθηση υλοποίησής του μετασχηματισμού με επιμέλεια και συνέπεια, ο τρόπος χρηματοδότησης του εγχειρήματος κ.α.

Αντιθέτως, αρνητικά αποτελέσματα μπορεί να έχουν διάφοροι εξωτερικοί αστάθμητοι παράγοντες, η ανεπαρκής αξιολόγηση των δεδομένων πριν τη λήψη απόφασης ενέργειας του εγχειρήματος, η καθυστέρηση της διαδικασίας ενοποίησης κ.α.

7.1. Στρατηγικό όραμα

Ο βασικότερος παράγοντας όλων είναι η ύπαρξη στρατηγικού οράματος. Το στρατηγικό όραμα αποσκοπεί στη δημιουργία μακροπρόθεσμων ανταγωνιστικών προτερημάτων και συμβάλλει στην ενίσχυση των οικονομιών κλίμακας, στη διεύρυνση του τομέα δραστηριοποίησης της εταιρείας, την γνώση καθώς και το γεωγραφικό πεδίο. Αν το στρατηγικό όραμα στοχεύει στην επίτευξη οικονομιών κλίμακας τότε η επιχείρηση θέτει ως προτεραιότητες τη μεγαλύτερη αποδοτικότητα και τη μείωση των δαπανών, με αποτέλεσμα να πλεονεκτεί βάσει μεγέθους. Επιπλέον, οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται για την αύξηση του γεωγραφικού πεδίου στοχεύουν στην επέκταση σε περισσότερες και μεγαλύτερες αγορές. Ωστόσο, όποιο και αν είναι το όραμα της επιχείρησης, η πραγματική ανάπτυξή της πρέπει να είναι ο βασικός σκοπός και όχι τόσο η μείωση των δαπανών, γι' αυτό και το στρατηγικό όραμα αποτελεί ένα από τα πιο κρίσιμα ζητήματα.

7.2. Επιμέλεια και αφοσίωση κατά την υλοποίηση

Τη συνέχεια του στρατηγικού οράματος για επιτυχή συγχώνευση αποτελεί η οφειλόμενη επιμέλεια και αφοσίωση σε αυτό. Σημαντική λεπτομέρεια για να πραγματοποιηθεί είναι η τοποθέτηση μελών και των δύο επιχειρήσεων σε διαφορετικά λειτουργικά επίπεδα. Η επιμέλεια αφορά στη μελέτη των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης, ενεργητικού και παθητικού, καθώς, επίσης, και των μη οικονομικών στοιχείων όπως είναι για παράδειγμα η συγχώνευση εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς τομείς.

7.3. Δομή συμφωνίας - Τρόπος χρηματοδότησης

Η επιτυχία μιας συμφωνίας πηγάζει και από τη σωστή δομή της, αλλά και τον τρόπο χρηματοδότησής της. Η νέα επιχείρηση θα επιβαρυνθεί με υψηλές πληρωμές χρέους, γι' αυτό κρίνεται απαραίτητο να δομηθεί μια συμφωνία που θα προστατεύει τα συμφέροντά της και ένας κατάλληλος τρόπος χρηματοδότησης για να μην οδηγηθεί σε αποτυχία.

Πολλές επιχειρήσεις που σκοπεύουν να προβούν σε εξαγορές είναι διατεθειμένες να καταβάλουν υπέρρογκα ποσά για να τις πετύχουν. Αρκετές όμως φορές, είτε από αλαζονεία και υπέρμετρη αυτοπεποίθηση των στελεχών για την απόφασή τους, είτε από έλλειψη εξονυχιστικού ελέγχου της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης – στόχου, η εξαγοράστρια επιχείρηση κλείνει τη συμφωνία και βρίσκεται σε δυσχερή κατάσταση έχοντας να αντιμετωπίσει μια υπερχρεωμένη εταιρεία – στόχο.

7.4. Σχεδιασμός και ολοκλήρωση

Μια επιτυχημένη συγχώνευση επιβάλλει τον κατάλληλο σχεδιασμό της πριν αυτή γίνει πραγματικότητα. Για το λόγο αυτό απαιτείται να παρθούν αποφάσεις ζωτικής σημασίας όπως είναι η νέα ηγεσία, το χρονοδιάγραμμα και η δομή για την αποπεράτωση της διαδικασίας. Αρχικά, πρέπει να τοποθετηθούν οι κατάλληλοι άνθρωποι στις σωστές θέσεις ώστε να κατανεμηθούν οι ρόλοι και οι ευθύνες ανάλογα. Οι συμμετέχοντες, έτσι, οφείλουν να συντονίσουν και να αναπτύξουν γρήγορα τις προσπάθειες επικοινωνίας για να καθορίσουν τις εργασίες που πρέπει να εκτελεστούν από τους υφιστάμενους εργαζομένους.

Η νέα διεύθυνση και το νέο Διοικητικό Συμβούλιο στις συγχωνεύσεις ενδεχομένως να δημιουργήσει προβλήματα εχθρότητας και να καθυστερήσει τη συμφωνία, πρόβλημα το οποίο αντιμετωπίζεται μόνο με απόδοση κοινών ευθυνών και με ανακοίνωση της νέας διοίκησης προτού ανακοινωθεί η συμφωνία. Έτσι, κρίνεται απαραίτητη η επιλογή του νέου διοικητικού συμβουλίου πριν κλειστεί η συμφωνία για να είναι έτοιμο να λάβει δράση αμέσως μετά τη σύναψη της. Επιπλέον, απαραίτητο είναι να γίνουν γνωστά πριν την Ε και Σ, οι ημερομηνίες για την λήψη των αποφάσεων και την επίτευξη των στόχων, διότι με σωστό προγραμματισμό η επιτυχία της συμφωνίας γίνεται εφικτή. Όσα αναφέρθηκαν προηγουμένως σε συνδυασμό με την ολοκλήρωση της διαδικασίας για τη σύναψη συμφωνίας οδηγούν σε επιτυχή Ε και Σ.

Έτσι, κατά την ολοκλήρωση της πρέπει να υπάρχει σωστός προγραμματισμός και να επιτευχθεί η σωστή πραγματοποίησή του. Για το λόγο αυτό, είναι ωφέλιμο ο συνδυασμός των επιχειρήσεων που συγχωνεύτηκαν να διαθέτουν την απαραίτητη γνώση, τους πόρους καθώς και την αμοιβαία αφοσίωση ώστε να συμπορευθούν φτάνοντας ψηλά τη νέα εταιρεία χωρίς να καταστρέψουν την πρόσθετη αξία κατά τη διαδικασία ολοκλήρωσης.

7.5. Εξωτερικοί παράγοντες

Πολλοί εξωτερικοί και αστάθμητοι παράγοντες μπορούν να επηρεάσουν και τελικά να κρίνουν την επιτυχή ή μη έκβαση της Ε και Σ. Αρχικά, η οικονομική κατάσταση που επικρατεί μπορεί να μεταβληθεί ανά πάσα στιγμή, γεγονός που μπορεί να συμβάλλει για παράδειγμα στην απώλεια πελατών. Ωστόσο, υπάρχει η πιθανότητα μία εκ των επιχειρήσεων που συγχωνεύτηκαν να επηρεαστεί από τη τύχη ενός συνεργάτη και να παρεκτραπεί της πορείας της. Όλοι αυτοί οι παράγοντες είναι δύσκολο να προβλεφθούν και να αντιμετωπιστούν με αποτέλεσμα να επηρεάσουν μια επιτυχημένη συγχώνευση.

Από την άλλη μεριά εύκολα μπορεί μια συμφωνία Ε και Σ να οδηγηθεί σε αποτυχία έπειτα από τη συμβολή ορισμένων παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί σχετίζονται με το ανθρώπινο δυναμικό που συμμετέχει στη συμφωνία, από ανεπαρκή στοιχεία και πολλά άλλα. Όπως προαναφέρθηκε, ο ανθρώπινος παράγοντας συμβάλλει καθοριστικά στην αποτυχία μιας συγχώνευσης δημιουργώντας δυσκολίες στην ενοποίηση των επιχειρήσεων. Αυτή η δυσκολία προκύπτει από την αδυναμία συνεργασίας των διευθυντικών στελεχών να εκκινήσουν τη διαδικασία ενοποίησης λόγω διαφορετικής κουλτούρας των εταιρειών, διαφορετικού τομέα δραστηριοποίησης, συστημάτων ελέγχου και χρηματοοικονομικών συστημάτων. Όλα αυτά έχουν ως αποτέλεσμα να χρονοτριβήσει αρκετά η διαδικασία και τελικά να μην καταλήξει σε συμφωνία.

7.6. Ανεπαρκής αξιολόγηση

Η σημαντικότερη αιτία αποτυχίας, ωστόσο, είναι η ανεπαρκής αξιολόγηση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς. Η εταιρεία που θα πραγματοποιήσει την εξαγορά κατά τον έλεγχο, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να υπερεκτίμησε τα πλεονεκτήματα που θα αποκόμιζε από την εταιρεία στόχο ή δεν υπολόγισε σωστά τα κόστη που θα προέκυπταν μετά τη συμφωνία.

Επιπλέον, πολλές συμφωνίες Ε&Σ γίνονται με σκοπό την ανάπτυξη της δύναμης και του μεγέθους της επιχείρησης, με αποτέλεσμα την ανυπαρξία στρατηγικού οράματος. Στην έλλειψη οράματος ελλοχεύει ο κίνδυνος να μην πραγματοποιηθούν οι αρχικοί στόχοι της συμφωνίας καθώς και οι σωστές συνεργίες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα άτυχων Ε και Σ είναι οι τράπεζες, οι οποίες εξαγοράζουν από φόβο μήπως το μικρό του μέγεθος τις καταστήσει ευάλωτες σε εξαγορές.

7.7. Αρνητικές επιπτώσεις της καθυστέρησης ενοποίησης

Άλλος ένα παράγοντας που συμβάλλει αρνητικά στην επίτευξη μιας συμφωνίας Ε και Σ είναι ο χρόνος που μεσολαβεί από την ανακοίνωση μέχρι την ολοκλήρωση της. Όσο πιο αργά δημιουργηθεί η νέα εταιρεία, τόσο πιο αργά θα πραγματοποιηθούν και οι συνεργίες. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση της πραγματικής αξίας, αφού το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας και πρέπει να αρχίσει μέσα στο χρονοδιάγραμμα για να αποδώσει.

7.8. Ανθρώπινος παράγοντας

Αρνητικές είναι οι επιπτώσεις από το κόστος μειωμένης παραγωγικότητας των εργαζομένων, εφόσον είναι αρκετοί εκείνοι που κατέχουν καίριες θέσεις και από φόβο να μη χάσουν τα κεκτημένα τους αποχωρούν για να αναζητήσουν αλλού εργασία.

Εκτός της απώλειας των εργαζομένων, υπάρχει πιθανότητα απώλειας προμηθευτών και πελατών. Οι προμηθευτές βρίσκονται σε κατάσταση αβεβαιότητας αν η νέα επιχείρηση θα συνεχίσει τη συνεργασία και υπό ποιους όρους, με αποτέλεσμα να σπεύδουν στην αναζήτηση νέων πελατών σε περίπτωση διακοπής της συνεργασίας.

Από τη δική τους μεριά οι πελάτες αναρωτιούνται αν η νέα επιχείρηση θα καλύπτει τις ανάγκες τους, ενώ οι ανταγωνιστές βρίσκουν την ευκαιρία να εκμεταλλευτούν την αγωνία τους και τους προσελκύουν.

Βέβαια, η καθυστέρηση αυτή προσφέρει την δυνατότητα στους ανταγωνιστές να ενισχύσουν τη δική τους θέση. Αυτό συμβαίνει λόγω της καθυστέρησης της ενοποίησης, όπου η εξαγοράζουσα εταιρία αφιερώνει ένα μέρος των πόρων της και της προσοχής της στις διαπραγματεύσεις, με αποτέλεσμα να καθυστερεί η δραστηριότητα της και οι ανταγωνιστές να την εκτοπίζουν και να δυναμώνουν τη θέση τους στον κλάδο.

7.9. Ρόλος στελεχών

Σημαντικό παράγοντα στην αποτυχία των Ε και Σ αποτελεί ο ρόλος των στελεχών. Στελέχη των δύο εταιριών και άτομα διαφόρων ειδικοτήτων, τα οποία δεν έχουν συνεργαστεί ξανά, διαπραγματεύονται, επεξεργάζονται τα διάφορα στοιχεία που έχουν στη διάθεση τους και αναλύουν τις απόψεις τους σχετικά με τη συμφωνία της Ε και Σ μέσα σε σχετικά σύντομο χρονικά διάστημα. Αυτή η χρονική πίεση οδηγεί συνήθως τη διαπραγμάτευση στο κενό και αποτυγχάνει, αφού κάθε στέλεχος εκφράζει την άποψή του εστιάζοντας σε συγκεκριμένο τομέα της επιχείρησης. Με τον τρόπο αυτό δεν δύναται η δυνατότητα λεπτομερούς ανάλυσης των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων της συμφωνίας

Όλοι οι παράγοντες που προαναφέρθηκαν, αποτελούν τους βασικούς άξονες στους οποίους μπορεί να κινηθεί κανείς για να συνειδητοποιήσει αν μια επιχείρηση οδηγήθηκε σε μια επιτυχή ή αποτυχημένη συμφωνία Ε και Σ.

Για τον προσδιορισμό της επιτυχίας μιας εξαγοράς μπορεί κανείς να το δει από πολλές οπτικές γωνίες. Αρχικά, μπορεί κανείς να αξιολογήσει τις Ε και Σ από την πλευρά της εταιρείας – στόχου ή της εταιρείας που θα προβεί στην εξαγορά ή, ακόμα, να την εξετάσει

από την πλευρά του πλούτου των μετόχων. Στη συνέχεια, ένα ευρύ φάσμα ενδιαφερόμενων επηρεάζεται από μια εξαγορά, όπως είναι οι διευθυντές, οι εργαζόμενοι και οι πελάτες, διότι τα συμφέροντα των εν λόγω ενδιαφερόμενων αποκλίνουν και έτσι για μερικούς εξ αυτών μπορεί να είναι ευεργετική μια εξαγορά, ενώ για άλλους επιζήμια. Ωστόσο για να προχωρήσει κανείς σε μια συγχώνευση ή μια εξαγορά πρέπει να γνωρίζει πώς να μεταφράζει τις θεωρητικές συνεργίες σε πραγματικό κέρδος, πώς να αναγνωρίζει και να αντιμετωπίζει απρόβλεπτες συνέπειες, καθώς και πώς να προσαρμόζεται στα γεγονότα που λαμβάνουν χώρα. Ορισμένα από όλα αυτά μπορούν να προέλθουν και από λάθη που μπορούν να συμβούν, αλλά η αποτελεσματική μάθηση όλων αυτών απαιτεί συνεχή εξέταση της προόδου και των προβλημάτων και όλα αυτά μέσα σε ένα πλαίσιο προβληματισμού που ενισχύει τη συνεχή βελτίωση. Αυτό υποβοηθάται από τη συνεχή και προσεκτική μελέτη δεδομένων. Επιπλέον, η επιτυχής καθοδήγηση για μια συμφωνία E και Σ απαιτεί μια σταθερή ροή επιχειρησιακών πληροφοριών σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οργανώνεται ένα πλάνο για μια συμφωνία E και Σ αλλά και το πώς τα στελέχη αντιδρούν σε αυτό.

Αυτές οι πληροφορίες βοηθούν τα διευθυντικά στελέχη να παρακολουθούν την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας που ακολουθείται, καθώς και να δίνουν περισσότερη προσοχή στα θέματα όπου θα επιδράσουν περισσότερο στην επιτυχή έκβαση της συμφωνίας. Σχετικά με τα οφέλη από τις E και Σ, οι εταιρείες που πραγματοποιούν περισσότερες από μια εξαγορές ετησίως έχουν περισσότερα κέρδη από εκείνες που πραγματοποιούν μόνο μια. Επίσης, το 74% των συμφωνιών της έρευνας που πέτυχαν, όφειλαν την επιτυχία τους σε διευθυντές με πολύ μεγάλη πείρα στις E και Σ.

Συμπεράσματα

Με βάση τα ανωτέρω αναφερόμενα, διαμορφώθηκαν τρία βασικά στοιχεία που μπορούν να οδηγήσουν μια συμφωνία Ε και Σ σε επιτυχία και είναι:

α) να ενημερώνονται περιοδικά οι διευθυντές για τα τεκταινόμενα, προκειμένου να διασφαλίζουν τη διαρκή και αδιάλειπτη ενημέρωσή τους για οτιδήποτε συμβαίνει και να είναι σε θέση να διαθέτουν δεδομένα αξία μελέτης για να προβούν σε νέες Ε και Σ,

β) να μελετούν με μεγάλο βαθμό προσοχής όλες τις μεθόδους που εφαρμόζουν οι εταιρείες και τις διαδικασίες που ακολουθούν, και τέλος,

γ) να υπάρχει ένα μεταβατικό στάδιο πραγματοποίησης Ε και Σ ξεκινώντας αρχικά από μικρές εξαγορές και αργότερα να κινείται σε μεγαλύτερες.

Βιβλιογραφία 7^{ου} Κεφαλαίου

1. Κυριαζής, Δημήτριος Α.: «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές» (2007), Αθήνα, εκδόσεις Μπατσιούλας Ν. & Σ.
2. Πασιούρας Φ., Δούμπος Μ., Ζοπουνίδης Κ., 2006

Άρθρα

1. "Risk in financial reporting: status, challenges and suggested directions" by Claudio Borio and Kostas Tsatsaronis, Bank for International Settlements, 2005
2. A framework for the human resources role in managing culture in mergers and acquisitions, Marks & Mirvis, 2011

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΥΠΟΘΕΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ

Η ανάληψη της επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρείας «ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΓΕΝΙΚΟΥ ΕΜΠΟΡΙΟΥ» (ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ) από την εταιρεία «ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΥΠΕΡΑΓΟΡΕΣ ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε.» (ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ) την 1^η Μαρτίου 2017, σε νομικό επίπεδο δεν αποτελεί τυπική περίπτωση μετασηματισμού επιχείρησης, σε λειτουργικό όμως επίπεδο φέρει όλα τα χαρακτηριστικά που απαντώνται σε εξαγορές και συγχωνεύσεις.

8.1 ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ

Στα μέσα της δεκαετίας του '40 οι αδελφοί Σπύρος Σκλαβενίτης (1927-2006) και Ιωάννης Σκλαβενίτης (1924-1993) με καταγωγή από την Λευκάδα, άρχισαν να διαθέτουν στην Κεντρική Αγορά Αθηνών σε συσκευασία καρτέλας προϊόντα όπως μπαχαρικά, κεχρί και κανναβούρι.

Το 1954, μαζί με τον φίλο τους Μιλτιάδη Παπαδόπουλο (1920-1999) ιδρύουν την εταιρεία «Σ. Σκλαβενίτης & Σια Ο.Ε» με έδρα στην Αθήνα (Πετράλωνα) και δραστηριότητα τη χονδρική πώληση τροφίμων σε παντοπωλεία και το 1971 ανοίγουν το πρώτο Σούπερ Μάρκετ στο Δήμο Περιστερίου Αττικής.

Τα σημαντικά σημεία της ιστορίας της ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ είναι τα ακόλουθα:

- Το 1965 η έδρα της εταιρείας «Σ. Σκλαβενίτης & Σια Ο.Ε» μεταφέρεται σε ιδιόκτητη αποθήκη στο Περιστέρι Αττικής.
- Το 1967, η εταιρεία «Ι. Σκλαβενίτης και Σια Ο.Ε.» ιδρύει την ΤΗΛΕΞΥΠ, την πρώτη εταιρεία τηλεφωνικών παραγγελιών στην Ελλάδα.
- Το 1971, ιδρύεται το πρώτο S/M της εταιρείας το Κεντρικό, εκεί όπου στεγάζονταν τα κεντρικά γραφεία της Διοίκησης μέχρι τα μέσα του έτους 2016.
- Το ίδιο έτος οι εταιρείες «Σ. Σκλαβενίτης & Σια Ο.Ε.» και «Ι. Σκλαβενίτης και Σια Ο.Ε.» συγχωνεύονται και δημιουργείται η «Ι. & Σ Σκλαβενίτης Α.Ε.Ε.».
- Τον Δεκέμβριο του 1998, ιδρύεται το πρώτο Hyper Market της εταιρείας στο Δήμο Νέας Χαλκηδόνας.
- Το 2006 φεύγει από την ζωή ο Σπύρος Σκλαβενίτης. Μετά τον θάνατο του, τα παιδιά του εξαγοράζουν τα ποσοστά των υπολοίπων μετόχων.

- Το 2007 η εταιρεία προχωρά στην εξαγορά 19 καταστημάτων της αλυσίδας S/M Παπαγεωργίου.
- Το 2010 η εταιρεία προχωρά στην εξαγορά 11 καταστημάτων της εταιρίας S/M Ατλάντικ.
- Το 2013 εξαγοράζει 5 καταστήματα της εταιρείας S/M Μπαλάσκας, 4 καταστήματα της εταιρείας S/M Δούκας και 9 καταστήματα της εταιρίας S/M EXTRA Πρώτα και Φθηνά.
- Το 2014 προχωρά στην λειτουργία σύγχρονου κέντρου LOGISTICS στην Ελευσίνα Αττικής.
- Τον Ιανουάριο του 2015, η εταιρεία εισέρχεται στην αγορά της Κρήτης, εξαγοράζοντας από την εταιρεία S/M Βερόπουλος, το 60% του συνόλου των μετοχών της αλυσίδας Χαλκιαδάκης, η οποία λειτουργούσε 38 καταστήματα.
- Τον Ιανουάριο του ίδιου έτους, η εταιρεία εξαγοράζει το 100% των μετοχών της Makro Cash & Carry Ελλάδος, η οποία λειτουργούσε 9 καταστήματα χονδρικής, εντός και εκτός του Ν. Αττικής.
- Τον Σεπτέμβριο του έτους 2015, ιδρύει στην Κόρινθο το πρώτο κατάστημα της εταιρείας εκτός του λεκανοπεδίου της Αττικής.

Σε επίπεδο Ομίλου, το έτος 2016 η ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ διέθετε 158 καταστήματα (111 με την επωνυμία «Ι. & Σ Σκλαβενίτης Α.Ε.Ε», 38 με την επωνυμία Χαλκιαδάκης και 9 καταστήματα χονδρικής Makro Cash & Carry) σε 11 μεγάλες πόλεις της Ελλάδας και απασχολούσε περίπου 10.500 εργαζομένους, στηριζόμενη διαχρονικά στο τρίπτυχο: Ευχαριστημένοι Πελάτες / Ευτυχισμένο Προσωπικό / Ευχαριστημένοι Προμηθευτές.

8.2 ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ

Το 1893 ο Δημήτριος Μαρινόπουλος με καταγωγή από την Ελίκη Αιγιαλείας, ανοίγει το πρώτο φαρμακείο στη Νεάπολη της Αθήνας, και μετά το άνοιγμα και άλλων, πρωτοποριακών για την εποχή τους, φαρμακείων, η οικογένεια μπαίνει μεταπολεμικά (1949) στη βιομηχανική παραγωγή φαρμάκων με την ίδρυση της φαρμακοβιομηχανίας ΦΑΜΑΡ, εταιρείας παραγωγής φαρμάκων και καλλυντικών για λογαριασμό τρίτων στην Ευρώπη.

Το 1962 η οικογένεια μπαίνει στο λιανικό εμπόριο με τη δημιουργία των πρώτων – ουσιαστικά - σούπερ μάρκετ στη χώρα, τα επονομαζόμενα ως καταστήματα αυτοεξυπηρέτησης, με την επωνυμία Self Service Μαρινόπουλος. Σταδιακά έρχεται η συμφωνία με το γαλλικό όμιλο Le Printemps, συμφωνία που έφερε περαιτέρω ανάπτυξη και διεύρυνση του δικτύου πωλήσεων, καθώς τα καταστήματα μετονομάζονται σε Prisunic Μαρινόπουλος ή αλλιώς PM, όπως έγιναν γνωστά για περίπου 20 χρόνια.

Το 1999, όταν η εταιρεία είχε ήδη περάσει στην τρίτη γενιά Μαρινόπουλων, υλοποιείται νέα συμφωνία με Γάλλους, μέσω του project Carrefour-Μαρινόπουλος, με τους δύο ομίλους να συμμετέχουν από 50% - 50%. Οι Γάλλοι, είχαν ανακάμψει στην ελληνική αγορά λιανικού εμπορίου μέσω των καταστημάτων Continent από το 1992.

Είκοσι χρόνια αργότερα από τον ερχομό τους στην Ελλάδα, οι Γάλλοι αποφασίζουν να αποχωρήσουν από το σχήμα Carrefour-Μαρινόπουλος, πουλώντας τη συμμετοχή τους στην ελληνική οικογένεια, η οποία ανέλαβε κατ' επέκταση όλη την ευθύνη, τα οφέλη και τους κινδύνους. Στην οικογένεια Μαρινόπουλου αποφασίζουν να κρατήσουν μόνοι τους την εταιρεία, με στόχο να την επαναφέρουν σε αναπτυξιακή τροχιά και να την καταστήσουν κερδοφόρα. Εκείνη την εποχή (2010 - 2012), η εταιρεία λειτουργούσε περίπου 800 καταστήματα, εκ των οποίων τα 41 ήταν μεγάλα υπερμάρκετ και τα 290 σούπερ μάρκετ.

Όμως η συγκυρία ήταν πολύ δύσκολη για το λιανικό εμπόριο της Ελλάδος. Μετά τη φυγή των Γάλλων από τα Carrefour η οικογένεια δεν μπόρεσε να βρει τις λύσεις ώστε να κρατήσει το αγοραστικό κοινό στα καταστήματά της, εν μέσω μεγάλου ανταγωνισμού αλλά και της χειρότερης κρίσης στη χώρα, με αποτέλεσμα ο όμιλος Μαρινόπουλου να παρουσιάζει μειωμένο κύκλο εργασιών διαδοχικά από το 2010 και εντεύθεν, χωρίς να καταφέρει να βρει απαντήσεις.

Σε επίπεδο Ομίλου, το έτος 2016 η ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ απασχολούσε 12.000 εργαζόμενους και ήταν ένας από τους πέντε μεγαλύτερους εργοδότες της χώρας, μετά από ομίλους όπως ΜΙG, ΔΕΗ, ΟΤΕ και ΕΥΔΑΠ, με κύκλο εργασιών ίσο με ποσοστό 1% του εθνικού ΑΕΠ.

8.3 Απόφαση εξυγίανσης

Τον Φεβρουάριο του έτους 2016, οι εταιρείες ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ και ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ ανακοίνωσαν την πρόθεση ίδρυσης νέας, κοινής εταιρείας για τη λειτουργία και ανάπτυξη υπεραγορών σε όλη την Ελλάδα. Η νέα εταιρεία αρχικά θα διαχειριζόταν τη λειτουργία των 33 υπεραγορών συνολικής έκτασης 160.000 τ.μ. που διέθετε η ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ σε μεγάλα αστικά κέντρα, με κύκλο εργασιών ανερχόμενο το 2015 σε 325 εκατ. ευρώ και προσωπικό περίπου 3.000 εργαζόμενους.

Λόγω όμως της αυξανόμενης πίεσης από τους απλήρωτους προμηθευτές και την υπό κατάρρευση αγορά, ο σχεδιασμός γρήγορα αναδιαμορφώθηκε και η ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ, μαζί με τις εταιρείες συμφερόντων της, «Ξυνός», «Express M» και «Πειραιϊκόν», στις 30 Σεπτεμβρίου 2016 κατέθεσαν ενώπιον του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών αιτήσεις για την υπαγωγής τους σε καθεστώς προστασίας και εξυγίανσης, σύμφωνα με τις διατάξεις του Πτωχευτικού Κώδικα, οι οποίες συζητήθηκαν στις 19 Οκτωβρίου 2016.

Η νεοσυσταθείσα εταιρεία «ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΥΠΕΡΑΓΟΡΕΣ ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε» (νέα εταιρεία) ήταν ο «λευκός ιππότης που θα αναλάμβανε τη διάσωση της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ και είχε ως μοναδικό μέτοχο και εγγυητή στο όλο εγχείρημα την «Ι. & Σ. ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε.».

Το ποσοστό των πιστωτών που τελικώς συνήνεσε στη συμφωνία εξυγίανσης βάσει των άρθρων 106β και 106θ ανήλθε σε 70,2%, αρκετά πάνω από το 60% που απαιτείται για την κατάθεση της σχετικής αίτησης, ενώ το ποσοστό των ενέγγυων πιστωτών που συνήνεσαν ανήλθε σε 64,5%.

Τα βασικά σημεία του επιχειρηματικού σχεδίου 21 ετών για τη νέα εταιρεία, η οποία θα λειτουργούσε υπό τον έλεγχο της ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ, ήταν τα ακόλουθα:

- Οι τέσσερις υπό εξυγίανση εταιρείες να ενοποιηθούν σε μία νομική οντότητα.
- Η νέα εταιρεία να ακολουθήσει το μοντέλο λειτουργίας του ομίλου ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ, οδηγώντας έτσι στην επίτευξη παρόμοιου επιπέδου μεικτού κέρδους σε σύντομο χρονικό διάστημα μετά την ένταξη της νέας εταιρείας στον όμιλο. Η τιμολογιακή πολιτική να είναι ενιαία για όλα τα καταστήματα του ομίλου και της νέας εταιρείας, με δυνατότητα η νέα εταιρεία να μπορεί να έχει την επιλογή περισσότερων προωθητικών ενεργειών στα καταστήματα της επαρχίας όπου η ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ δεν δραστηριοποιείτο.
- Όσον αφορά στις πωλήσεις, οι προβλέψεις που κατατέθηκαν ήταν οι ακόλουθες:
 - Για το πρώτο έτος μετά την επικύρωση της συμφωνίας εξυγίανσης αύξηση του κύκλου εργασιών σε 1,03 δισ. ευρώ. Σημειώνεται, ότι το 2015 ο ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ έκλεισε με τζίρο 1,27 δισ. ευρώ.
 - Για το δεύτερο έτος αύξηση του κύκλου εργασιών κατά 17%.
 - Για το τρίτο έτος αύξηση του κύκλου εργασιών κατά 9%.
 - Για το τέταρτο και πέμπτο έτος αύξηση του κύκλου εργασιών κατά 2%.
 - Για το έκτο και έβδομο έτος αύξηση του κύκλου εργασιών κατά 1%.
 - Από το όγδοο έτος και έπειτα εκτιμάται ότι ο κύκλος εργασιών θα παραμείνει σταθερός στα επίπεδα του έβδομου έτους μέχρι και τη λήξη του επιχειρηματικού σχεδίου.

Επί των αιτήσεων εξυγίανσης εκδόθηκε τον Ιανουάριο 2017 η υπ' αριθ. 8/2017 απόφαση του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών, η οποία τις έκανε δεκτές και επικύρωσε το περιεχόμενό τους.

8.4 Ολοκλήρωση της συναλλαγής

Στις 28 Φεβρουαρίου 2017 η συναλλαγή ολοκληρώθηκε με την υπογραφή σχετικού ιδιωτικού συμφωνητικού και πρωτοκόλλου παράδοσης-παραλαβής, ενώ από

την 1^η Μαρτίου 2017, τα εναπομείναντα σημεία πώλησης του ομίλου ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ ενσωματώθηκαν πλήρως στο δίκτυο καταστημάτων της ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ και το σύνολο των εργαζομένων μεταφέρθηκε από την μία εταιρεία στην άλλη με διατήρηση των δικαιωμάτων τους.

Για τις ανάγκες της νέας εταιρείας εκδόθηκε κοινοπρακτικό ομολογιακό δάνειο ύψους 352 εκατ. ευρώ με εταιρική εγγύηση της «Ι. & Σ. ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε.». Το επιτόκιο ορίστηκε σε euribor +1,5%, η διάρκεια σε 15 έτη, ενώ δόθηκε τετραετής περίοδο χάριτος από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συναλλαγής. Η αποπληρωμή κατανεμήθηκε σε 10 ισόποσες ή άνισες δόσεις και προβλέφθηκε επίσης δόση balloon (δηλαδή στη λήξη θα καταβληθεί το 70% του αρχικού κεφαλαίου).

Το δάνειο αυτό εκταμιεύθηκε εντός είκοσι ημερών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συναλλαγής και από τα τέλη Μαρτίου 2017 ξεκίνησε η αποπληρωμή των πιστωτών της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ. Περίπου τριακόσια είκοσι εκατομμύρια (320.000.000) ευρώ «έπεσαν» στην αγορά μέσα σε έξι μήνες δίνοντας ανάσα, και σε μερικές περιπτώσεις σανίδα σωτηρίας, στις ελληνικές επιχειρήσεις.

Η αύξηση του κύκλου εργασιών σχεδιάστηκε να επιτευχθεί κυρίως μέσω της αναπλήρωσης του αποθέματος στα καταστήματα πρώην ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ, ενώ παράλληλα θα πραγματοποιείται και το επενδυτικό σχέδιο το οποίο προβλέπει πλήρη ανακαίνιση μεγάλου αριθμού καταστημάτων όλων των κατηγοριών έως το τέλος του τέταρτου έτους.

- Το πρώτο έτος με αναμενόμενα θετικά καθαρά αποτελέσματα είναι το τέταρτο με πρόβλεψη για κέρδη μετά από φόρους 281.000 ευρώ. Το πρώτο έτος ξεκινά με πρόβλεψη καθαρών ζημιών 82,78 εκατ. ευρώ. Το 21ο έτος γίνεται η πρόβλεψη για καθαρά κέρδη 22,19 εκατ. ευρώ.
- Λειτουργική κερδοφορία αναμένεται σε όρους κερδών προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων από το δεύτερο έτος, στα 6,23 εκατ. ευρώ, ενώ από το έβδομο έτος αναμένεται αυτά να σταθεροποιηθούν σε 48,2 εκατ. ευρώ ετησίως.
- Η διοίκηση αναμένει θετικές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ύψους 21,7 εκατ. ευρώ και 28,2 εκατ. ευρώ το τρίτο και τέταρτο έτος αντιστοίχως, ενώ αναμένει σωρευτικές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ύψους 667 εκατ. ευρώ περίπου από το 5ο έως το 21ο έτος.

8.5 Απολογισμός

Δυόμιση χρόνια μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής, ο απολογισμός του εγχειρήματος είναι θετικός. Αποφεύχθηκε η άτακτη κατάρρευση της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ,

διασώθηκαν οι θέσεις εργασίας και 2.000 προμηθευτές εισέπραξαν περίπου 350.000.000 ευρώ.

Το δυσκίνητο δίκτυο της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ που ταλανίστηκε τα τελευταία χρόνια, φαίνεται να επιστρέφει στην κανονικότητα. Η κουλτούρα της οικογενειακής και ελεγχόμενης από τους μετόχους επιχείρησης (ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ) μεταλαμπαδεύεται, περιορίζοντας την κουλτούρα της πολυεθνικής επιχείρησης, η οποία λειτουργεί ελεγχόμενη από κάποιο απομακρυσμένο κέντρο στο εξωτερικό (ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ).

Ωστόσο, πρέπει να γίνουν ακόμη πολλά για την πλήρη ενοποίηση δικτύου, προσωπικού και συστημάτων. Πρόκειται για ενέργειες που πρέπει να "τρέχουν" ταυτόχρονα με την εξυπηρέτηση του δανεισμού που ελήφθη για την απόκτηση της χειμαζόμενης αλυσίδας – το 2017 το χρηματοοικονομικό κόστος ήταν 40,184 εκατ. ευρώ–, την υλοποίηση του business plan και των επόμενων κινήσεων και επενδύσεων που έχουν δρομολογηθεί.

Ο "κανιβαλισμός" με το υπάρχον δίκτυο της ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ περιορίστηκε στο 5%. Δηλαδή το πρώην δίκτυο της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ κατάφερε να πάρει πίσω τον τζίρο που έχασε, όχι από το δίκτυο της ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ, αλλά κυρίως από τους υπόλοιπους ανταγωνιστές του κλάδου, οι οποίοι επωφελήθηκαν όταν αυτό φυλλορροούσε.

Το 2018, σε επίπεδο ομίλου, ο τζίρος ξεπέρασε τα 3 δισ. ευρώ, ενώ οι πωλήσεις "έτρεξαν" με χαμηλό διψήφιο ποσοστό. Σε επίπεδο μητρικής, ο τζίρος έπιασε 2,45 δισ. ευρώ. Σήμερα το δίκτυο της ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ αριθμεί 503 καταστήματα, εκ των οποίων 415 Σκλαβενίτης, 18 βρίσκονται στην Κύπρο, 18 καταστήματα φέρουν την ταμπέλα Κρόνος, 39 είναι καταστήματα Χαλκιάδακης και 13 είναι τα καταστήματα χονδρικής The Mart.

Οι ενδείξεις είναι ευοίωνες, αλλά ο ανταγωνισμός των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο είναι έντονος. Τα αποτελέσματα των αμέσως επομένων ετών θα δείξουν αν τελικά το στοίχημα θα κερδηθεί!

Ηλεκτρονικές Πηγές 8ου Κεφαλαίου

1. <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3349234/sklabenitis-duo-xronia-meta-ti-diasosi-tis-marinopoulos>

2. <https://www.liberal.gr/economy/marinopoulos-apo-to-mikro-farmakeio-stous-megaluterous-ergodotes-tis-choras/62007>

3. <https://www.kathimerini.gr/877260/article/oikonomia/epixeirhseis/oi-stoxoi-poy-8etei-o-sklaveniths-gia-th-diaswsh-toy-marinopoyloy> ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ 01.10.2016

ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΟΛΕΣ ΟΙ ΠΗΓΕΣ

Ελληνική

1. Ζερδελής Δημήτρης, Εργατικό Δίκαιο, Ατομικές Εργασιακές Σχέσεις, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, Γ' Έκδοση 2015
2. Ζερδελής Δημήτριος, Η Προστασία από την απόλυση μετά τον ν.4611/2019, ΕΕργΔ 2019, τ.4
3. Κάμπης Δημήτρης, Σημειώσεις του μαθήματος «Αποτίμηση, Συγχωνεύσεις και εξαγορές Επιχειρήσεων»
4. Κουκιάδης Ιωάννης, Εργατικό Δίκαιο, Δ' Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη
5. Κουντούρης Νικόλαος/Κουκιαδάκη Αριστέα, Οι ομαδικές απολύσεις, το δημόσιο συμφέρον και ο μύθος του ανίσχυρου κράτους, ΕΕργΔ Τεύχος 4(1783)
6. Κυριαζής, Δημήτριος Α.: «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές» (2007), Αθήνα, εκδόσεις Μπατσιούλας Ν. & Σ.
7. Λεβέντη Αμαλία, Μεταβίβαση Επιχείρησης και Συλλογικές Σχέσεις Εργασίας, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2016, σ. 116επ.
8. Μπακόπουλος Κωστής, Ζητήματα εφαρμογής του νέου νόμου περί ομαδικών απολύσεων (άρθρο 17 ν.4472/2017, ΕΕργΔ Τεύχος 6(1796)
9. Παπαδάκης Μ. Βασίλης (2012), Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 6η έκδοση, Εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα
10. Πασιούρας Φ., Δούμπος Μ., Ζοπουνίδης Κ., 2006

Ξένα

1. Armen Alchian (1950); Uncertainty, Evolution, and Economic Theory
2. Becker, G. (1962) Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis. Journal of Political Economy, 70
3. Milton Friedman, Essays in Positive Economics (1953)
4. Galbraith, J. K. (1967). The New Industrial State. Boston, MA: Houghton Mifflin
5. Kumar, B.R. and Rajib, P. (2007c). Mergers and corporate performance in India: an empirical study. Decision, Vol. 34, No 1
6. Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries, Martin Lipton, The Davies Lecture Osgoode Hall Law School York University, September 14 2006

7. Manne, H. G. (1965). Mergers and the market for corporate control. The Journal of political Economy
8. Marris, R. (1964) The Economic Theory of "Managerial" Capitalism, Macmillan, London
9. Professor Alexander Roberts, Dr William Wallace, Dr Peter Moles, Mergers and Acquisitions", Edinburgh Business School, Heriot-Watt University, MQ-A2-engb I/2016
10. Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. Journal of Business, Vol. 59
11. Wolfe ,M, Stressman,S. and Manfredo, M. (2011). The acquisition of IBP by Tyson foods in 2001: pre and post merger financial performance. American Journal of Agricultural Economics, Vol. 93, No 2
12. A. Thompson Jr, A. J. Strickland III, John E. Gamble (2010), Crafting and Executing Strategy: The Quest for Competitive Advantage
13. Weston, J.F., Mitchel, M.L., Mulherin, J.H. and Salwan, P. (2010). Takeovers, restructuring, and corporate governance. Fourth ed. Delhi: Pearson Education

Άρθρα

1. Borio C. and Tsatsaronis K., Bank for International Settlements (2005), Risk in financial reporting: status, challenges and suggested directions,
2. Borio C, Tsatsaronis K (2005), Accounting, prudential regulation and financial stability: elements of a synthesis,
3. Fama Eugene and Jensen Michael (1983), Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics, vol. 26, issue 2
4. IOBE: Ετήσια Έκθεση Επιχειρηματικότητας 2017-2018: Λιγότερα νέα εγχειρήματα, βελτίωση στις προοπτικές απασχόλησης
5. Leepsa N.M. and Chandra Sekhar Mishra (2016), Theory and practice of Mergers and Acquisitions: Empirical Evidence from Indian Cases, IIMS Journal of Management Science, Vo. 7, No 2, May-August,
6. Marks & Mirvis, (2011), A framework for the human resources role in managing culture in mergers and acquisitions
7. PWC (Ιανουάριος 2017), Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα 2016 - Αποεπένδυση των non-core assets από τις συστημικές Τράπεζες,
8. PWC (April 2019), 10 years of crisis, smaller but unreformed corporate economy,

Ηλεκτρονικές Πηγές

1. <https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/>
2. <http://www.bankingnews.gr/τραπεζικά-νέα/item/253662-από-τις-18-συγχωνεύσεις-τραπεζών-τα-τελευταία-3-χρόνια-ποιες-ήταν-οι-πιο-επιτυχημένες>