

ΘΕΜΑ

Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ LBO's ΚΑΙ ΤΩΝ MBO's ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

ΠΑΠΑΝΕΣΤΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΕΠΟΠΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ :κ. Δ.ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΜΕΛΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ : κ. Α.ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ

κ. Χ.ΧΑΣΑΠΗΣ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΜΕΡΟΣ 1ο	1
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΜΕΡΟΣ 2°	3
ΟΡΙΣΜΟΙ-ΙΣΤΟΡΙΚΑ -ΣΤΟΙΧΕΙΑ	3
2.1 Ορισμοί βασικών εννοιών	3
2.2 Χαρακτηριστικά εταιριών στοχών	5
2.3 Ιστορική αναδρομή	6
2.4 Εικόνα της αγοράς των χωρών ενδιαφέροντος	10
2.4.1 Ην. Βασίλειο	10
2.4.2 Γερμανία	10
2.4.3 Γαλλία	11
2.4.4 Σκανδιναβία	12
ΜΕΡΟΣ 3°	14
LBO: ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΤΡΟΠΟΙ ΑΠΟΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	14
3.1 Δομή – Διαδικασία - Μέθοδοι	14
3.2 Τρόποι εξόδου από LBO	16
ΜΕΡΟΣ 4°	19
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ	19
4.1 Τρόποι άντλησης δανειακών κεφαλαίων	19
4.1.1 Ομόλογα υψηλού κίνδυνου (Junk bonds)	20
4.2 Αγορά ιδιωτικών κεφαλαίων	23
ΜΕΡΟΣ 5°	26
ΠΗΓΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ	26
5.1 Φορολογικά Οφέλη	26
5.2 Η επίδραση των LBO's και των MBO's στα κίνητρα των διοικητικών στελεχών και στα κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs)	27
5.3 Μεταφορά πλούτου	27
5.4 Ασύμμετρη πληροφόρηση	28
ΜΕΡΟΣ 6°	29
ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ	29
6.1 Μελέτες που βασίζονται στη μεθοδολογία των μη κανονικών αποδόσεων	29
6.2 Μελέτες που βασίζονται στη μέθοδο των Λογιστικών Μεγεθών	32
ΜΕΡΟΣ 7°	33
ΔΕΔΟΜΕΝΑ - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	33
7.1 Περιγραφή Δείγματος	33
7.2 Δεδομένα	34
7.3 Διατύπωση υποθέσεων	34
7.4 Μεθοδολογία	35
ΜΕΡΟΣ 8ο - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	40
8.1 Εξέταση μέσων μη κανονικών αποδόσεων (AAR's) και αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) εταιριών που έγιναν στόχοι εξαγορών μέσω δανειακών κεφαλαίων (LBO's)	40
8.1.1 Αγορά Η.Β	40
8.1.2 Αγορά Γαλλίας	41

8.1.3 Αγορά Γερμανίας	42
8.1.4 Αγορά Σουηδίας	43
8.1.5 Αγορά Ευρώπης	45
8.2 Εξέταση μέσω μη κανονικών αποδόσεων (AAR's) και αθροιστικών μέσω μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) εταιρειών που έγιναν στόχοι εξαγορών μέσω δανειακών κεφαλαίων (MBO's)	46
8.2.1 Αγορά Η.Β	46
8.2.2 Αγορά Γαλλίας	47
8.2.3 Αγορά Γερμανίας	48
8.2.4 Αγορά Σουηδίας	49
8.2.5 Αγορά Ευρώπης	50
ΜΕΡΟΣ 9 ^ο	52
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	52

ΜΕΡΟΣ 1ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι τελευταίες δυο δεκαετίες αποτέλεσαν ένα διάστημα σημαντικών αλλαγών στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης. Μια από τις πιο σημαντικές τάσεις της περιόδου αυτής ήταν η αύξηση των ιδιωτικοποιήσεων μεταξύ εταιριών ως εργαλείο επαναδόμησης της εταιρικής χρηματοοικονομικής. Η ανάδυση του συγκεκριμένου εργαλείου έρχεται ως αποτέλεσμα πολλών συσχετιζόμενων παραγόντων όπως η μειωμένη επιχειρησιακή απόδοση, οι κίνδυνοι από εχθρικές εξαγορές καθώς και η ευκολία χρηματοδότησης των διάφορων επιχειρηματικών σχεδίων.

Στα πλαίσια της ιδιωτικοποίησης, μια μερίδα επενδυτών αποκτά τον έλεγχο του ποσοστού μιας εταιρίας το οποίο βρισκόταν μέχρι τότε σε δημόσια ιδιοκτησία. Ένας επενδυτικός όμιλος μπορεί να αποτελείται από διευθυντικά στελέχη της εταιρίας, από εξωτερικούς επενδυτές ή συνδυασμό των δυο. Σε μια ιδιωτικοποίηση, ο επενδυτικός όμιλος αγοράζει το σύνολο των μετοχών που διαπραγματεύονται στην αγορά συνήθως με τη βοήθεια εξωτερικού χρηματοδότη. Στις περισσότερες περιπτώσεις τα εξωτερικά στελέχη του ομίλου των επενδυτών αποκτούν το σύνολο της κυριότητας της εταιρίας και αυξάνουν τη δανειακή της επιβάρυνση.

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η μελέτη των πιο σημαντικών εξαγορών μέσω δανειακών κεφαλαίων (LBO's) καθώς και της ειδικής περίπτωσης όπου οι εξαγορές πραγματοποιούνται από τη διοίκηση της εταιρίας (MBO's) σε 4 ευρωπαϊκές αγορές (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, και Σουηδία) Η συγκεκριμένη μελέτη θα εξετάσει περιπτώσεις εξαγορών οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στο διάστημα 2000-2004. Θα εξεταστεί ένα σετ δεδομένων το οποίο καλύπτει ένα δείγμα 103 εταιριών που προέβησαν σε εξαγορές με τη χρήση δανειακών κεφαλαίων (LBO) καθώς και ένα δείγμα 50 εταιριών που έγιναν στόχοι εξαγορών από τα διοικητικά τους στελέχη (MBO).

Μέσω των κατάλληλων υποθέσεων θα διαπιστωθεί η τυχόν κερδοφορία των εξεταζόμενων μορφών εταιρικού μετασχηματισμού και θα αξιολογηθεί η απόδοση τους μέσα σε διάφορα χρονικά διαστήματα. Οι μετρήσεις θα πραγματοποιηθούν με τη μέθοδο

των μη κανονικών αποδόσεων. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι μη κανονικές αποδόσεις είναι ένας σύνθετος μηχανισμός ο οποίος εξαρτάται από τα ποσά που καταβάλλονται η αναμένεται να καταβληθούν από τους επενδυτές, καθώς και από τη πιθανότητα που προσδίδει η αγορά στην επιτυχή έκβαση της προσφοράς των επενδυτών.

Επιπλέον, υπάρχουν σημαντικές διαφορές στη τρόπο λειτουργίας των κεφαλαιαγορών και την ανάπτυξη τους, καθώς επίσης στο νομικό πλαίσιο και στα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ των χωρών της Ευρώπης και της Αμερικής. Οι πιο σημαντικές διαφορές είναι η απουσία μιας οργανωμένης αγοράς εταιρικών ομολόγων για εταιρίες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης καθώς και η χαμηλή ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών σε διάφορες χώρες της Ευρώπης. Συνέπεια των παραπάνω είναι ένα μεγάλο ποσοστό των εταιριών να αντλεί το μετοχικό κεφάλαιο από ιδιώτες η οικογένειες ενώ τα δανειακά τους κεφάλαια να προέρχονται από τραπεζικά δάνεια. Επιπλέον ο εταιρικός έλεγχος στην ευρωπαϊκή αγορά είναι περιορισμένος σε σχέση με την αγορά των ΗΠΑ. Αυτές οι διαφορές συντείνουν στην άποψη ότι είναι αναγκαία η μια ξεχωριστή ανάλυση για την αγορά της Ευρώπης. Η παρούσα μελέτη συνεισφέρει στα αποτελέσματα των υπαρχόντων μελετών και δίνει μια συνολική εικόνα για τα επιπτώσεις που έχουν οι εξεταζόμενες εξαγορές στο πλούτο των μετόχων.

ΜΕΡΟΣ 2^ο

ΟΡΙΣΜΟΙ – ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

2.1 Ορισμοί βασικών εννοιών

Η πρώτη κατηγορία εταιρικού μετασχηματισμού που εξετάζει η παρούσα μελέτη αποτελούν οι **εξαγορές μέσω δανειακών κεφαλαίων (Leveraged Buyouts – LBO's)**. Με την έννοια αυτή περιγράφεται η εξαγορά μιας επιχείρησης με κεφάλαια που προέρχονται κατά το μεγαλύτερο τους μέρος από δανειοδοτήσεις οι οποίες έχουν παρασχεθεί έναντι εγγυήσεων μέσα στις οποίες συνήθως συμπεριλαμβάνονται περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Οι εξαγορές μέσω δανειακών κεφαλαίων διαφέρουν από τις συνήθεις εξαγορές σε δυο σημεία

1. Ένα μεγάλο ποσοστό της τιμής εξαγοράς χρηματοδοτείται με κεφάλαια που προέρχονται από δανειοδοτήσεις.
2. Η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ιδιωτικοποιείται και οι μετοχές παύουν να διαπραγματεύονται στην ελεύθερη αγορά.

Μια επιμέρους κατηγορία της πρακτικής αυτής αποτελεί η **εξαγορά μεγάλου μέρους των μετοχών μιας επιχείρησης από το μánατζμεντ αυτής** προκειμένου να περιοριστεί ο αριθμός των ιδιοκτητών (μετόχων) της εταιρίας και να υπάρξει αποτελεσματικότερος έλεγχος αυτής. (**Management Buyouts – MBO's**). Η πρωτοβουλία για το σχηματισμό ενός MBO μπορεί να προέρχεται από τα διοικητικά στελέχη της εταιρίας τα οποία εξασφαλίζουν την στήριξη μιας εταιρίας ιδιωτικών κεφαλαίων. Η μητρική εταιρία μπορεί να δημοπρατήσει την εταιρία στόχο και τα διοικητικά στελέχη να συνεργαστούν με τον πλειοδότη της δημοπρασίας.

Και στις δυο περιπτώσεις η νέα εταιρική οντότητα εμφανίζει υψηλότερους δείκτες μόχλευσης σε σχέση με τη προγενέστερο ιδιοκτησιακό της καθεστώς. Στις περισσότερες περιπτώσεις το ποσοστό των δανειακών κεφαλαίων έναντι του συνολικού κεφαλαίου ανέρχεται σε 80-90%. Το υπόλοιπο ποσοστό που αποτελεί το μετοχικό κομμάτι του

εισφερόμενου κεφαλαίου αποτελείται από μετοχές οι οποίες ανήκουν σε εξωτερικούς επενδυτές (Thomson, 1989)

Η διεκπεραίωση της εξαγοράς πραγματοποιείται μέσω εξειδικευμένης εταιρίας η οποία συστήνεται για συγκεκριμένους σκοπούς. Η χρηματοοικονομική δομή της εξαγοράς αποτελείται από δανειακά κεφάλαια και μετοχές. Το μετοχικό μέρος καλύπτεται από τους επενδυτές που συμμετέχουν σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο συστήνεται από μια εξειδικευμένη εταιρία η οποία εντοπίζει κατάλληλες επενδυτικές ευκαιρίες προς επένδυση του αμοιβαίου κεφαλαίου. καθώς το μετοχικό κεφάλαιο παρέχεται από ιδιώτες εκτός χρηματιστηριακής αγοράς, αυτή η πηγή χρηματοδότησης αναφέρεται ιδιωτικό κεφάλαιο ενώ η εξειδικευμένη εταιρία αναφέρεται ως εταιρία ιδιωτικών κεφαλαίων. Το αμοιβαίο κεφάλαιο οργανώνεται ως εταιρία περιορισμένης ευθύνης με τους μέτοχους του αμοιβαίου κεφαλαίου να λειτουργούν ως μέτοχοι με περιορισμένη ευθύνη χωρίς διοικητικές αρμοδιότητες. Η εταιρία διεκπεραιωτής του LBO είναι ο κύριος μέτοχος με διοικητικές αρμοδιότητες. Ο ρόλος της εταιρίας αυτής περιγράφεται αναλυτικότερα στη συνέχεια της μελέτης.

Οι εταιρίες που αναλαμβάνουν τη διεκπεραίωση ενός LBO ξεκίνησαν τις δραστηριότητες τους τη δεκαετία του 70 στις ΗΠΑ με πιο δραστήριες τις Kohlberg Kravis & Roberts και Forstmann. Στις δεκαετίες του 70 και του 80 η αναλογία δανειακών προς ίδια κεφάλαια ανερχόταν σε 9 προς 1. Με την είσοδο στην αγορά των ανταγωνιστικών αγορών ιδιωτικών τοποθετήσεων στη δεκαετία του 90 η αναλογία έπεσε σε 2,5 προς 1.

Ένα στοιχείο που συνδέεται άμεσα με την έκρηξη των LBO κατά τη δεκαετία του 80 είναι τα ομόλογα υψηλού κίνδυνου (junk bonds). Ένα ομόλογο υψηλού κίνδυνου αξιολογείται με πολύ χαμηλό επενδυτικό βαθμό από πολλούς επενδυτικούς οίκους. Η άνθηση της αγοράς των ομολόγων υψηλού κίνδυνου διευκόλυνε την άντληση δανειακών κεφαλαίων και συνετέλεσε στην αντικατάσταση των τραπεζικών δανείων με ομολογιακά δάνεια. Τα junk bonds ευθύνονται για την άνοδο των εξαγορών στις αρχές της δεκαετίας του 80 και αντίστοιχα για την πτώση τους μετά το 1989. Ονόματα όπως η Drexer Burnham Lambert (επενδυτική τράπεζα) και Michael Milken έγιναν συνώνυμα με την αγορά των junk bonds ενώ οι εξαγορές εταιριών με χρήση υψηλής μόχλευσης έκαναν εφικτές τολμηρές εξαγορές μεγάλων και ισχυρών εταιριών.

Οι μεγαλύτερες πηγές υποψήφιων εταιριών για LBO είναι

- 1.Ιδωτικές και οικογενειακές επιχειρήσεις
- 2.Απεκδυσή από αλλοδαπές εταιρίες
- 3.Απεκδυσή από εγχώριες εταιρίες
- 4.Public to private
- 5.Χρεωκοπίες
- 6.Δευτερευων LBO

Ο κάτωθι πίνακας καταδεικνύει την κατανομή των εταιριών στο ΗΒ και στην ηπειρωτική Ευρώπη το 2003. Τα νούμερα όπως προκύπτουν στο πίνακα είναι αντιπροσωπευτικά και των προηγούμενων τριών ετών 2000-2002.

Πίνακας 2.1 Από πού προέρχονται οι εταιρίες στόχοι εξαγορών μέσω LBO

Πηγές εταιριών στόχων	ΗΒ (%)	Ηπειρωτική Ευρώπη (%)
Απέκδυσή από εγχώριες εταιρίες	42	36
Πώληση οικογενειακής εταιρίας	24	24
Απεκδυσή από αλλοδαπές εταιρίες	8	13
Public to private	7	3
Δευτερευών LBO	5	7
Χρεωκοπίες	4	2
Άλλες (απροσδιόριστες)	1	16

2.2 Χαρακτηριστικά εταιριών- στόχων (targets)

Δεδομένου ότι οι εταιρίες που εμπλέκονται σε ένα LBO επιδιώκουν πρωτίστως την πραγματοποίηση υψηλών ταμειακών εισροών προκειμένου να αποπληρώνουν το κεφαλαίο και τους τόκους των δανείων, ένα προφανές χαρακτηριστικό των εταιριών στόχων θα πρέπει να είναι η ικανότητα τους να παράγουν χρήμα. Προκειμένου να διασφαλίζεται η χρηματοοικονομική σταθερότητα μιας τέτοιας εταιρίας θα πρέπει να είναι ώριμη και να μην είναι ευάλωτη σε ανταγωνιστικές απειλές η να είναι σε ένα κλάδο όπου δεν μπορούν εύκολα να εισχωρήσουν νέες επιχειρήσεις. Οι εταιρίες στόχοι είναι συχνά υποτιμημένες η υποαπασχολούμενες από τη μητρική εταιρία και δεν

λαμβάνουν επενδυτικούς πόρους η άλλη υποστήριξη. Όλα αυτά τα ορφανά περιουσιακά στοιχεία αξιοποιούνται από την εξειδικευμένη εταιρία LBO η οποία δημιουργεί άξια από την εκμετάλλευσή τους. Η εταιρία στόχος θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα συμπίεσης των κέντρων κόστους η να διαθέτει περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν συνεισφέρουν στην τρέχουσα παραγωγική διαδικασία και των οποίων η πώληση θα δημιουργήσει ταμιακές ροές.

Σύμφωνα με αρκετές μελέτες (Poa, Rath & Evans (2000) Lawrence (1992), Ambrose & Winter (1992), Opler & Titman (1998)) οι πιο σημαντικοί παράγοντες οι οποίοι διαχωρίζουν τις εταιρίες προς ιδιωτικοποίηση από τις δημόσιες εταιρίες είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση, οι δείκτες ανάπτυξης, τα έξοδα ερευνάς & ανάπτυξης, η ρευστότητα της εταιρίας πριν την εξαγορά και η απειλή εχθρικών εξαγορών. Αυτές οι μεταβλητές είναι οι παράγοντες βάσει των οποίων διακρίνονται οι εταιρίες που εμπλέκονται σε ιδιωτικοποιήσεις. Σε γενικές γραμμές, τα αποτελέσματα των μετρήσεων δείχνουν την αντίστροφη σχέση μεταξύ ανάπτυξης, μόχλευσης, E&A και της πιθανότητας της εταιρίας να προχωρήσει σε ιδιωτικοποίηση. Οι περισσότερες μελέτες καταδεικνύουν την αρνητική σχέση ανάμεσα στην ρευστότητα της εταιρίας και την πιθανότητα αυτής να προχωρήσει σε ιδιωτικοποίηση

Σύμφωνα με τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen (1986), μια αντιπροσωπευτική εταιρία που πρόκειται να προχωρήσει σε ιδιωτικοποίηση, χαρακτηρίζεται από υψηλές, μη κυκλικές, σταθερές ταμειακές ροές με σημαντική αδρανή πιστοληπτική ικανότητα. Το προϊόν της εταιρίας είναι καθιερωμένο στην αγορά και απαιτεί τα ελάχιστα κεφαλαιακά έξοδα, π.χ. έξοδα E&A. Οι εταιρίες που εμφανίζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης ή ταχείς τεχνολογικές αλλαγές δεν αποτελούν στόχους εξαγορών (Smith,1990). Επιπλέον, οι απειλές εχθρικών εξαγορών αποτελούν ένα ισχυρό κίνητρο ιδιωτικοποίησης.

2.3 Ιστορική αναδρομή

Η δραστηριότητα των εξαγορών μέσω δανειακών κεφαλαίων τοποθετείται σε 2 ξεχωριστές χρονικές περιόδους: την δεκαετία του '80, και τις αρχές της δεκαετίας του '90 έως σήμερα.

Δεκαετία '80

Τα LBOs αποτέλεσαν ένα σημαντικό ποσοστό των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 στις ΗΠΑ. Η αξία των συμφωνιών LBO's το 1986 ήταν 46 δις δολαρίων και κατά τη διάρκεια των ετών 1987, 1988, 1989 το ποσό αυτό ανήλθε σε 43, 58 και 75 αντίστοιχα. Το ποσό του έτους 1989 περιλαμβάνει την εξαγορά της Nabisco RJR αξίας 31 δις δολαρίων

Στην Ευρώπη τα LBO's δεν σημείωσαν σημαντική άνοδο στις αρχές της δεκαετίας του '80 παρά το γεγονός της εντυπωσιακής ανόδου των συγχωνεύσεων. Ο αριθμός των MBO's ήταν μικρότερος από 100 έως το 1985 και στα τέλη της δεκαετίας του '90 αυξήθηκε σε 400. Η ετήσια αξία των συμφωνιών αυτών βρισκόταν σε χαμηλά επίπεδα έως το 1986 (1 δις. δολάρια). Ακόμη και στα έτη 1989 και 1990 η αξία τους παρέμεινε χαμηλή (5 δις δολάρια).

Εντούτοις, στο Η.Β τα MBO's αυξήθηκαν από 20 που ήταν το 1979 (36εκατ. δολάρια) σε 152 (402 εκατ. δολάρια) το 1981 και σε 529 το 1989 (11.3 δις. δολάρια). Το ακόλουθο έτος η αξία των MBO's συντριβή στα 4.5 δις. δολάρια. Η μέση αξία των συμφωνιών αυτών αυξήθηκε από 3 εκατ. το 1981 σε 21 εκατ. το 1989. Οι λόγοι για την εντατικοποίηση της δραστηριότητας των LBO's στο ΗΒ στη δεκαετία του '80 είναι παρόμοιοι με αυτούς που ανέκοψαν την ανοδική πορεία των συγχωνεύσεων και των LBO's στις ΗΠΑ.

Δεκαετία '90

Οι συμφωνίες κατά τη δεκαετία του 1990 είχαν σαν χαρακτηριστικό τη μικρότερη μόχλευση, καθώς το ποσοστό των δανειακών κεφαλαίων έναντι της συνολικής χρηματοδότησης μειώθηκε σε 75% από 90% που ήταν τη δεκαετία του '80, και οι δανειστές έγιναν πιο προσεκτικοί μετά τις αποτυχίες και τα προβλήματα πολλών LBO's. εξαιτίας της εμφάνισης των ομολόγων με ιδιαίτερα χαμηλή αξιοπιστία (junk bonds) κατά τη δεκαετία του '80 Τα ομόλογα αυτά προσφέρουν πολύ υψηλές αποδόσεις λόγω του υψηλού κινδύνου που εμπεριέχουν προκειμένου να δελεάσουν το

επενδυτικό κοινό. Εντούτοις, το δεύτερο μισό της δεκαετίας του '90 τα LBO's έγιναν ένα σημαντικό συστατικό της αγοράς των εξαγορών και των συγχωνεύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο αλλά και σε όλη την Ευρώπη. Το Η.Β. είναι η δεύτερη μεγαλύτερη αγορά LBO's με συνολική αξία 139 δισ. δολάρια από το 1990 έως το 2002. Οι λόγοι που ωθούν το Η.Β. σε τέτοιες επιδόσεις είναι η αρτιότερη υποδομή αναφορικά με τις εταιρίες αναδόχους, η μεγαλύτερη αγορά κεφαλαίου στην Ευρώπη καθώς και οι υπηρεσίες υποστήριξης όπως οι εταιρίες παροχής νομικών υπηρεσιών. Εντούτοις πολλές μεγάλες ευρωπαϊκές χώρες όπως η Γερμανία ,η Γαλλία η Ιταλία και άλλες μικρότερες χώρες διαθέτουν ταχέως αναπτυσσόμενη υποδομή.

Πιο κάτω παρατίθενται δέκα από τις μεγαλύτερες LBO's που έλαβαν χώρα σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες.

Χώρα	Εταιρία - στόχος	Αγοραστής	Αξία (εκατ. €)
Γερμανία	North Rhine Cable	Deutsche Telecom	2966
Γερμανία	Veba Electronics	E.ON	2405
Σουηδία	Alfa Laval	Tetra Laval	1562
Ιταλία	Inatel	Telecom Italia	1243
Ελβετία	Ciba Polymers	Ciba	1151
Γαλλία	Lafarge Products	Lafarge Group	892
Γαλλία	MGE UPS System	Secondary Lbo	749
Νορβηγία	Dyno Nobel	Public to Private	680
Δανία	Icopel	Public to Private	550

Η εμφάνιση των LBO's τη δεκαετία του 80 αλλά και η εντυπωσιακή επάνοδος τους στα μέσα της δεκαετίας του 90 δίνει σε αυτή τη μορφή επιχειρηματικής δραστηριότητας τεράστια δυναμική. Οι επενδύσεις στην αγορά των LBO's από ανάδοχες εταιρίες, εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες έχουν αυξηθεί. Αυτού του είδους οι εμπορικές συμφωνίες έχουν ως αντικείμενο πια τις βιομηχανίες εντάσεως τεχνολογίας και καινοτομίας στις δραστηριότητες τους. Η εμπειρία πάντως έχει ενισχύσει την άποψη ότι η ανάπτυξη αυτή θα επέλθει μέσα από ένα κατάλληλο νομικό καθεστώς το οποίο θα προασπίζει τα συμφέροντα των εμπλεκομένων και κυρίως των δανειστών.

Όπως φαίνεται και στον πίνακα 1.2 αγορές όπως η Γερμανία, η Γαλλία, η Σουηδία και η Ολλανδία είναι οι πιο δραστήριες αγορές LBO στην Ευρώπη μετά το ΗΒ

Πίνακας 2.2 Αξία εξαγορών (buyouts) στην Ευρώπη (1995 – 2003)

<u>Χώρα</u>	<u>άξια (δισ €)</u>	<u>% επί της συνολικής άξιας</u>
Η.Β	161	50
Γερμανία	41	13
Γαλλία	39	12
Ολλανδία	14	4
Σουηδία	13	4
Ιταλία	12	4
Ελβετία	10	3
Βέλγιο	6	2
Φινλανδία	5	2
Ισπανία	5	2
Δανία	4	1
Νορβηγία	3	1
Ιρλανδία	3	1
Πορτογαλία	1	0
Σύνολο	319	100

Πηγή *Financial Times Survey Private Equity Buyout Market* 7, 6 November 2003

Πίνακας 2.3 Κατανομή εξαγορών στην Ευρώπη για τα έτη 1990-2002

<u>Έτος</u>	<u>Η. Βασίλειο</u>		<u>Ευρώπη (εκτός Η.Β)</u>	
	<u>Αριθμός εξαγορών</u>	<u>άξια (δισ \$)</u>	<u>Αριθμός εξαγορών</u>	<u>Αξία (δισ \$)</u>
1990	164	3,9	40	2,4
1991	203	3,4	181	3,8
1992	175	3,2	244	1,2
1993	162	2,6	180	0,6
1994	210	3,2	153	1,7
1995	248	9,2	166	1,8
1996	252	4,0	155	2,1
1997	333	9,8	170	7,9
1998	385	15,4	194	8,3
1999	471	22,6	370	17,4
2000	386	22,9	353	17,5
2001	376	19,8	263	23,3
2002	321	18,9	223	33,1
Σύνολο	3686	138,8	2692	121,1

Πηγή: *Thomson Financial*

2.4 Εικόνα της αγοράς των χωρών στις οποίες θα επικεντρωθεί η παρούσα μελέτη

2.4.1 Ηνωμ. Βασίλειο

Στο Η.Β η αγορά των εξαγορών με δανειακά κεφάλαια, όπως φαίνεται και στο πίνακα 1.3, σημείωσε ραγδαία ανάπτυξη στη διάρκεια της δεκαετίας του 90. Αναλυτικά, ο Αριθμός των επιτυχών συμφωνιών αυξήθηκε από 3,9 δις δολ. σε 22.9 δις δολ. το 2000. Το 2001 η συνολική αξία ανερχόταν σε 19,8 δις δολ. Το 2002 η αγορά του ΗΒ παρουσίασε σημάδια ελαστικότητας και ευελιξίας έναντι της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης και διατήρησε τους τζίρους από LBO σε υψηλά επίπεδα (18,9 δις \$). Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1990-2002 η συνολική αξία των συμφωνιών στο ΗΒ ανήλθε σε 139 δις ενώ το αντίστοιχο πόσο για τις ΗΠΑ ανήλθε σε 200 δις.

2.4.2 Γερμανία

Η Γερμανία είναι η δεύτερη αγορά LBO στην Ευρώπη και τα τελευταία χρόνια έχει υπερισχύσει έναντι της Γαλλίας. Το κύριο χαρακτηριστικό των εταιριών στόχων LBO στη Γερμανία ήταν η ευρεία επαναδομήσει από πολλές μεγάλες διαφοροποιημένες εταιρίες υιοθετώντας την Αγγλοσαξονική αντίληψη περί της αύξησης της μετοχικής αξίας, της αποκέντρωσης και αποεπένδυσης από δευτερεύουσες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Η τάση αυτή είναι αντιπροσωπευτική της μεταστροφής από τις παραδοσιακές ιδεολογίες και επιχειρηματικές αρχές και της υιοθέτησης σκληρότερης στάσης απέναντι στη πραγματοποίηση λογιστικών ζημιών και στην μειωμένη απόδοση των μελών ενός ομίλου. Επιπλέον, έχουν πραγματοποιηθεί αλλαγές ως προς την αντιμετώπιση των εταιριών ιδιωτικών κεφαλαίων με δεδομένη πια την αναγνώριση τους από τα εμπλεκόμενα σε μια επιχειρηματική συμφωνία, μέρη. Μερικά παραδείγματα μεγάλων απεκδύσεων αποτελούν η Deutsche Telecom-North από την Deutsche Telecom (2,8 δις ευρώ) η Schmallbach-Lubeca από την E.On (2 δις), η Bundesbruckerei από τη γερμανική κυβέρνηση (1 δις) η Siemens Nixdorf από την Siemens (0,7 δις), η Robert Bosch-Telecom από την Robert Bosch (0,5 δις).

Το ιδιοκτησιακό καθεστώς των γερμανικών εταιριών διακρινόταν για τα μεγάλα ποσοστά συμμετοχών των γερμανικών τραπεζών στο μετοχικό κεφαλαίο βιομηχανιών όπως π.χ. η Deutsche Bank. Με τη σταδιακή χαλάρωση των δεσμών μεταξύ τραπεζών και εταιριών και τη κατάργηση της αλληλοιδιοκτησίας (κατοχή ίδιου ποσοστού μετοχών μεταξύ δυο εταιριών) αυξήθηκαν τα κίνητρα για προτάσεις εξαγορών για εταιρίες με μειωμένες αποδόσεις.

Μια από τις προσδοκούμενες πηγές εταιριών στόχων ήταν ο κλάδος των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Αναμενόταν ότι οι εταιρίες αυτές θα αντιμετώπιζαν προβλήματα σχετικά με την αποδοτικότητα των διοικήσεων τους με συνέπεια να επιθυμούν την εξαγορά τους από κάποια άλλη εταιρία. Εντούτοις παρατηρήθηκε σημαντική ιδεολογική αντίσταση από τους ιδιοκτήτες των μικρομεσαίων επιχειρήσεων οι οποίοι φοβόντουσαν τον αφανισμό των εταιριών τους και τις μαζικές απολύσεις. Για αυτούς τους λόγους οι εξαγορές των μικρομεσαίων επιχειρήσεων αποτέλεσαν αντικείμενο σκληρών και μακροχρόνιων διαπραγματεύσεων.

2.4.3 Γαλλία

Όπως στη περίπτωση της Γερμανίας, οι εταιρικές απεκδύεις υπήρξαν σημαντική κατηγορία εξαγορών και οι εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων σήμερα θεωρούνται σημαντικοί αγοραστές τους οποίους επιλέγουν προς συνεργασία οι ανταγωνιστές οι τα διοικητικά στελέχη. Μερικές από τις πρόσφατες απεκδύεις με τη χρήση υψηλής μόχλευσης είναι οι Lafarge Materiaux De (FR) από την Lafarge(0,89 δις), η BSN Emballage από τον όμιλο Danone (0,65 δις), τα ξενοδοχεία Vivendi από την Vivendi (0,47 δις). Ο κλάδος των μεσαίων επιχειρήσεων έχει αποτύχει μέχρι στιγμής να γίνει στόχος LBO εξαιτίας των δυσκολιών μετασχηματισμού των οικογενειακών ιδιοκτησιακών καθεστώτων σε πιο σύγχρονα διοικητικά μοντέλα.

Η δευτερεύουσα εξαγορά με δανειακά κεφάλαια (εξαγορά με τη χρήση δανειακών κεφαλαίων ενός LBO) αποτέλεσε σημαντικό τρόπο εξόδου από ένα LBO. Όπως συνέβη και με τις υπόλοιπες κεφαλαιαγορές οι μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης δεν ήταν

ελκυστικές για το κοινό με συνέπεια την αδυναμία άντλησης κεφαλαίων προκείμενου να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη των εταιριών τους. Η χαμηλή αποτίμηση της αγοράς είναι πηγή αφύπνισης για τους ιδιοκτήτες και τα διοικητικά στελέχη που έχουν στη κατοχή τους μετοχές και παρέχει σημαντικά κίνητρα προς την κατεύθυνση της ιδιωτικοποίησης.

2.4.4 Σκανδιναβία

Από το πίνακα 1.2 παρατηρούμε ότι η Σουηδία είναι μια από τις πιο δραστήριες αγορές LBO στην Ευρώπη. Δυο άλλες σκανδιναβικές χώρες, η Νορβηγία και η Δανία, έχουν σημειώσει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης στην αγορά LBO ενώ η Σουηδία εμφανίζει σημάδια ωριμότητας και σταθεροποίησης των ρυθμών ανάπτυξης της.

Στη Σουηδία οι απεκδύσεις από μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες προσπαθούν να επικεντρωθούν στη κύρια δραστηριότητα τους υπήρξαν αφορμή για ανάπτυξη των εξαγορών μέσω δανειακών κεφαλαίων. Στη χώρα αυτή έχουν αναδυθεί πολλές εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων όπως η Industri Kapital η οποία με εφελτήριο τις δραστηριότητες της στην αγορά της Σουηδίας επεκτάθηκε και σε άλλες χώρες, για παράδειγμα τη Γερμανία. Αναφορικά με τις εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων, η Σουηδία αποτελεί μια ελκυστική και ανοικτή αγορά ενώ η αγορά της Νορβηγίας και της Φινλανδίας δεν αφήνει περιθώρια εισόδου ενώ παράλληλα οι συμφωνίες LBO είναι ολιγάριθμες και χωρίς κρατική υποστήριξη. Ένα δευτερεύων LBO αποτελεί ένα εναλλακτικό τρόπο εξόδου από ένα LBO. Η ενοποίηση των τραπεζικών αγορών στις σκανδιναβικές χώρες έχει μειώσει τις παροχές δανειακών κεφαλαίων από τις τοπικές τράπεζες και έχει προκαλέσει αύξηση των περιθωρίων που απαιτούν οι συγκεκριμένες τράπεζες.

Οι αγορές αυτές διαφέρουν ανάλογα με τα χαρακτηριστικά τους όπως

- Ø πηγες εταιριών στόχων
- Ø Νομικό και φορολογικό πλαίσιο
- Ø Τρόποι εξόδου
- Ø ιδιοκτησιακό καθεστώς εταιριών ιδιωτικού κεφαλαίου π.χ. αλλοδαπή η εγχώρια ιδιοκτησία

Αντίστοιχα, η ένταση με την οποία πραγματοποιούνται τα LBO εξαρτάται από τους κάτωθι παράγοντες

- Ø Αριθμός εταιρικών απεκδύσεων και προγράμματα ιδιωτικοποιήσεων
- Ø χρηματοοικονομική υποδομή των εταιριών η οποία περιλαμβάνει εταιρίες καινοτομικών κεφαλαίων καθώς και το νομικό / λογιστικό περιβάλλον
- Ø Βαθμός συγκέντρωσης οικογενειακών επιχειρήσεων και παραδοσιακή νοοτροπία αποστροφής προς τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς
- Ø ποιότητα χρηματοοικονομικών και λογιστικών πληροφοριών για τον επιχειρηματικό κλάδο
- Ø απροθυμία υποβολής σε λογιστικούς έλεγχους περί πιστοδοτικής ικανότητας από εξωτερικούς ελεγκτές.
- Ø Ύπαρξη μικρών κεφαλαιαγορών χαμηλής ρευστότητας οι οποίες δυσχεραίνουν την έξοδο.
- Ø νομικά εμπόδια στη χρήση των εταιρικών πόρων για χρηματοοικονομικές εξαγορές π.χ. Η.Β, Ιταλία
- Ø σε μικρού μεγέθους αγορές κρατών, το πόσο της πιθανότητας πραγματοποίησης πρόσφορων από αλλοδαπές επιχειρήσεις

ΜΕΡΟΣ 3^ο

LBO: ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΤΡΟΠΟΙ ΑΠΟΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

3.1 Δομή – Διαδικασία - Μέθοδοι

Η οργάνωση της διαδικασίας της εξαγοράς αποτελεί τη κύρια αρμοδιότητα της εξειδικευμένης εταιρίας. Η οργάνωση περιλαμβάνει τη κατανομή μιας αποτελεσματικής διάρθρωσης αναφορικά με την συμμετοχή ίδιων και ξένων κεφαλαίων στο νέο επιχειρηματικό σχήμα λαμβάνοντας υπόψη και τους λογιστικούς κανόνες που διέπουν τις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Είναι σημαντικός ο προσεκτικός σχεδιασμός της χρηματοοικονομικής δομής προκειμένου να μεγιστοποιηθούν τα φορολογικά οφέλη που θα αποκομίσουν οι δανειστές και οι μέτοχοι.

Τα ιδιωτικά κεφάλαια συγκεντρώνονται κατά περιόδους από την εξειδικευμένη εταιρία με τη μορφή εισφερόμενων κεφαλαίων από τράπεζες και λοιπούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς όπως ασφαλιστές εταιρίες, αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικά ταμεία και ιδιώτες. Αυτά τα κεφάλαια επενδύονται σε επενδύσεις όπως συμφωνίες εξαγορών με προκαθορισμένη περίοδο ρευστότητας ή ληκτότητας. Στη λήξη ρευστοποιούνται οι επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν από τους προαναφερόμενους οργανισμούς και οι επενδύτες του αμοιβαίου λαμβάνουν το πόσο της αρχικής τους επένδυσης μαζί με τις παραγόμενες αποδόσεις. Η προκαθορισμένη περίοδος ρευστοποίησης δημιουργεί την ανάγκη πειθαρχίας και υπευθυνότητας εκ μέρους του έκδοτη προκειμένου να διασφαλιστούν οι ελκυστικές αποδόσεις προς τους επενδύτες.

Ενώ μια εξειδικευμένη εταιρία ιδιωτικών κεφαλαίων εξαρτάται άμεσα από εξωτερικούς επενδύτες, το τμήμα ιδιωτικών κεφαλαίων μιας επενδυτικής τράπεζας όπως οι Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, Deutsche Bank, και Royal Bank of Scotland έχει τη δυνατότητα να αντλήσει κεφάλαια από εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης από τμήματα εμπορικών τραπεζών που καλείται στην Αγγλία και ως κύρια χρηματοδότηση έχει συντελέσει στην αύξηση του ανταγωνισμού τη τελευταία 20ετία. Ενώ τα προηγούμενα έτη οι εταιρίες διαπραγματεύονταν την πώληση με μια εξειδικευμένη εταιρία τώρα διαπραγματεύονται με διάφορες επενδυτικά τμήματα τραπεζών με στόχο την εξασφάλιση καλύτερων πρόσφορων και όρων.

Η μεγαλύτερη πηγή χρηματοδότησης σε ένα LBO είναι τα δανειακά κεφάλαια τα οποία αντλούνται με διάφορους τρόπους

- Ø Κύριο δάνειο το οποίο έχει τη κύρια προτεραιότητα στις απαιτήσεις από τις ταμειακές ροές και τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας. έχει πλήρη εξασφάλιση μέσω των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας.
- Ø Δευτερεύων δάνειο το οποίο αξιολογείται με μικρότερο βαθμό από το Κύριο δάνειο αναφορικά με τη προτεραιότητα στην αποπληρωμή του κεφαλαίου και των τόκων, αλλά ενδέχεται να είναι εξασφαλισμένο
- Ø Δάνεια χαμηλής διαβάθμισης χωρίς εξασφάλιση

Σε γενικές γραμμές, οι αποδόσεις των επενδυτών σε ένα LBO είναι μικρότερες για τους δανειστές και υψηλότερη για τους μέτοχους. Στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής δομής που περιγράφηκε υπάρχουν και μικτοί τρόποι χρηματοδότησης όπως η χρήση μετατρέψιμων δανείων σε μετοχές, σε μια προκαθορισμένη ημερομηνία.

Το ύψος των δανείων καθορίζεται από τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Το ακριβές ύψος του δανείου μεταβάλλεται ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες, τα επίπεδα των επιτοκίων και τις αναμενόμενα προοπτικές για τη πραγματοποίηση της εξαγοράς. Σε περιόδους οικονομικής ύφεσης οι αναλογίες των μεγεθών συρρικνώνονται.

Η συγκέντρωση των κεφαλαίων από τις εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων πραγματοποιείται κατά διαστήματα με χρονικό ορίζοντα ρευστοποίησης τα δέκα έτη. ανάλογα με το ύψος των κεφαλαίων και τον αριθμό των συμφωνιών ένα αμοιβαίο κεφαλαίο μπορεί να κατανέμεται σε 10-20 συμφωνίες. Ο ανάδοχος του LBO πρέπει να είναι σε διαρκή αναζήτηση επενδυτικών ευκαιριών προκειμένου να καλύπτει το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο. Η οποία καθυστέρηση σημαίνει ότι το κεφαλαίο υποεπενδύεται και συνεπώς δεν θα αποφέρει τις αναμενόμενες αποδόσεις στους επενδύτες.

Ο ανάδοχος του LBO λαμβάνει 1,5% της αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου ως επιχειρηματική αμοιβή και 20% των καθαρών κερδών από τη λειτουργία της επιχείρησης. Αυτή η συνυφασμένη με τα κέρδη αμοιβή είναι το βασικό κίνητρο του ανάδοχου προκειμένου να επιδιώκει επιτυχημένες εξαγορές. Αυτά τα ποσοστά διαφέρουν από εταιρία σε εταιρία και έχουν δεχτεί σημαντικές πιέσεις από τον

ανταγωνισμό μεταξύ των εταιριών ιδιωτικού κεφαλαίου. Ενώ στη δεκαετία του 80 οι σχετιζόμενες με τα κέρδη αμοιβές καταβάλλονταν ξεχωριστά για κάθε συμφωνία, τα τελευταία έτη υπάρχει η τάση της καταβολής της αμοιβής μετά τον λογιστικό υπολογισμό του αποτελέσματος από το σύνολο των συμφωνιών στις οποίες έχει επενδυθεί το αμοιβαίο κεφαλαίο. Αυτό σημαίνει ότι ο ανάδοχος μοιράζεται το κίνδυνο όταν μια συμφωνία δεν δημιουργεί αξία προς τους επενδύτες.

Οι συμμετέχοντες στα χαμηλής αξιολόγησης δάνεια λαμβάνουν συχνά δικαιώματα αγοράς μετοχών σε προνομιακή τιμή και για ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Με αυτό το τρόπο δίνεται το δικαίωμα στο δανειστή να εισπράξει υψηλότερες αποδόσεις από την επιτοκιακή και να καρπωθεί την ανοδική πορεία της μετοχής από ενδεχόμενη θετική έκβαση του LBO

Η απόδοση των μετόχων συχνά εκφράζεται σε όρους εσωτερικής απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτή είναι η ετησιοποιημένη απόδοση που πραγματοποιήθηκε από τη στιγμή της σύστασης του κεφαλαίου έως τη στιγμή της ρευστοποίησης του. Ενώ κατά τις πρώτες εξαγορές της δεκαετίας του 80 οι αποδόσεις αυτές ήταν υπέρογκες (40-50%) τα τελευταία χρόνια έχουν υποχωρήσει στο επίπεδο του 20%.

3.2 Τρόποι εξόδου από LBO

Έξοδος είναι η διαδικασία ρευστοποίησης των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν (αποεπένδυση) μέσω ενός LBO. Υπάρχουν διάφορες μορφές αποεπένδυσης όπως

- Ø πώληση σε ένα στρατηγικό επενδύτη π.χ. σε μια επιχείρηση του ιδίου κλάδου η οποία δύναται να αποκομίσει οφέλη από τις οικονομίες κλίμακας
- Ø ιδιωτικοποίηση της εταιρίας μέσω μιας αρχικής δημόσιας προσφοράς (IPO)
- Ø πώληση σε ένα άλλο χρηματοοικονομικό αγοραστή μέσω ενός δευτερεύοντος LBO.

Μια περίπτωση ακούσιας αποεπένδυσης είναι η χρεοκοπία της εταιρίας

Η επιτυχία της επιλογής της αρχικής δημόσιας προσφοράς εξαρτάται από τις χρηματιστηριακές συνθήκες. Σε ένα ευμετάβλητο χρηματιστηριακό περιβάλλον, μια αρχική δημόσια πρόσφορα μπορεί να μην έχει θετική απόκριση από την αγορά. Επιπλέον, στις ευρωπαϊκές εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων, οι αρχικές δημόσιες

πρόσφορες, αντιμετωπίζονται με μεγαλύτερη δυσπιστία από ότι στις ΗΠΑ. Για τους επενδυτικούς οργανισμούς στις χρηματιστηριακές αγορές, μια αρχική δημόσια πρόσφορα δημιουργεί ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ του έκδοτη και των επενδυτών. Αντίθετα, εάν στις ΗΠΑ μια εταιρία ιδιωτικών κεφαλαίων εισάγει μια εταιρία στην αγορά, δημιουργείται μια πολύ θετική προδιάθεση ως προς τη ποιότητα τη εισαγόμενης εταιρίας. Οι ευρωπαίοι επενδυτές απλά πιστεύουν ότι μια τέτοια κίνηση καταδεικνύει την άμεση ανάγκη της εταιρίας ιδιωτικών κεφαλαίων για μετρητά. Στις ΗΠΑ ο έκδοτης του IPO συνήθως διατηρεί ένα σημαντικό μερίδιο συμμετοχής στην εταιρία που βγαίνει σε δημόσια πρόσφορα σε αντίθεση με αυτό που συμβαίνει στην αγορά της Ευρώπης όπου ο έκδοτης επιδιώκει την απεμπλοκή του από κάθε συμμετοχή στην εν λόγω εταιρία. Εντούτοις, τα τελευταία χρόνια υπάρχει η τάση, ο έκδοτης να συνεχίσει να κατέχει μερίδα συμμετοχής με συνέπεια να ενθαρρύνονται και οι δυνητικοί συμμετέχοντες σε ένα IPO. Σε ένα IPO οι μετοχές διατίθενται υπό το άρτιο αλλά μια εμπορική πώληση συνήθως περιλαμβάνει και ένα ασφάλιστρο έλεγχου.

Οι δευτερεύουσες εξαγορές έχουν πρόσφατα αναδειχτεί ως ένας σημαντικός τρόπος εξόδου από μεγάλες επιχειρηματικές συμφωνίες. Οι εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων έχουν πραγματοποιήσει σημαντικές επιτυχίες στο τομέα της άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων αλλά δεν έχουν κατορθώσει να συνδυάσουν τις επενδυτικές ευκαιρίες προκείμενου να επιτύχουν τις απαιτούμενες αποδόσεις. Τον Ιούνιο του 2002 οι επενδυτές LBO είχαν στη διάθεση τους 40 δις προς επένδυση (το αντίστοιχο πόσο στις ΗΠΑ ήταν 100 δις) αλλά με περιορισμένες δυνατότητες για πρωτεύουσες εξαγορές με συνέπεια να στραφούν στις δευτερεύουσες εξαγορές (secondary LBO).

Ένας επενδυτής που συμμετέχει σε μια δευτερεύουσα εξαγορά μπορεί να αντιμετωπίσει διάφορα εμπόδια στην αξιολόγηση της συμφωνίας όπως

1. Τι αποδόσεις πραγματοποίησε το πρώτο LBO?
2. Ποιο είναι το κίνητρο για την αποεπένδυση?
3. Υπήρχαν εναλλακτικοί τρόποι αποεπένδυσης στο πωλητή?
4. Ποια θα είναι η αντίδραση των διοικητικών στελεχών της εταιρίας ?

Το χρονικό σημείο της αποεπένδυσης αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα ο οποίος καθορίζει και το μέσο με το οποίο θα πραγματοποιηθεί η αποεπένδυση. Σε κάθε περίπτωση, οι τρόποι αποεπένδυσης θα πρέπει να εξεταστούν διεξοδικά προκειμένου να μεγιστοποιηθούν οι αποδόσεις των διοικητικών στελεχών και των επενδυτών από μια τέτοια επιχειρηματική κίνηση.

ΜΕΡΟΣ 4^ο

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

4.1 Τρόποι άντλησης δανειακών κεφαλαίων

Το κύριο δάνειο έχει προτεραιότητα στην αποπληρωμή των τόκων και του κεφαλαίου. Εξ ορισμού είναι ασφαλισμένο με περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας και στη περίπτωση που είναι μακροπρόθεσμο έχει ένα προκαθορισμένο χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής. Το επιτόκιο είναι συνήθως κυμαινόμενο στα επίπεδα του 2-3% πάνω από το LIBOR. Ένα μέρος του κύριου δανείου μπορεί να είναι βραχυπρόθεσμο. Το δευτερεύων χρέος αποτελείται συνήθως από προνομιούχες μετοχές και μειονεκτεί έναντι του κυρίως δανείου αναφορικά με την πληρωμή των τόκων και του κεφαλαίου. Σε πολλές περιπτώσεις δεν είναι ασφαλισμένο και συνεπώς ενέχει περισσότερο κίνδυνο. Στο Η.Β ορισμένες εταιρίες ειδικεύονται στη χρηματοδότηση τέτοιου είδους δανείων. Το επιτόκιο κινείται συνήθως στα επίπεδα του 4-5% πάνω από το LIBOR. Η διακύμανση των επιτοκίων και για τα δυο είδη χρέους εξαρτώνται από το γενικό επίπεδο των επιτοκίων της αγοράς, τη ζήτηση για δάνεια και τον ανταγωνισμό μεταξύ τραπεζών. Οι αμοιβές των θεσμικών επενδυτών προέρχονται από τις αποδόσεις που πραγματοποιούνται τη στιγμή της εξόδου από το LBO. Οι θεσμικοί επενδυτές αναμένουν συνήθως μια απόδοση της τάξης του 25-30%. Η πραγματοποίηση αυτής της προσδοκίας εξαρτάται από το κίνδυνο που ενέχει το συγκεκριμένο LBO, τη ζήτηση για κεφάλαια και τον ανταγωνισμό μεταξύ των θεσμικών επενδυτών.

Σε μεγάλες συμφωνίες ο αριθμός των θεσμικών επενδυτών και των δανειστών αυξάνεται σημαντικά ως ένας μηχανισμός αντιστάθμισης του κίνδυνου. Στους κύριους δανειστές το δευτερεύων δάνειο και τα ίδια κεφάλαια παρέχουν ένα είδος ασφάλειας.

Οι δανειστές του δευτερεύοντος σε κατάταξη χρέους λαμβάνουν ένα είδος μετοχικής κάλυψης ως αποζημίωση για τον υψηλό κίνδυνο που ενέχει η θέση τους. Η μετοχική κάλυψη είναι μια μετοχική εγγύηση που δίνει τη δυνατότητα στο δευτερεύων δανειστή να καρπωθεί τη πιθανή θετική έκβαση ενός MBO εξασκώντας το δικαίωμα αγοράς

μετοχών της εταιρίας. Στη περίπτωση κατά την οποία υπάρχει ένα χρηματοδοτικό έλλειμμα ο πωλητής αναλαμβάνει να το καλύψει.

Οι τράπεζες συνήθως συμμετέχουν σε μια κύρια δανειοδότηση με κοινοπρακτικά δάνεια για τα αντισταθμίσουν το κίνδυνο και να περιορίσουν την έκθεση τους σε περιορισμένους δανειζόμενους όπως απαιτείται από τα κανονιστικά πλαίσια των τραπεζών. Επιπλέον του τόκου τον οποίο εισπράττουν από το δανεισμό, οι συμμετέχουσες τράπεζες προεισπράττουν κάποιες αμοιβές τη στιγμή διαπραγμάτευσης του δανείου. Το δευτερεύον δάνειο παρέχεται από χρηματοδοτικούς οργανισμούς οι οποίοι ειδικεύονται σε τέτοιου είδους δάνεια. Εντούτοις τα τελευταία έτη παρατηρείται μια αύξηση της συμμετοχής των επενδυτικών και εμπορικών τραπεζών στη χρηματοδότηση τέτοιων δανείων.

Οι όροι με τους οποίους συστήνεται ένα κύριο δάνειο διαφέρουν μεταξύ των ΗΠΑ και της Ευρώπης αναφορικά με το ύψος, τη τιμολόγηση και τη ληκτότητά του. Στις περισσότερες από τις χώρες της παρούσας μελέτης το ύψος του κυρίως δανείου είναι ίσο με 4 φορές τα ΚΠΤΦ ενώ το ύψος του δευτερεύοντος δανείου είναι σημαντικά χαμηλότερο. Η διάρκεια αποπληρωμής του κυρίως δανείου στην Ευρώπη είναι 7-8 έτη, ενώ το εύρος των επιτοκίων είναι ίσο με 2-2,5%.

4.1.1 Ομόλογα υψηλού κινδύνου (Junk bonds)

Οι οίκοι αξιολόγησης εταιρικών ομολόγων έχουν αναπτύξει μεθόδους εκτίμησης προκειμένου να ελέγξουν την αξιοπιστία λαδή την ικανότητα και τη προθυμία των έκδοτων να πληρώσουν τους τόκους και το κεφαλαίο με το τρόπο που συμφωνήθηκε με τους επενδύτες. Η εκτίμηση βασίζεται σε ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια. Τα συστήματα αξιολόγησης κατατάσσουν τα ομόλογα σε ομόλογα επενδυτικού επιπέδου και σε ομόλογα κάτω από το επενδυτικό επίπεδο. Τα ομόλογα με την υψηλότερη αξιολόγηση λαμβάνουν α) το βαθμό AAA από τους οίκους Standard & Poor's και Fitch IBCA και β) το βαθμό Aaa από τον οίκο Moody's.

Ως αποζημίωση των επενδυτών που αγοράζουν τα Ομόλογα αυτά, η απόδοση των ομολόγων είναι πολύ υψηλότερη από εκείνη των 3Α. Για παράδειγμα, ένα ομόλογο 3Α με ληκτότητα 10 ετών μπορεί να προσφέρει απόδοση 6% ενώ ένα ομόλογο με αξιολόγηση Β μπορεί να προσφέρει απόδοση 9-11%. Σε πιο δύσκολες οικονομικές

συνθήκες με μεγάλες διακυμάνσεις των επιτοκίων και απαισιοδοξία των επενδυτών η προαναφερόμενη απόδοση ενδέχεται να είναι αρκετά υψηλότερη. Το ελάχιστο πόσο έκδοσης είναι 100 εκατ. δολ. και η ληκτότητα ανέρχεται σε 10 έτη αλλά συχνά με δικαίωμα επαναγοράς των ομολόγων μετά από π.χ. 5 έτη.

Η αγορά των ομολόγων υψηλού κίνδυνου σημείωσε ραγδαία ανάπτυξη τη δεκαετία του 80. μεταξύ των ετών 1970-1977 οι εκδόσεις των ομολόγων υψηλού κίνδυνου ανήλθαν στο 3-4% του συνόλου των εταιρικών ομολόγων . Έως το 1985, το ίδιο ποσοστό ανέβηκε στο 14%. Η ραγδαία αύξηση των ομολόγων υψηλού κίνδυνου ήταν ενδεικτική της αποδοχής τους από την αγορά δανειακών κεφαλαίων ως εργαλεία χρηματοδότησης των ταχέως αναπτυσσομένων εταιριών και των εταιρικών εξαγορών , ειδικά των LBO. Παρότι τα ομόλογα υψηλού κίνδυνου ήταν μια προσφιλής πηγή χρηματοδότησης, τα $\frac{3}{4}$ των ομολόγων υψηλού κίνδυνου που εκδόθηκαν τα έτη 1980-1986 χρησιμοποιήθηκαν για τη χρηματοδότηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων ταχέως αναπτυσσομένων εταιριών όπως η MCI.

Αυτή η πηγή χρηματοδότησης των LBO εξασθένησε στα τέλη της δεκαετίας του 80 εξαιτίας αρκετών χρεοκοπιών εταιριών που είχαν κάνει χρήση υψηλής μόχλευσης (Drexel Burnham). Η κατάρρευση ενός μεγάλου αριθμού αποταμιευτικών και πιστωτικών οργανισμών οι οποίοι υπήρξαν κύριοι παίκτες στην αγορά των ομολόγων υψηλού κίνδυνου και η ύφεση του 1990-1991 ήταν παράγοντες που συνετέλεσαν στην χειροτέρευση των οικονομικών συνθηκών.

Τα συνολικά ποσοστά αθέτησης των ομολόγων υψηλού κίνδυνου που εκδόθηκαν στα τέλη της δεκαετίας του 70 ανήλθαν σε 34% έως το 1986 (Asquith, Mullins & Wolff, 1989). Εντούτοις, ένα ποσοστό της ονομαστικής αξίας των εκδόσεων ομολόγων υψηλού κίνδυνου συχνά ανέκαμπτε καθώς οι εταιρίες έκαναν επανέναρξη των δραστηριοτήτων τους. Οι Altman και Kishore βρήκαν ότι οι δείκτες ανάκαμψης για τα κύρια δάνεια ανέρχονταν στο 58%ν του αρχικού κεφαλαίου. Λαμβάνοντας υπόψη αυτά τα ποσοστά, διαπίστωσαν ότι η πραγματική διάφορα των αποδόσεων μεταξύ ενός ομολόγου υψηλού κίνδυνου και του 10ετους ομολόγου αμερικανικού δημόσιου ήταν ίσο με 2 ποσοστιαίες μονάδες αντί για 4 μονάδες που ήταν κατά το έτος έκδοσης τους.

Οι πρώτες μελέτες της αγοράς των ομολόγων υψηλού κίνδυνου κατέληγαν στο συμπέρασμα ότι τα ομόλογα που είχαν πολύ χαμηλή αξιολόγηση απέφεραν υψηλότερες αποδόσεις από εκείνα τα ομόλογα με υψηλές αξιολογήσεις, ακόμη και κατά τη περίοδο

της κρίσης στην αγορά των ομολόγων υψηλού κίνδυνου (Hickman, 1958). Με τα δεδομένα αυτά οι επενδύτες είχαν σημαντικό κίνητρο για την αγορά των ομολόγων υψηλού κίνδυνου καθώς οι αποδόσεις τους αποζημίωναν για το κίνδυνο που έπρεπε να αναλάβουν. Μια μεταγενέστερη μελέτη (Altman & Namacher, 1985) συμπέρανε ότι τα ποσοστά αθέτησης των ομολόγων χαμηλής αξιολόγησης ήταν μόλις 2,1% κατά τα έτη 1970-1984. Αυτά τα ποσοστά αθέτησης ήταν παρόμοια με αυτά που υπολόγισαν άλλες μελέτες (Fitzpatrick & Severiens, 1984), (Fridson, 1984).

Αυτές οι πρώτες μελέτες δεν λάμβαναν υπόψη την πιθανότητα ότι ο κίνδυνος αθέτησης που σχετιζόταν με ένα ομόλογο χαμηλής αξιολόγησης μπορούσε να αυξηθεί με τη πάροδο του χρόνου. Συνεπώς, κατά τη διάρκεια περιόδων όπως αυτή της δεκαετίας του 80 όπου ο αριθμός των εκδοχών ομολόγων χαμηλής αξιολόγησης ήταν αρκετά υψηλός ο μέσος κίνδυνος αθέτησης εμφανιζόταν να κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα γιατί οι πρόσφατες εκδόσεις ομολόγων ήταν πιθανότερο να έχουν χαμηλά ποσοστά αθέτησης. Ο πίνακας 1.4 δείχνει την εκρηκτική άθηση της αγοράς ομολόγων υψηλού κίνδυνου κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 90 για επιλεγμένα έτη καθώς και τα αντίστοιχα ποσοστά αθέτησης. Αυτά τα μεγέθη δεν δείχνουν μόνο την άνοδο της αγοράς των ομολόγων αλλά και τη πτώση των ποσοστών αθέτησης από τα υψηλά επίπεδα των ετών 1990-1991 που σημειώθηκαν ακολούθως της κατάρρευσης της αγοράς των ομολόγων.

Πίνακας 4.1 Άξια ομολόγων υψηλού κίνδυνου σε κυκλοφορία

Έτος	Ονομαστική Άξια ομολόγων σε κυκλοφορία (δισ δολ.)	Ποσοστό αθέτησης
2000	584	1,14
1999	567	4,15
1998	466	1,6
1995	240	1,9
1992	163	3,4
1991	184	10,27
1990	181	10,14
1986	90	3,5
1979	10	0,19

4.2 Αγορά ιδιωτικών κεφαλαίων

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, ένα μέρος του ποσού εξαγοράς χρηματοδοτείται από εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων τα οποία παρέχονται από επενδύτες οι οποίοι συμμετέχουν ως μέτοχοι στο νέο επιχειρηματικό σχήμα. Η σύσταση των εταιριών ιδιωτικού κεφαλαίου δεν αποτελεί καινοτομία των τελευταίων ετών. Οι εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες εδώ και αρκετά χρόνια διατηρούν μερίδια σε ιδιωτικές εταιρίες. Αυτού του είδους η επένδυση είναι γνωστή και ως επενδυτική τραπεζική στις ΗΠΑ όπως και στο ΗΒ. Στις μέρες μας οι εμπορικές τράπεζες στη Γερμανία έχουν επενδύσει και με τη μορφή μετοχών όπως και με τη μορφή δανείων σε εταιρίες-πελάτες τους. Στις αρχές της δεκαετίας του 80, τα LBO πραγματοποίησαν σημαντικές αποδόσεις για τους μέτοχους εξαιτίας της επίδρασης της μόχλευσης. Το γεγονός αυτό προκάλεσε οξύ ανταγωνισμό. Από τότε, πολλές επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες έχουν αναπτύξει σημαντικές δραστηριότητες στο τομέα των εταιριών ιδιωτικών κεφαλαίων όχι μόνο μέσω της παροχής κεφαλαίων αλλά και της προσέλκυσης και άλλων επενδυτών προκειμένου να συμμετάσχουν σε ένα LBO. Εκτός από τις τράπεζες στο τομέα των εταιριών ιδιωτικών κεφαλαίων έχουν δραστηριοποιηθεί και λοιποί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί όπως ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικά ταμεία κ.α.

Η αγορά των εταιριών ιδιωτικού κεφαλαίου είναι πολυπληθής με τη συμμετοχή εξειδικευμένων εταιριών, τμημάτων επενδυτικών τραπεζών και λοιποί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Οι εταιρία άπου συμμετέχουν σε ένα αμοιβαίο κεφαλαίο διαφέρουν στα εξής:

- Ø κλάδο δραστηριοποίησης (λιανεμπόριο, φαρμακοβιομηχανίες)
- Ø ικανότητα άντλησης κεφαλαίων
- Ø ικανότητα προσφοράς ανταγωνιστικών τιμών
- Ø ταχύτητα εκτέλεσης διαδικασίας
- Ø ικανότητα να παράγουν ελκυστικές αποδόσεις στους δανειστές και στους μέτοχους

Ενώ τα προηγούμενα έτη τα LBO δημιουργούσαν Άξια μέσω της μόχλευσης, της αποταμίευσης των αφορολόγητων ποσών από τις πληρωμές των τόκων και την αποδοτική χρήση των χρηματοοικονομικών εργαλείων (μείωση κόστους κεφαλαίου), οι

μέθοδοι αυτοί δεν είναι πια αποτελεσματικοί. Η εξειδικευμένη εταιρία LBO θα πρέπει να βρει τρόπους δημιουργίας προστιθέμενης αξίας μέσω άλλων πηγών π.χ. εντοπισμός των κατάλληλων υποψήφιων επενδυτών, ικανότητα συνεργασίας με την εταιρία στόχο η τα νέα διοικητικά στελέχη. Οι μέτοχοι που συμμετέχουν σε ένα LBO όπως και τα διοικητικά στελέχη (στη περίπτωση ενός MBO) έχουν μετατρέψει το ρόλο τους από χρηματοοικονομικό σε στρατηγικό λαμβάνοντας στρατηγικές αποφάσεις, χτίζοντας συμμαχίες κτλ.

Οι επενδύτες σε εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων περιλαμβάνουν ιδιωτικούς και δημόσιους συνταξιοδοτικούς οργανισμούς, πανεπιστήμια, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, επενδυτικές τράπεζες, μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς καθώς και ιδιώτες. Οι εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων επενδύουν σε πρώιμα επενδυτικά σχήματα όπως νέες εταιρίες, ερευνητικά προγράμματα, εξελισσόμενες επενδύσεις και εξαγορές. Οι επιχειρήσεις καινοτομικού κεφαλαίου ενέχουν υψηλό κίνδυνο σε σχέση με τις επενδύσεις σε εξαγορές καθώς οι εταιρίες στόχοι είναι εδραιωμένες επιχειρήσεις με ιστορικό δραστηριότητας σε υγιείς και εύρωστες αγορές. Ο Πίνακας 4.2 παρουσιάζει στατιστικά στοιχεία σχετικά με τα κεφάλαια που επενδύθηκαν σε εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων από το 1999 έως το 2001 παγκοσμίως, στη Νότια Αμερική και στη Δ. Ευρώπη. Επίσης παρουσιάζει τα ποσά που επενδύθηκαν στις εξαγορές.

Το ποσοστό συμμετοχής της Δ. Ευρώπης ήταν το $\frac{1}{4}$ των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν στην Αμερική και στον Καναδά κατά τα έτη 1999-2000 αλλά το ποσοστό αυτό αυξήθηκε στο $\frac{1}{3}$ το 2001. Η δεύτερη πιο σημαντική αγορά εταιριών ιδιωτικού κεφαλαίου μετά τις ΗΠΑ είναι το Η.Β με 12 δις \$ το 1999 όπως και το 2000 αντιπροσωπεύοντας το 40% των μεγεθών της Δ. Ευρώπης. Το 2000 πραγματοποιήθηκε μια σημαντική στροφή προς της εταιρίες εντάσεως τεχνολογίας στο κλάδο των επικοινωνιών, του διαδικτύου, των μικροεπεξεργαστών, και των ιατρικών μηχανημάτων. Στην Δ. Ευρώπη οι επενδύσεις στην υψηλή τεχνολογία αυξήθηκαν κατά 60% (13 δις \$).

**Πίνακας 4.2 Επενδύσεις ιδιωτικών κεφαλαίων στη Ν Αμερική και στη Δ. Ευρώπη
(δισ δολ.)**

Είδος επένδυσης	Β. Αμερική			Δ. Ευρώπη			Παγκόσμια		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Σύνολο	116	146	63	27	32	22	155	199	100
Εξαγορές	62	42	23	14	13	10	78	58	36
Εξαγορές (%)	53	29	37	53	42	45	50	29	36

Στη δεκαετία του 80 και του 90 οι εταιρίες στόχοι ήταν γενικά εταιρίες οι οποίες δραστηριοποιούνταν σε ώριμους κλάδους οι οποίες θα παρήγαγαν σταθερές ταμειακές ροές. Οι εταιρίες αυτές είχαν υποτιμηθεί από τη μητρική και οι δυνατότητες τους δεν είχαν αξιοποιηθεί κυρίως λόγω της έλλειψης ενδιαφέροντος από τη μητρική. Η χαμηλή απόδοση των εταιριών στόχων σήμαινε επίσης ότι οι εταιρίες αυτές είχαν πλεονάζοντα περιουσιακά στοιχεία τα οποία θα μπορούσαν να πωληθούν και με τα μετρητά της πώλησης να αποπληρωθεί ένα μέρος του δανείου. Οι εξειδικευμένες εταιρίες εξαγορών άδραξαν την ευκαιρία, προκειμένου να προχωρήσουν στα επόμενα βήματα του στρατηγικού τους σχεδιασμού.

ΜΕΡΟΣ 5^ο

ΠΗΓΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

Σύμφωνα με αρκετές μελέτες (θα αναλυθούν εκτενέστερα στην επόμενη ενότητα) τα premia που έχουν καταβληθεί από τους αγοραστές αντιστοιχούν στο 40% της αγοραίας αξίας της μετοχικής αξίας των εξαγοραζόμενων εταιριών. Αυτά τα κέρδη ενσωματώνονται στην μετοχική απόδοση της εταιρίας με την ολοκλήρωση της μεταβίβασης των ιδιοκτησιακών τίτλων. Οι πηγές των μεγάλων αυτών αποδόσεων έχουν γίνει αντικείμενο επιστημονικής έρευνας από πολλούς μελετητές με τα συμπεράσματα σε πολλές περιπτώσεις να είναι αντικρουόμενα. Οι κυρίαρχοι παράγοντες που έχουν κατά καιρούς εξεταστεί είναι οι εξής

5.1 Φορολογικά Οφέλη

Πολλοί μελετητές θεωρούν αυτό το παράγοντα ως τη γενεσιουργό αιτία για την επίτευξη των μεγάλων αποδόσεων από τα LBO's και τα MBO's. Ο Lowenstein (1985) για παράδειγμα, υποστήριξε ότι το μεγαλύτερο ποσοστό του premium χρηματοδοτείται από τις αποταμιεύσεις που δεν καταβλήθηκαν ως φόροι. Συνεχίζοντας, ανέφερε ότι η νέα εταιρία δύναται να λειτουργεί για μια χρονική περίοδο 5-6 έτη χωρίς να καταβάλλει φόρους. Οι Lehn & Poulsen (1988) μεταξύ των συμπερασμάτων τους αναφέρουν ότι το premium που καταβάλλεται στους μετόχους της εταιρίας στόχου εμφανίζει θετική συσχέτιση με το δείκτη υποχρεώσεων από φόρους προς ίδια κεφάλαια της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Τα φορολογικά κίνητρα που έχουν προταθεί ως σημαντικές πηγές δημιουργίας εσόδων είναι α) οι φορολογικές απαλλαγές στην αποπληρωμή των τόκων που προβλέπονται σε περιπτώσεις ιδιωτικοποιήσεων, β) οι υψηλές μειώσεις των αποσβέσεων που σχετίζονται με την αύξηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης εταιρίας σε περιπτώσεις ιδιωτικοποιήσεων με υψηλή μόχλευση, και γ) τα φορολογικά πλεονεκτήματα που απορρέουν από ιδιωτικοποιήσεις εταιριών μέσω ESOP (employee stock ownership plans)* (USA only).

5.2 Η επίδραση των LBO's και των MBO's στα κίνητρα των διοικητικών στελεχών και στα κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs)

Συχνά έχει διατυπωθεί η άποψη ότι μέσω των LBO's και των MBO's ενισχύεται η μερίδα συμμετοχής των διοικητικών στελεχών της εξαγοραζόμενης εταιρίας προκειμένου να ενισχυθούν τα κίνητρα τους για αυξημένη απόδοση. Όταν τα έξοδα επίβλεψης και εποπτείας της διοίκησης κυμαίνονται σε υψηλά επίπεδα, τα διοικητικά στελέχη αντικαθίστανται, αρκετές φορές λανθασμένα. Τα μέλη της διοίκησης στη προσπάθεια τους να προστατέψουν τη θέση και την εικόνα τους προς τους μετόχους της εταιρίας, αναλαμβάνουν επενδυτικά προγράμματα χαμηλής κερδοφορίας τα οποία όμως θα μοιράσουν μερίσματα στους μετόχους. Η προοπτική της εξαγοράς δίνει τη δυνατότητα να απαλειφθούν τα συγκεκριμένα κόστη. Επίσης, οι ελεύθερες ταμειακές ροές, ωθούν τα διοικητικά στελέχη να επενδύουν τα ποσά αυτά σε αποδόσεις μικρότερες από το κόστος κεφαλαίου ή σε άλλες αναποτελεσματικές επενδύσεις αντί να τα καταβάλλουν ως μερίσματα στους μετόχους. Η αυξημένη μόχλευση μέσω των LBO's δεσμεύει τις ταμειακές ροές προς την αποπληρωμή του χρέους. Επιπλέον, οι κίνδυνοι που απορρέουν από ενδεχόμενες εχθρικές εξαγορές δίνει επιπλέον κίνητρα στα στελέχη της υπό εξαγορά εταιρίας να ενισχύσουν τη μερισματική της πολιτική (Jensen,1986). Τέλος, στη περίπτωση που τα μέλη της διοίκησης αποστρέφονται τον κίνδυνο, το αυξημένο χρέος θα τους ασκήσει σημαντικές πιέσεις προκειμένου να αυξήσουν την απόδοση της εταιρίας για να μην οδηγηθεί αυτή σε πτώχευση. .

5.3 Μεταφορά πλούτου

Δεδομένου ότι οι δείκτες μόχλευσης των εταιριών στόχων αυξάνονται σημαντικά, τα κέρδη των μετόχων μπορούν να ερμηνευθούν εν μέρει ως μεταφορά πλούτου από τους κατόχους ομολογιών (Warga & Welch,1993). Σε πολλές περιπτώσεις όμως τα συμφέροντα των τελευταίων διασφαλίζονται με δυο τρόπους : Αναφέρεται ρητά ότι β) η νέα έκδοση δεν υποσκελίζει την παλαιότερη και β) η νέα έκδοση μπορεί να έχει μικρότερη ληκτότητα από τη παλιά.

5.4 Ασύμμετρη πληροφόρηση

Τα υψηλά premia που καταβάλλονται από τους επενδύτες σχετίζονται με το επιχείρημα ότι τα διοικητικά στελέχη ή οι επενδύτες έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους μετόχους για την αξία της εταιρίας. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, μια πρόταση εξαγοράς δίνει σήμα στην αγορά ότι οι μελλοντικές ταμειακές εισροές θα είναι μεγαλύτερες από αυτές που αναμενόταν ή ότι η βιωσιμότητα της εταιρίας εμπεριέχει μικρότερο κίνδυνο από αυτόν που θεωρεί η αγορά. Μια παραλλαγή αυτής της άποψης είναι το επιχείρημα ότι η επενδυτική ομάδα πιστεύει ότι η νέα εταιρία έχει μεγαλύτερη αξία από την προτεινόμενη και συνεπώς οι μέτοχοι της εισπράττουν λιγότερα από ό,τι θα εισέπρατταν οι καλά πληροφορημένοι μέτοχοι. Αυτή η θεωρία συνηγορεί με την άποψη ότι η πρόταση εξαγοράς από το μάνατζμεντ της εταιρίας στόχου (MBO) δεν είναι σε θέση να αποκαλύψει σημαντικές πληροφορίες και να ορίσει μια ανταγωνιστική τιμή για την εταιρία αυτή (παρά το γεγονός ότι για να προχωρήσει η εξαγορά, θα πρέπει να εγκριθεί από μια ειδική επιτροπή του διοικητικού συμβουλίου που δεν θα συμμετάσχει στην νέα εταιρία).

Η επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας έχει δείξει ότι χρησιμοποιούνται δυο διαφορετικές μέθοδοι προκειμένου να μελετηθούν παρόμοιες έρευνες. Η πρώτη μέθοδος είναι **η σύγκριση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων με βάση τα λογιστικά μεγέθη πριν και μετά το εξεταζόμενο γεγονός**. Αξίζει να σημειωθεί ότι γίνεται εκτεταμένη χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου από επιστημονικούς μελετητές που εξετάζουν το θέμα το οποίο πρόκειται να αναπτυχθεί στη παρούσα μελέτη (Lehn & Poulsen, 1989, Andrade & Kaplan 1998, Muscarella & Vetsuypens 1990). Η δεύτερη μέθοδος, η οποία θα εφαρμοστεί στη παρούσα μελέτη, είναι η **μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study analysis)**. Σύμφωνα με τη μέθοδο συγκρίνονται οι πραγματικές αποδόσεις των εταιριών που συμμετέχουν στην εξαγορά με τις αναμενόμενες αποδόσεις που θα πραγματοποιούσαν αν δεν συνέβαινε το γεγονός.

ΜΕΡΟΣ 6^ο

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

Οι ερευνητές στη πλειοψηφία τους βασίζουν τις μελέτες τους στη μέθοδο της χρήσης λογιστικών στοιχείων αναλύοντας τον αντίκτυπο που έχουν οι εξαγορές στα λογιστικά μεγέθη των εταιριών (κέρδη, ταμειακές ροές, βασικοί δείκτες) συγκρίνοντας τη πορεία των μεγεθών πριν και μετά το event. Οι έρευνες που βασίζονται στη μέθοδο των μη κανονικών αποδόσεων είναι σαφώς λιγότερες παρότι η εν λόγω μέθοδος έχει αρκετά πλεονεκτήματα όπως

- ∅ Ευκολία χρήσης μεγάλου δείγματος και εξαγωγής συμπερασμάτων
- ∅ Απομόνωση επίπτωσης διαφορετικών λογιστικών μεθόδων επί της κερδοφορίας της επιχείρησης και από χώρα σε χώρα
- ∅ Δυνατότητα για απομόνωση της επίπτωσης σημαντικών άλλων γεγονότων εάν η περίοδος παρατήρησης είναι βραχύβια.

6.1 Μελέτες που βασίζονται στη μεθοδολογία των μη κανονικών αποδόσεων

Οι **Easterwood, Singer, Seth και Lang** (1994) εξέτασαν ένα δείγμα 184 εταιριών οι οποίες συμμετείχαν σε προτάσεις για εξαγορές από διοικητικά στελέχη των εταιριών στόχων MBO μεταξύ των ετών 1978-1988. Η εφαρμογή της μεθόδου των μη κανονικών αποδόσεων πραγματοποιήθηκε με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς με περίοδο παρατήρησης 20 ημέρες πριν την ανακοίνωση της πρότασης έως την ημέρα έγκρισης της πρότασης από τους μέτοχους. Συγκεκριμένα, διαχώρισαν το δείγμα τους σε δυο κατηγορίες με κριτήριο τον αριθμό των προσφορών που έχουν δεχτεί οι εταιρίες στόχοι και τις τυχόν διάφορες που υπήρξαν στις μέσες μη κανονικές αποδόσεις των εταιριών από το διαχωρισμό αυτό. Έτσι από τις 184 περιπτώσεις οι 71 προτάσεις εξαγορών πραγματοποιήθηκαν σε ένα περιβάλλον ανταγωνισμού ενώ οι υπόλοιπες 113 εταιρίες δεν έγιναν αντικείμενο επίσημου ενδιαφέροντος για εξαγορά από άλλες εταιρίες. Η μελέτη έδειξε ότι οι 71 εταιρίες πραγματοποίησαν υψηλότερες αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (43,7) από τις υπόλοιπες 113 εταιρίες του δείγματος που

δεν σημείωσαν υψηλότερες αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (26,1%). Οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι αποδόσεις των μετοχών της υπό εξαγορά εταιρίας επηρεάζονται από τις συνθήκες κάτω από τις οποίες πραγματοποιείται η εν λόγω πρόταση και συγκεκριμένα από τον αριθμό των προτάσεων που έχει δεχτεί η εταιρία στόχος.

Οι **Lehn και Poulsen** (1988) στη προσπάθεια τους να μελετήσουν τις ωφέλειες που προκύπτουν για τους μέτοχους των εταιριών στόχων από προτάσεις ιδιωτικοποιήσεων μέτρησαν τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για 263 εταιρίες για τρεις διαφορετικές περιόδους παρατηρήσεων . Συγκεκριμένα, για το event window [-1,1] οι αποδόσεις υπολογίστηκαν σε 16,3% με t-statistic 42.8 ενώ για το event window [-10,10] οι αντίστοιχες αποδόσεις ήταν 19,9% με t-statistic 19,4. Η αναλογία του χρόνου ως προς την αύξηση των αποδόσεων ενισχύεται και από τη τρίτη περίοδο παρατήρησης [-20,20] κατά την οποία πραγματοποιήθηκαν CAAR 20,5 με t-statistic 14,3. Η μελέτη αυτή ενισχύει τα συμπεράσματα πολλών μελετών που συμφωνούν στην άποψη ότι οι ιδιωτικοποιήσεις των εταιριών γενικότερα παρέχουν πολλά κίνητρα στους μέτοχους των εταιριών στόχων.

Οι **Mitchell και Lehn** (1990) ερευνώντας δείγμα 113 εταιριών για προτάσεις εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν τη χρονική περίοδο 1982-1986 διαπίστωσαν την πραγματοποίηση μέσων αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων 38,94 % για περίοδο παρατηρήσεως [-20,40]. Η ερευνά τους επεκτάθηκε και στις μεταβολές των αποδόσεων ανάλογα με το αν οι εξαγορές είχαν φιλικό η εχθρικό χαρακτήρα. Σε δείγμα 70 εταιριών που έγιναν αποδεκτές εχθρικών εξαγορών παρατηρήθηκαν CAAR ύψους 40% ενώ σε δείγμα 43 εταιριών που έγιναν αποδέκτες φιλικών εξαγορών η αντίστοιχη απόδοση ήταν 37,21%.

Οι **Hite και Vetsuypens** (1989) μελετώντας την εξειδικευμένη περίπτωση των τμηματικών MBO διαπίστωσαν ότι οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις κυμάνθηκαν σε χαμηλά επίπεδα (0,55%) για ένα δείγμα 151 περιπτώσεων με event window [-1,1] . Επειδή η μέση τιμή πώλησης των τμημάτων αυτών αντιπροσώπευε μόνο το 16,6% της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων μιας μέσης εταιρίας στόχου, η μέση μη κανονική απόδοση θα ισοδυναμούσε με 3,3% ενός ολοκληρωμένου LBO το οποίο ποσοστό είναι πολύ χαμηλότερο από αυτά που παρατηρούνται σε παρόμοιες Μελέτες.

Ο **Kaplan** (1989) ερευνώντας δείγμα 25 εταιρών που έγιναν στόχοι MBO διαπίστωσε τη πραγματοποίηση υψηλών αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (37,9 %). Στη μελέτη του διαπίστωσε ότι τα διοικητικά στελέχη εξαιτίας της ταύτισης των συμφερόντων τους με τους ιδιοκτήτες των εταιριών δεν προχωρούν σε λήψη αποφάσεων οι οποίες πιθανώς θα έχουν ως συνέπεια τη μείωση της εταιρικής άξιας. Αντίθετα τα διοικητικά στελέχη θα προσπαθήσουν ενεργά να αυξήσουν την άξια της εταιρίας μέσω της ενίσχυσης της αποδοτικότητας των λειτουργιών της εταιρίας.

6.1 Πίνακας αποτελεσμάτων Εμπειρικών μελετών (μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων)				
Μελέτη -Περίοδος	Μορφή Εξαγοράς	Περίοδος Παρατήρησης	Μοντέλο Υπολογισμού	CAAR-(%) t-statistic
Easterwood, Singer,Seth,Lang (1990) 1978-1998	MBO	[-20, ημέρα έγκρισης από μετοχικό σώμα]	Market Model	43,7 (71) 26,1 (113)
Lehn & Poulsen (1988) 1980-1987	P2P	[-1,1] [-10,10] [-20,20]	N/A	16,3 (263) t=42,8 19,9 (263) t=19,4 20,5 (263) t=14,3
Mitchell & Lehn (1990) 1982-1986	General Buyouts	[-20,40]	Market Model	38,94 (113) 40 (70) 37,21 (43) επίπεδο σημ/τας 5%
Hite & Vetsyupens (1989)	Divisional MBO's	[-1,1]	Market Model	0,55 (151) επίπεδο σημ/τας 1%
Kaplan (1989)	MBO	[-60,0]	Market Model	37,9 (25)
Marais, Schipper, Smith (1989)	P2P	[-1,0]	Market Model	13 (80)
Amihud (1989)	LBO	[-20,0]	Market Model	19,6 (15)
De Angelo, De Angelo, Rice (1984)	P2P	[-1,1] [-40,0]	Market Model	22,27 30,4 (72)

Στη μελέτη των **Marais, Schipper και Smith** (1989) παρατηρήθηκαν υψηλές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις, κρίνοντας από το χρονικό διάστημα παρατήρησης (-1,0). Επίσης στην ίδια μελέτη παρατηρήθηκε για την αγορά της Αμερικής μια σταδιακή μείωση στην βαθμολόγηση των ομόλογων των εταιριών λίγες μέρες πριν την ανακοίνωση των εξαγορών ως ένα σημάδι αύξησης του κινδύνου. Ο **Amihud** (1989) πραγματοποιώντας ερευνά για 15 εταιρίες που έγιναν στόχοι LBO's με περίοδο παρατήρησης (-20,0), διαπίστωσε τη πραγματοποίηση υψηλών αποδόσεων (19,6). Επίσης, στην ίδια μελέτη αναφέρεται ότι η πλειοψηφία των εταιριών διανέμει υψηλό μέρισμα στους μέτοχους κατά την εταιρική χρήση που προηγείται της εξαγοράς. Οι **De Angelo, De Angelo, Rice** (1984) μελετώντας δείγμα 72 εταιριών που έγιναν στόχοι εξαγορών, διαπίστωσαν την πραγματοποίηση CAAR 22,27 % για περίοδο παρατήρησης (-1,1) και 30,4 για περίοδο παρατήρησης (-40,0).

6.2 Μελέτες που βασίζονται στη μέθοδο των Λογιστικών Μεγεθών

Οι **De Angelo, De Angelo, και Rice** διαπίστωσαν ότι η μέση μεταβολή στο πλούτο των μετοχών κατά την ανακοίνωση του LBO ήταν 22% η οποία ήταν στατιστικά σημαντική. Η σωρευτική αύξηση στο πλούτο των μετοχών 40 ημέρες μετά το event day ήταν μεγαλύτερη από 30%. Οι ίδιοι ερευνητές προέβησαν και στον έλεγχο των επιπτώσεων υπό το γεγονός της ανακοίνωσης της ματαίωσης της επικείμενης Εξαγοράς. Σε δείγμα 18 εταιριών για τη περίοδο 1973-1980 η ανακοίνωση της απόσυρσης της πρότασης προκάλεσε μείωση στο πλούτο των μετοχών κατά 9%.

Οι **Lehn και Poulsen** (1989) μελετώντας ένα δείγμα 55 εταιριών διαπίστωσαν ότι ο δείκτης ξένων προς ίδιων κεφαλαίων ανερχόταν σε 46% πριν από την ανακοίνωση του LBO. Κατόπιν της περιόδου ανακοίνωσης, ο ίδιος δείκτης αυξήθηκε σε 552%.

Ο **Kaplan** (1991) μελετώντας 21 περιπτώσεις εξαγορών (LBO's) διαπίστωσε ότι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση των επενδυτών (δανειστών και μετοχών) ήταν κατά 26% υψηλότερη από την απόδοση του δείκτη αναφοράς S&P 500 (ο χρονικός ορίζοντας δεν αναφέρεται). Στη συνέχεια ανέφερε ότι η υπερβάλλουσα απόδοση που παρατηρήθηκε είναι σχεδόν ίδια με το premium που αποδόθηκε στους μέτοχους της εταιρίας στόχου. μέσω διαδικασίας παλινδρόμησης ο Kaplan συμπέρανε ότι η υπερβάλλουσα απόδοση των επενδυτών συνδεόταν άμεσα με τη μεταβολή στα λειτουργικά έσοδα παρά με τα πιθανά φορολογικά οφέλη από την εξαγορά.

ΜΕΡΟΣ 7^ο

ΔΕΔΟΜΕΝΑ - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

7.1 Περιγραφή Δείγματος

Η ερευνητική εργασία σε αυτή τη μελέτη διεξήχθη σε ένα δείγμα 103 εταιριών στόχων επιτυχών LBO's και 50 εταιριών στόχων επιτυχών MBO's που πραγματοποιήθηκαν σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατά τη χρονική περίοδο 2000-2004. Το δείγμα των υπό εξαγορά εταιριών συγκροτήθηκε από τη κεντρική βάση δεδομένων εξαγορών και συγχωνεύσεων της Thomson One Bankers Deals. Το κοινό στοιχείο των εταιριών του δείγματος είναι ότι αποτελούν στόχους εξαγοράς (LBOs και MBOs) οι οποίες είναι ολοκληρωμένες. Το δείγμα των εταιριών και το event window είναι επαρκές, συγκριτικά με μεγέθη παρομοίων ερευνών που πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α. και στη Ευρώπη, προκειμένου να υπολογιστούν οι παραγόμενες εταιρικές αποδόσεις.

Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει εκείνες τις εξαγορές που ικανοποιούν τα κάτωθι κριτήρια :

1. Γνωστοποίηση της πρότασης εξαγοράς μέσω δανειακών κεφαλαίων από εξωτερικούς επενδύτες ή τη διοίκηση της επιχείρησης
2. Η νέα εταιρία αποτελεί μια ανεξάρτητη οντότητα (όχι θυγατρική μιας άλλης εταιρίας)
3. Οι μετοχές των εταιριών στόχων είναι διαπραγματεύσιμες στις χρηματιστηριακές αγορές της χώρας προέλευσης τους.
4. Δεν έχουν πραγματοποιηθεί προτάσεις εξαγοράς κατά τη χρονική περίοδο παρατήρησης.
5. Ειδικά για τις περιπτώσεις των MBO's θα πρέπει να γνωστοποιείται ότι τουλάχιστον ένα μέλος της διοικητικής ομάδας θα κατέχει μετοχικό δικαίωμα επί της ιδιοκτησίας.

7.2 Δεδομένα

Τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν είναι τα ακόλουθα

- 1) Η ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης της επικείμενης εξαγοράς για κάθε εταιρία στόχο. Οι ημερομηνίες, τα στοιχεία των εμπλεκόμενων καθώς και η αξία των εξαγορών θα συλλεχθούν από την βάση δεδομένων Thomson One Bankers Deals. Η συλλογή των στοιχείων θα πραγματοποιηθεί για το διάστημα 2000-2004.
- 2) Οι ημερήσιες τιμές των μετοχών των εταιριών για το χρονικό διάστημα από την αρχή της περιόδου υπολογισμού μέχρι το τέλος της περιόδου παρατηρήσεως (-200,40). Τα στοιχεία αυτά θα συλλεχθούν από τη βάση δεδομένων Datastream.
- 3) Οι ημερήσιες τιμές του δείκτη αναφοράς (γενικός δείκτης τιμών της χώρας στην οποία ανήκει η εταιρία στόχος) για το χρονικό διάστημα 2000-2004.

7.3 Διατύπωση υποθέσεων

Οι βασικές υποθέσεις που θα αποτελέσουν αντικείμενο έλεγχου της παρούσης εργασίας είναι οι ακόλουθες:

H1: Οι μετοχές των εταιριών που αποτελούν στόχους εξαγορών μέσω δανειακών κεφαλαίων (LBO's) πραγματοποιούν θετικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις, στατιστικά σημαντικές κατά τη περίοδο γύρω από την ημερομηνία της πρώτης επίσημης ανακοίνωσης του εξεταζόμενου γεγονότος,

H2 Οι μετοχές των εταιριών που αποτελούν στόχους εξαγορών μέσω δανειακών κεφαλαίων από τη διοίκηση των εταιριών στόχων (MBO's), πραγματοποιούν θετικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις, στατιστικά σημαντικές, κατά τη περίοδο γύρω από την ημερομηνία της πρώτης επίσημης ανακοίνωσης του εξεταζόμενου γεγονότος.

7.4 Μεθοδολογία

Η μέθοδος που θα ακολουθήσουμε προκειμένου να καταγράψουμε τις επιδράσεις των εξεταζόμενων μορφών εξαγορών είναι η μεθοδολογία των μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns methodology) ή event study analysis. Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος πάνω στο πλούτο των μετοχών τόσο του υποψήφιου αγοραστή όσο και της εταιρίας στόχου εξαγοράς. Η παρούσα ερευνά θα προσπαθήσει να εκτιμήσει την επίπτωση των εξεταζόμενων μορφών εξαγορών στο πλούτο των μετοχών της εταιρίας στόχου.

Η μεθοδολογία των μη κανονικών αποδόσεων αφορά ex-ante ανάλυση και εφαρμόστηκε πρώτη φορά στη μελέτη των Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) για την επίπτωση της δημόσιας ανακοίνωσης των stock splits στις τιμές των μετοχών. Η μέθοδος αυτή γενικά συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις των bidders και targets κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης της προσφοράς μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσεως του με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις (predicted or expected returns) στην διάρκεια της ίδιας περιόδου που έχουν υπολογιστεί βάσει μιας περιόδου (συνήθως 3-5 έτη προ του event) η οποία είναι καθαρή από το συγκεκριμένο γεγονός. Η διάφορα μεταξύ των αποδόσεων λέγεται abnormal return η residual και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός .

Εάν η διάφορα αυτή είναι θετική τότε το εξεταζόμενο γεγονός δημιουργεί αξία εάν είναι αρνητική καταστρέφει αξία (negative NPV project) ενώ εάν είναι μηδενική τότε η επίπτωση είναι ουδέτερη. Για να ελεγχθεί εάν ισχύουν οι επίπτωσεις αυτές για το Δείγμα των παρατηρήσεων γίνονται στατιστικοί έλεγχοι σημαντικότητας (παραμετρικοί και μη παραμετρικοί). Οι μη παραμετρικοί έλεγχοι γίνονται καθώς έχει παρατηρηθεί ότι οι κατανομές των αποδόσεων των μετοχών δεν είναι κανονικές

Η μη κανονική απόδοση (Abnormal Return) δίδεται από τον τύπο

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

$j = 1, 2, 3, 4, \dots, N$ μετοχές του δείγματος

$t = 1, 2, 3, 4, \dots, T$ μήνες η ημέρες

R_{jt} = αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

$E(R_{jt})$ = προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

Υπάρχουν έτσι δυο χρονικές περίοδοι. Αυτές είναι η περίοδος υπολογισμού (estimation period) των καθαρών αποδόσεων και η περίοδος παρατηρήσεως (observation period) που μπορεί να καταταμηθεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους τα λεγόμενα (event windows). Η ημερομηνία του γεγονότος ημέρα η μήνας δημόσιας ανακοίνωσης της προσφοράς λέγεται event day/ month και τοποθετείται στην όλη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0. συνήθως το estimation period αρχίζει 1-3 μήνες πριν το σημείο 0 για να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος από την αγορά που μπορεί και να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών.

Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται με βάση τις τιμές των μετοχών και τα μερίσματα (με την υπόθεση ότι αυτά επανεπενδύονται) ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων οι οποίες λέγονται και benchmark returns είναι κάπως πιο πολύπλοκος και γίνεται με την ανάλυση παλινδρόμησης με τη βοήθεια διάφορων υποδειγμάτων . Τα υποδείγματα που θα χρησιμοποιηθούν στη συγκεκριμένη εργασία είναι το υπόδειγμα της αγοράς (market model)

Πιο αναλυτικά η μεθοδολογία που θα εφαρμοστεί στη συγκεκριμένη εργασία είναι η εξής

- 1) Προσδιορισμός του γεγονότος (event), της περιόδου υπολογισμού (estimation period) καθώς και της υποπεριόδου παρατηρήσεως (event window). Στη παρούσα έρευνα το event θεωρείται η ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης του bid ενώ μια ενδεικτική χρονική περίοδος η οποία θα αποτελέσει τη περίοδο παρατήρησης είναι 1 μήνας πριν το γεγονός έως 40 ημέρες μετά από αυτό. Όπως συμβαίνει και σε έναν μεγάλο αριθμό εμπειρικών μελετών σε συναφή θέματα η σημασία της χρονικής διάρκειας πριν από το γεγονός λαμβάνεται σοβαρά υπόψη εξαιτίας της επίδρασης της εσωτερικής πληροφόρησης. Για το λόγο αυτό θα εξαιρέσουμε από τη περίοδο

υπολογισμού το χρονικό διάστημα των 30 ημερών πριν από το γεγονός ώστε να μην επηρεαστούν οι μετρήσεις μας από το γνωστό leakage of information effect.

- 2) Επιλογή τιμών των μετοχών των εταιριών του δείγματος
- 3) Επιλογή συγκεκριμένου υποδείγματος για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων

Όπως περιγράψαμε πιο πάνω θα χρησιμοποιήσουμε το εξής υπόδειγμα για την εκτίμηση των αποδόσεων

Το υπόδειγμα της αγοράς (Market Model)

Το υπόδειγμα αυτό που εφαρμόζεται συνήθως στα event studies συσχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση ενός benchmark portfolio (proxy of the true market portfolio) που συνήθως είναι ο γενικός δείκτης της αγοράς (risk adjusted).

$$R_{jt} = a_j + b_j R_{mt} + e_{jt}$$

a_j = ο σταθερός όρος (intercept term)

b_j = το beta της αγοράς που δείχνει τη μεταβλητότητας της μετοχής σε σχέση με την αγορά (systematic risk)

R_{mt} = η απόδοση του γενικού δείκτη της χώρας προέλευσης της εταιρίας στόχου

e_{jt} = error term

Οι παράμετροι a_j και b_j που υπολογίζονται κατά τη διάρκεια του estimation period με τη παλινδρόμηση του αποθηκεύονται για να χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια για να υπολογίσουν τις προβλεπόμενες αποδόσεις (Expected η Forecasted Returns) για το observation period. Η εκτίμηση των παραμέτρων a_j γίνεται σύμφωνα με την εξίσωση $a_j = r - b_j R$ ενώ η εκτίμηση των b_j γίνεται σύμφωνα με την εξίσωση $b_j = \text{COV}(r, R) / \text{Var}(R)$. Η εκτίμηση των παραμέτρων θα γίνει με βάση τις τιμές των μετοχών του δείγματος στο

διάστημα (-200,-31) για να αποφευχθεί η μεροληψία των εκτιμητών εξαιτίας του φαινομένου που προαναφέρθηκε . Θα πρέπει να τονιστεί στο σημείο αυτό ότι μια αρκετά μεγάλη περίοδος υπολογισμού δεν θα φέρει και ακριβέστερες εκτιμήσεις αναφορικά με τις περιπτώσεις των LBO's και MBO's. Οι εταιρίες στόχοι δεν εμφανίζουν μεγάλες διακυμάνσεις στις πωλήσεις τους και στη χρηματοοικονομική τους απόδοση γενικότερα. ενώ η στασιμότητα στις επενδυτικές τους δραστηριότητες και στις ταμειακές εισροές τους αποτελούν κύρια χαρακτηριστικά τους.

Η νέα εξίσωση παλινδρόμησης για τις προβλέψεις των αποδόσεων δίνεται από τον τύπο

$$E(R_{jt}) = E(a_j) + E(b_j)R_{mt} + e_{jt}$$

4. Για να εξαχθούν τα κατάλληλα συμπεράσματα θα πρέπει αφού υπολογισθούν τα AR's για κάθε μια επιχείρηση j του δείγματος N, σε κάθε χρονικό σημείο t στη συνέχεια να υπολογισθεί ο μέσος όρος αυτών των αποδόσεων και το άθροισμα των μέσων όρων μέσα στο χρόνο $t = 1, 2, \dots, T$, αφού γίνουν βέβαια και οι κατάλληλοι έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας.

Πιο αναλυτικά, θα υπολογίσουμε τις μέσες ημερήσιες μη κανονικές αποδόσεις για τις εταιρίες που έγιναν στόχος εξαγορών α) μέσω δανειακών κεφαλαίων (LBOs) και β) μέσω δανειακών κεφαλαίων από τη διοίκηση της εταιρίας. (MBOs). Στη συνέχεια θα υπολογίσουμε τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAAR) για κάθε ημέρα των event window (-30,40), (-30,0), (0,40) και 0. Οι έννοιες αυτές δίνονται από τους κάτωθι τύπους

Μέση μη κανονική απόδοση (Average Abnormal Return)

$$AAR_t = \sum AR_{jt}/N$$

Αθροιστική Μέση μη κανονική απόδοση (Cumulative Average Abnormal Return)

$$CAAR_t = \sum AAR_t$$

Η στατιστική σημαντικότητα των H1, H2 θα ελεγχθεί μέσω του στατιστικού συντελεστή t (t-statistics), όπου

$t_{AAR} = AAR_t / S(AAR_t)$ $t_{CAAR} = CAAR_t / S(AAR_t)$, όπου $S(AAR_t)$ είναι η τυπική απόκλιση των $CAAR_t$ του estimation window.

Δεχόμαστε για τα δείγματα επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha = 5\%$. Συνεπώς αν οι ημερήσιες τιμές των t_{AAR} και t_{CAAR} είναι μεγαλύτερες από 1,96 τότε η έκτακτη απόδοση της κάθε ημέρας θα είναι στατιστικά σημαντική. Επιπροσθέτως, θα εφαρμόσουμε στατιστικούς έλεγχους, παραμετρικούς και μη παραμετρικούς, across time και across firms.

ΜΕΡΟΣ 8ο

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

8.1 Εξέταση μέσων μη κανονικών αποδόσεων (AAR's) και αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) εταιρειών που έγιναν στόχοι εξαγορών μέσω δανειακών κεφαλαίων (LBO's)

8.1.1 Αγορά Η.Β

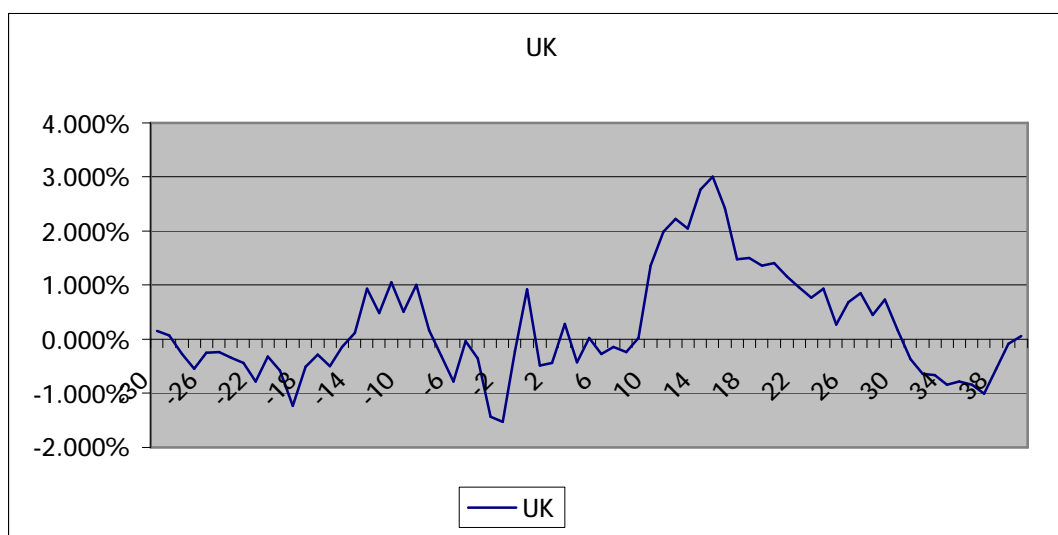
Το δείγμα της μελέτης για την αγορά του HB περιλαμβάνει 31 εταιρίες στόχους LBO. Παρατηρούμε στο πίνακα 1 ότι για περίοδο 30 ημερών πριν την ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης έως και 40 ημέρες μετά, η μέση μη κανονική αθροιστική απόδοση είναι της τάξης του 0,0606 % τιμή μη στατιστικά σημαντική (επίπεδο εμπιστοσύνης $\alpha=5\%$).

Πίνακας 8.1.1

UK				
Event window	CAAR	T-stat	J3 Across Time	J3 Across Firms
-30, 40	0.0606%	0.0137	-0.3560	-0.1187
-30, 0	0.9214%	0.2958	-0.5388	-1.9757
0, 40	0.2916%	0.0875	0.1562	1.7179
0	1.1524%	2.2505		

Αντίθετα η μέση μη κανονική απόδοση που πραγματοποιήθηκε κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης του γεγονότος ανήλθε σε 1,15%, που υπήρξε ωστόσο στατιστικά σημαντική. Αξιοσημείωτη είναι η αυξητική πορεία των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων λίγες ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης και κατά την ημερομηνία αυτή. Χαρακτηριστικά, σε διάστημα 15 ημερών πριν την ημέρα 0 πραγματοποιήθηκαν 12 θετικές μέσες αθροιστικές αποδόσεις. Όπως έχει σημειωθεί σε αρκετές μελέτες, η αγορά προχώρησε σε προεξόφληση του επικείμενου γεγονότος πριν την επίσημη ανακοίνωση του.

Σχήμα 8.1.1 Διαγραμματική απεικόνιση των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) για δείγμα 31 εταιριών στην αγορά του Η.Β



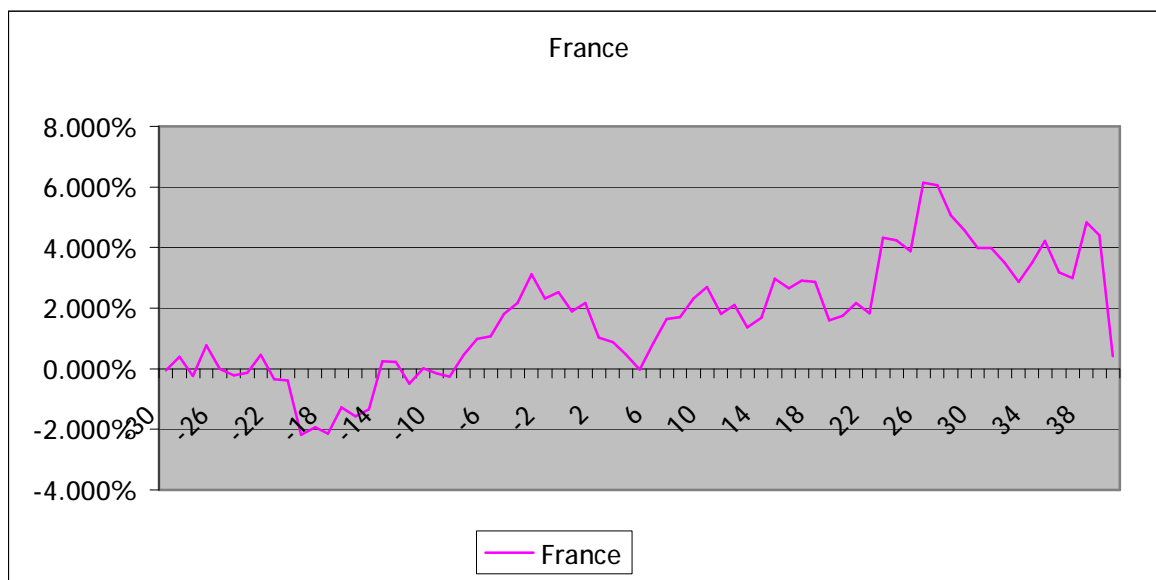
8.1.2 Αγορά Γαλλίας

Σε δείγμα 26 εταιριών-στόχων εξαγορών μέσω δανειακών κεφαλαίων σημειώθηκαν στατιστικά σημαντικές θετικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (AAR) τις ημέρες 15, 23 και 26 ενώ τις πρώτες 5 ημέρες μετά την ημέρα 0 εμφανίζουν ελαφρά θετικές AAR. Αντίθετα δεν εμφανίζεται σε καμία περίοδο παρατήρησης στατιστική σημαντικότητα αναφορικά με τις αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις των εταιριών, οι οποίες παρουσιάζονται ελαφρά θετικές. Στη περίπτωση της αγοράς της Γαλλίας, σύμφωνα με μελέτη των Philippe Desbrieres και Alain Schatt (1999), ορισμένα αποτελέσματα δεν υποστηρίζουν πολλές φορές μελέτες που πραγματοποιήθηκαν σε άλλες αγορές όπως οι ΗΠΑ ή το ΗΒ και εμφανίζουν υψηλές εταιρικές αποδόσεις.

Πίνακας 8.1.2

France				
	CAAR	T-stat	J3 Across Time	J3 Across Firms
-30, 40	0.4196%	0.0548	-0.5934	4.3911
-30, 0	1.8966%	0.4979	0.1796	-0.1796
0, 40	2.1167%	0.3174	-1.0932	6.0908
0	0.6397%	1.2622		

Σχήμα 8.1.2 Διαγραμματική απεικόνιση των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) για δείγμα 26 εταιριών στην αγορά της Γαλλίας



Όπως παρατηρούμε και στο διάγραμμα οι υψηλές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις πραγματοποιούνται γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης της εξαγοράς καθώς και 30 ημέρες μετά από αυτή.

8.1.3 Αγορά Γερμανίας

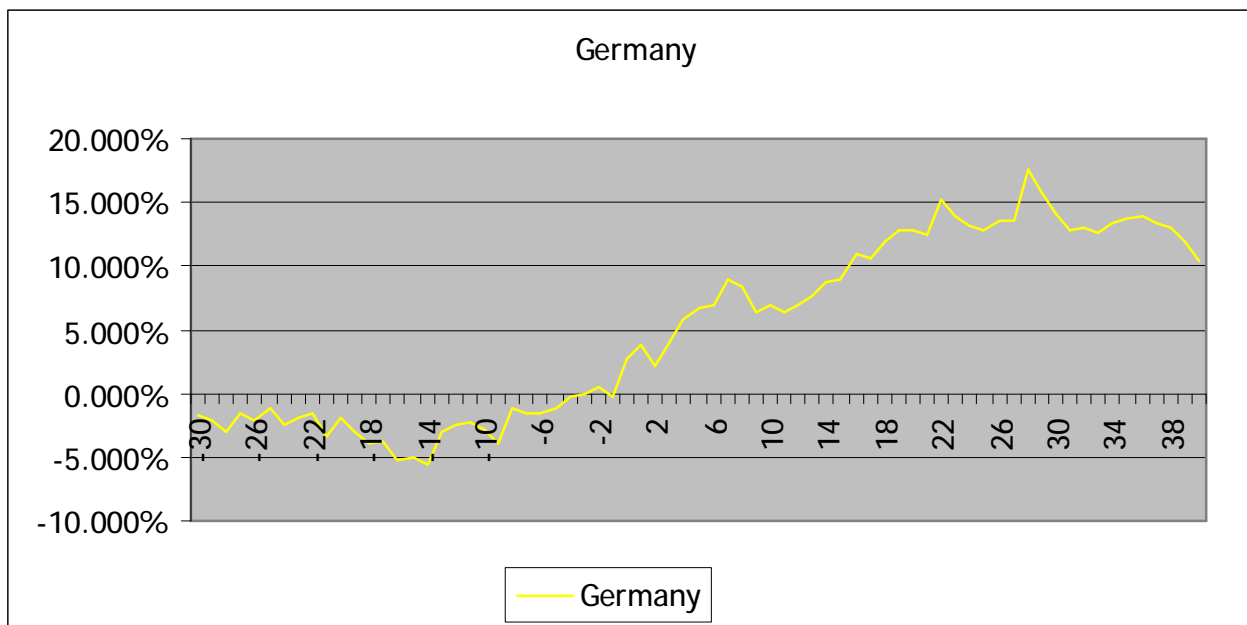
Το δείγμα της μελέτης για την αγορά της Γερμανίας περιλαμβάνει 34 εταιρίες στόχους LBO. Από το πίνακα 11 φαίνεται ότι πραγματοποιήθηκαν υψηλές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις αλλά όχι όμως και στατιστικά σημαντικές. Στα ίδια μεγέθη κυμάνθηκαν και οι αποδόσεις για περίοδο παρατήρησης 40 ημερών μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός της πραγματοποίησης ελαφρά θετικής αθροιστικής μέσης μη κανονικής απόδοσης την ημέρα 0 η οποία συνοδεύεται από υψηλά επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας.

Πίνακας 8.1.3

Germany				
	CAAR	T-stat	J3 Across Time	J3 Across Firms
-30, 40	10.3398%	0.9619	0.5934	1.5428
-30, 0	2.6889%	0.3971	0.1796	-4.8493
0, 40	10.5467%	1.1936	0.7809	6.4031
0	2.8958%	3.5216		

Όπως φαίνεται και στη διαγραμματική απεικόνιση, η υψηλότερη αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση σημειώνεται την 28η ημέρα (17%).

Σχήμα 8.1.3 Διαγραμματική απεικόνιση των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) για δείγμα 34 εταιριών στην αγορά της Γερμανίας



8.1.4 Αγορά Σουηδίας

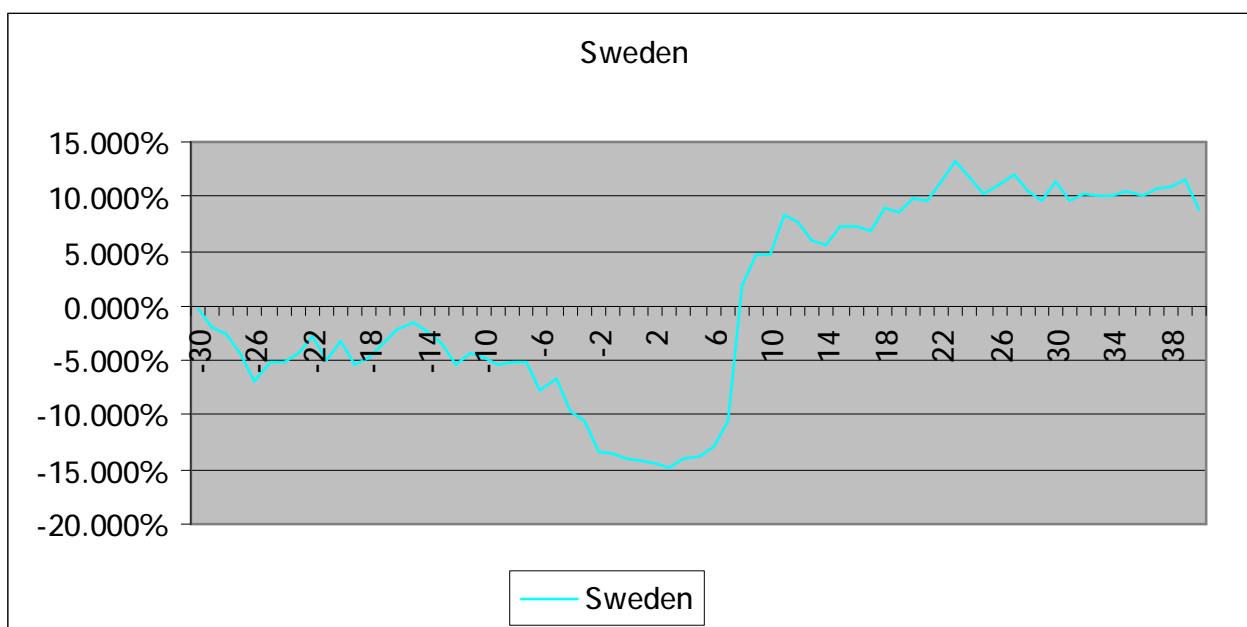
Εξετάζοντας το δείγμα των 12 εταιριών που έγιναν στόχοι επιτυχών εξαγορών στην αγορά της Σουηδίας διαπιστώνουμε τη πραγματοποίηση CAAR 8,71% μη στατιστικά σημαντικών ($t=0,5085$) για τη περίοδο (-30,40), 14% μη στατιστικά σημαντικών ($t=1,6873$) για τη περίοδο (-30,0), 22,29% μη στατιστικά σημαντικών ($t=1,4880$) για τη περίοδο (0,40) και -0,4663% μη στατιστικά σημαντικών ($t=0,2492$) για την ημέρα 0.

Ειδικά για το διάστημα (0,40) οι αποδόσεις είναι αρκετά υψηλές, γεγονός που αντισταθμίζει την πραγματοποίηση υψηλών αρνητικών αποδόσεων κατά τη περίοδο(-10,0). Παρατηρώντας τη πορεία των μέσων μη κανονικών αποδόσεων διαπιστώνουμε την μεταστροφή της πτωτικής τάσης των εξεταζόμενων μεγεθών από την 7^η ημέρα μετά την ανακοίνωση του γεγονότος

Πίνακας 8.1.4

Sweden				
	CAAR	T-stat	J3 Across Time	J3 Across Firms
-30, 40	8.7124%	0.5085	-0.1187	-0.5934
-30, 0	14.0501%	1.6873	-1.2572	-5.5678
0, 40	22.2962%	1.4880	0.7809	3.9043
0	-0.4663%	0.2492		

Σχήμα 8.1.4 Διαγραμματική απεικόνιση των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) για δείγμα 12 εταιριών στην αγορά της Σουηδίας



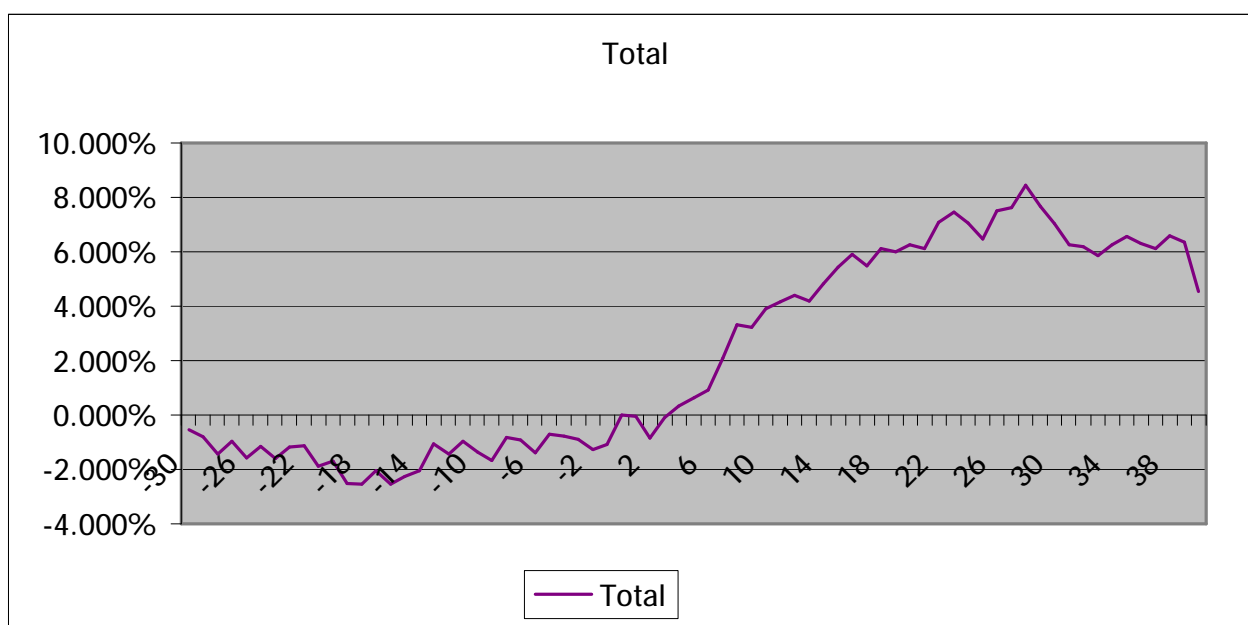
8.1.5 Αγορά Ευρώπης

Παρατηρώντας τη συνολική εικόνα των εξεταζόμενων αγορών, συμπεραίνουμε ότι πραγματοποιούνται θετικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις, στατιστικά σημαντικές, στην ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης. Επιπλέον στη περίοδο (-20,0) υπάρχουν αρκετές θετικές αποδόσεις, πιθανόν λόγω της διαρροής πληροφοριών. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες θετικές αποδόσεις πραγματοποιούνται στο διάστημα (7,28) όπως φαίνεται και στη διαγραμματική απεικόνιση. Τέλος, η συνολική εικόνα των χωρών της παρούσας μελέτης μας οδηγεί σε ασφαλέστερα συμπεράσματα εξαιτίας της συμμετοχής περισσότερων εταιριών στον υπολογισμό των αποδόσεων.

Πίνακας 8.1.5

Total				
	CAAR	T-stat	J3 Across Time	J3 Across Firms
-30, 40	4.5523%	0.9330	0.1187	0.5934
-30, 0	0.0068%	0.0024	-0.5388	-5.2086
0, 40	5.6325%	1.3676	0.7809	5.4661
0	1.0869%	2.8580		

Σχήμα 8.1.5 Διαγραμματική απεικόνιση των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) για δείγμα 103 εταιριών στην αγορά της Ευρώπης



8.2 Εξέταση μέσω μη κανονικών αποδόσεων (AAR's) και αθροιστικών μέσω μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) εταιρειών που έγιναν στόχοι εξαγορών μέσω δανειακών κεφαλαίων (MBO's)

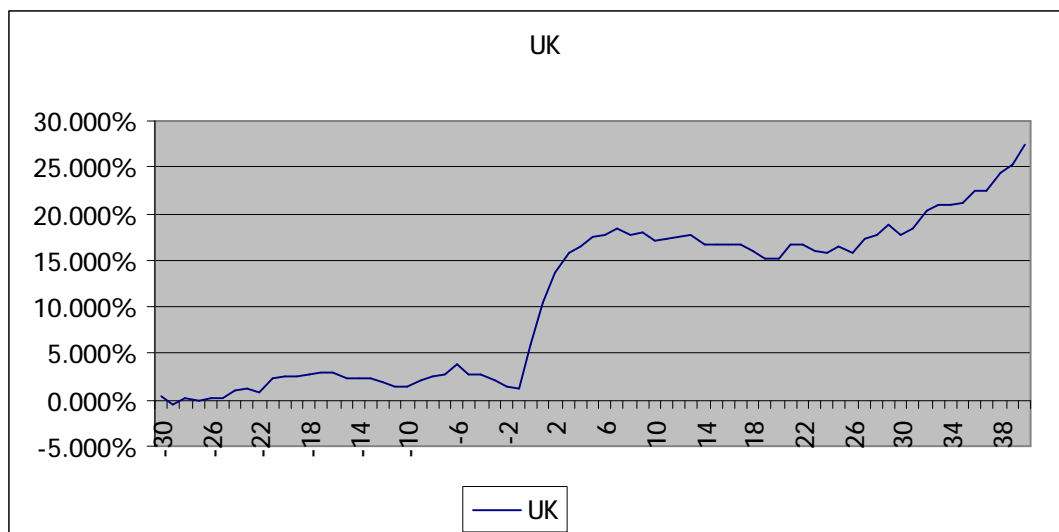
8.2.1 Αγορά Η.Β

Οι 23 εταιρίες στόχοι MBO οι οποίες αποτελούν το δείγμα για την αγορά του Η.Β πραγματοποίησαν υψηλές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στατιστικά σημαντικές. Πιο συγκεκριμένα για το συνολικό event window (-30,40) πραγματοποιήθηκαν CAAR 27 % στατιστικά σημαντικά (t=2,77%) ενώ για τη περίοδο (0,40) πραγματοποιήθηκαν αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 26 % Επίσης στατιστικά σημαντικές (t=2,78%). Στην ημερομηνία της ανακοίνωσης πραγματοποιήθηκαν CAAR 4,86% με υψηλά επίπεδα σημαντικότητας. (t=7,26%).

Πίνακας 8.2.1

UK				
	CAAR	T-stat	J3 Across Time	J3 Across Firms
-30, 40	27.4429%	2.7792	2.2549	7.9514
-30, 0	6.0102%	1.0599	0.8980	4.8493
0, 40	26.2935%	2.7866	2.3426	6.4031
0	4.8607%	7.2641		

Σχήμα 8.2.1 Διαγραμματική απεικόνιση των αθροιστικών μέσω μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) για δείγμα 23 εταιριών στην αγορά του Η.Β



8.2.2 Αγορά Γαλλίας

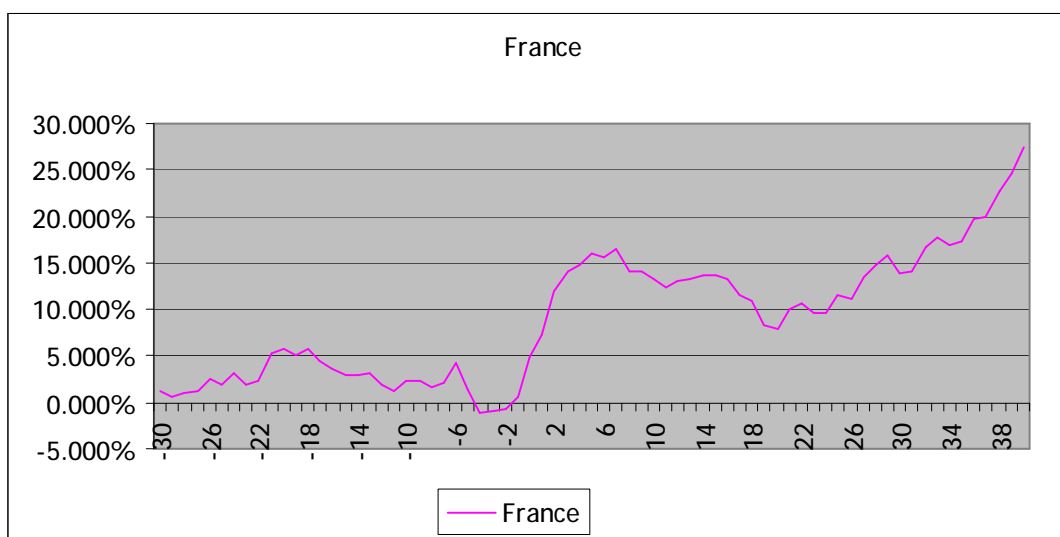
Στην αγορά της Γαλλίας, οι μετοχές των εξεταζόμενων εταιριών πραγματοποίησαν υψηλές αποδόσεις μετά την ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης. Στη περίπτωση αυτή οι επενδύτες πιθανώς να τήρησαν στάση αναμονής σχετικά με τη επικείμενη τιμή πώλησης ή το πόσο του premium που καταβλήθηκε. Ειδικά τις τελευταίες ημέρες της περιόδου παρατήρησης, οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν ήταν υψηλές (26,7%) και στατιστικά σημαντικές ($t=2,35\%$). Για το συνολικό διάστημα παρατήρησης οι αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν κυμάνθηκαν στα ίδια επίπεδα (27,3%) οι οποίες ήταν στατιστικά σημαντικές ($t=2,07\%$).

Πίνακας 8.2.2

France				
	CAAR	T-stat	J3 Across Time	J3 Across Firms
-30, 40	27.3529%	2.0742	1.7802	7.7141
-30, 0	4.9620%	0.6189	0.8980	4.4901
0, 40	26.6676%	2.3576	1.7179	6.4031
0	4.2766%	3.8839		

Η αντίδραση της αγοράς φαίνεται και από τη διαγραμματική απεικόνιση με πολύ έντονη την αντίδραση των επενδυτών τις πρώτες 20 ημέρες μετά την ανακοίνωση της επικείμενης εξαγοράς. Ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στους πίνακες του παραρτήματος προκειμένου να λάβει επιπλέον πληροφορίες σχετικά με τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις και το χρόνο πραγματοποίησής τους.

Σχήμα 8.2.2 Διαγραμματική απεικόνιση των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) για δείγμα 9 εταιριών στην αγορά της Γαλλίας



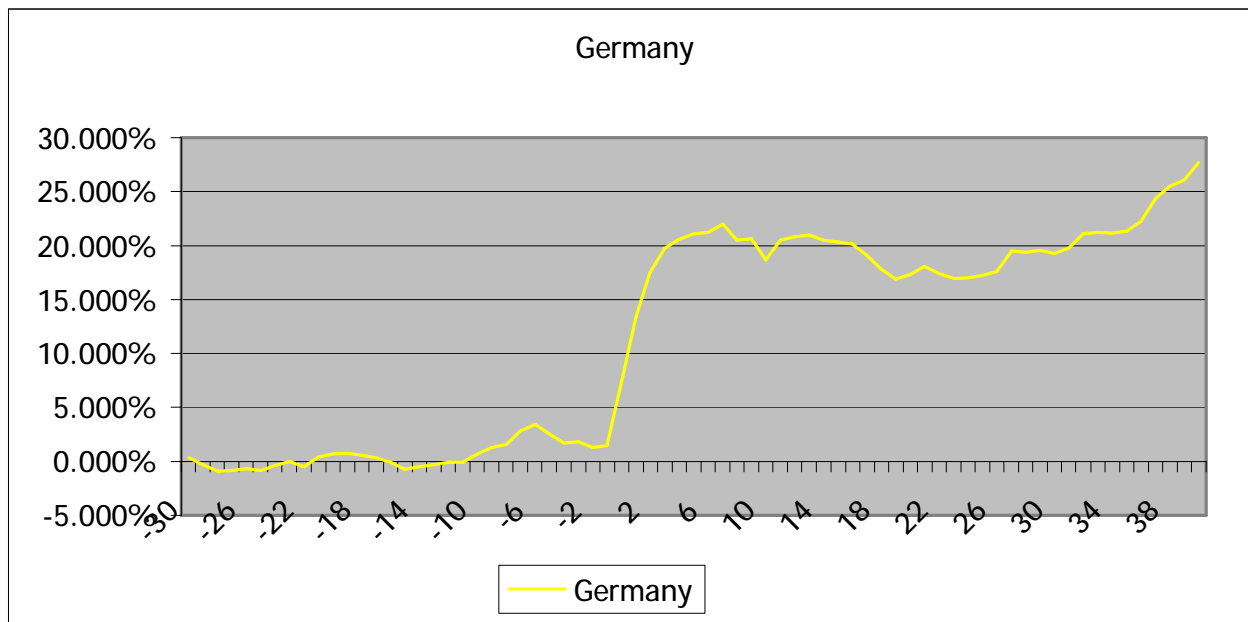
8.2.3 Αγορά Γερμανίας

Οι εταιρίες στόχοι MBO στην αγορά της Γερμανίας πραγματοποίησαν υψηλές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για τη περίοδο (-30,40) στατιστικά σημαντικές ($t=2,39$ %). Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι την ημέρα της πρώτης ανακοίνωσης πραγματοποιήθηκε η υψηλότερη μέση μη κανονική απόδοση (4,22 %) ενώ η ίδια τάση επικράτησε την 1^η και τη 2^η ημέρα. Στη περίπτωση της Γερμανίας, η αγορά αντέδρασε θετικά στην ανακοίνωση της επικείμενης εξαγοράς πραγματοποιώντας υψηλές θετικές αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για τη περίοδο (0-40) στατιστικά σημαντικές ($t=2,33$ %). Η αυξητική τάση των μη κανονικών αποδόσεων φαίνεται και στο διάγραμμα 121.

Πίνακας 8.2.3

Germany				
	CAAR	T-stat	J3 Across Time	J3 Across Firms
-30, 40	27.6806%	2.3986	2.7296	5.1032
-30, 0	7.4367%	1.1298	1.6164	0.5388
0, 40	26.1764%	2.3399	2.3426	6.4031
0	5.9325%	8.2076		

Σχήμα 8.2.3 Διαγραμματική απεικόνιση των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) για δείγμα 11 εταιριών στην αγορά της Γερμανίας



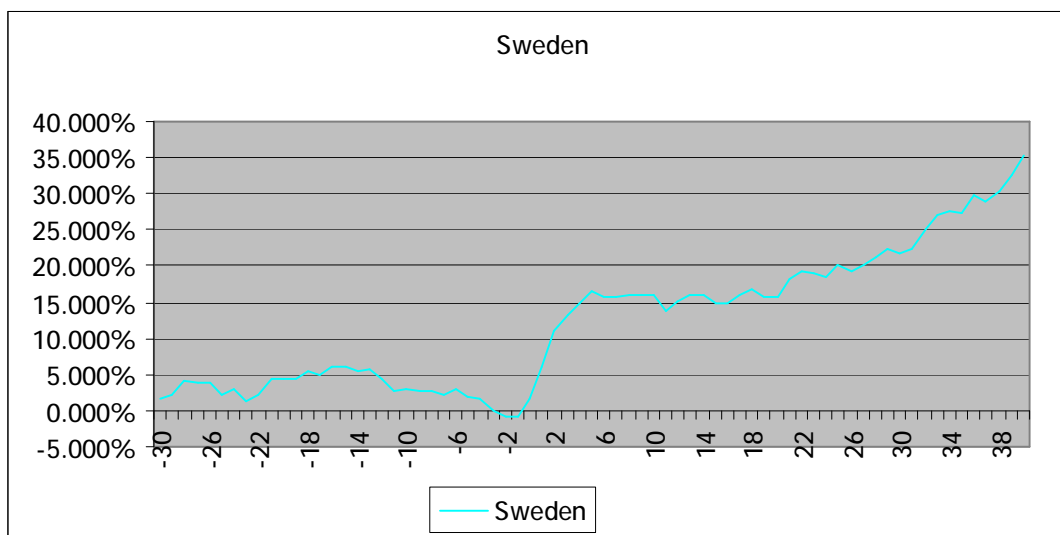
8.2.4 Αγορά Σουηδίας

Οι εταιρίες του δείγματος της Σουηδίας πραγματοποιούν υψηλές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για τις περιόδους (-30,40) και (0,40) στατιστικά σημαντικές. Η υψηλότερη αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση πραγματοποιείται στη περίοδο (0,40) και είναι στατιστικά σημαντική (t=2,33 %). Επιπλέον, οι υψηλότερα μέσες μη κανονικές αποδόσεις πραγματοποιούνται την ημέρα 1 και 2 με ποσοστά 4,3% και 4,9% αντίστοιχα. Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα υπάρχει μια μικρή ανοδική τάση 20 ημέρες πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης η οποία έχει οριακές αυξήσεις από την ημέρα 2 έως και το τέλος της περιόδου παρατήρησης.

Πίνακας 8.2.4

Sweden				
	CAAR	T-stat	J3 Across Time	J3 Across Firms
-30, 40	35.2517%	2.8700	1.0681	7.7141
-30, 0	1.7054%	0.2802	-0.8980	4.4901
0, 40	36.1618%	3.2924	2.3426	6.4031
0	2.6155%	2.5068		

Σχήμα 8.2.4 Διαγραμματική απεικόνιση των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) για δείγμα 7 εταιριών στην αγορά της Σουηδίας



8.2.5 Αγορά Ευρώπης

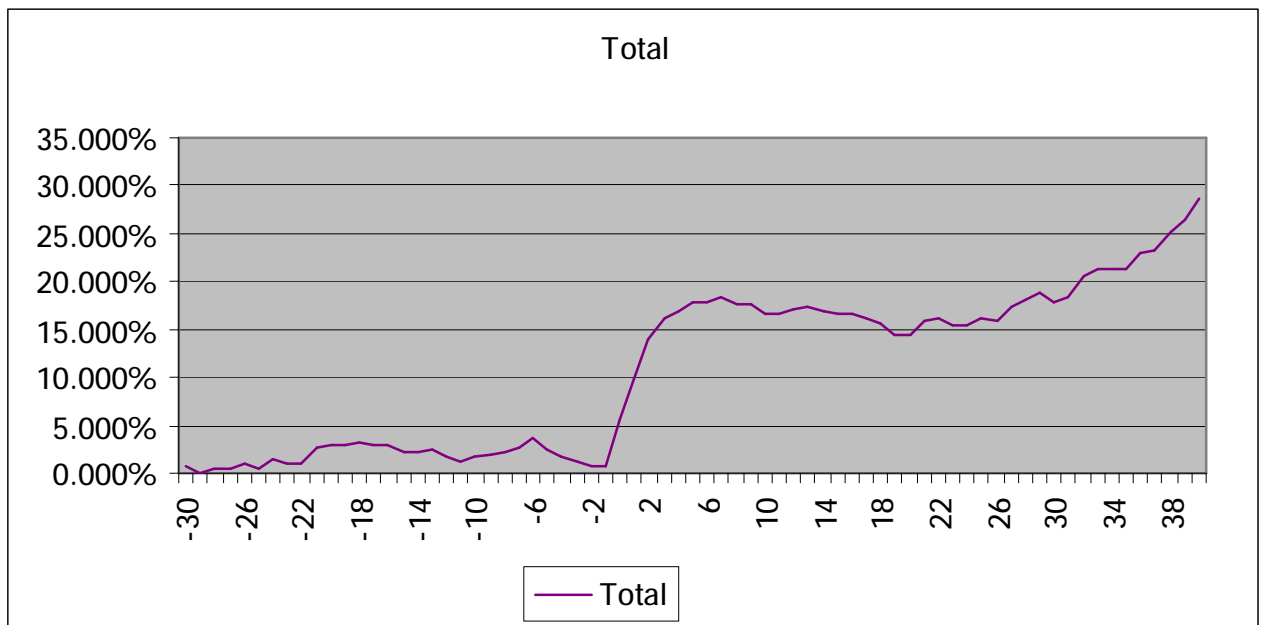
Συγκεντρώνοντας τα στοιχεία για τις 4 αγορές που αποτελούν αντικείμενο της παρούσης ερευνάς, διαπιστώνουμε ότι οι αποδόσεις των εταιριών που ήταν στόχοι μιας επικείμενης εξαγοράς από τα διοικητικά στελέχη της εταιρίας πραγματοποίησαν σημαντικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις. Οι αποδόσεις αυτές πραγματοποιήθηκαν κυρίως κατά το χρονικό διάστημα που ακολούθησε την ημερομηνία ανακοίνωσης της επικείμενης εξαγοράς. Η αυξητική τάση των αποδόσεων αυτών πραγματοποιείται λίγες ημέρες πριν την ημέρα 0 και συνεχίζει να διατηρείται για αρκετές ημέρες μετά την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Συγκεκριμένα, οι υψηλότερες αποδόσεις πραγματοποιούνται στη περίοδο (-30,40) με επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας ($t=2,78\%$) και στη περίοδο (0,40) με επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας ($t=27,71\%$).

Η υψηλότερη μέση μη κανονική απόδοση πραγματοποιείται την ημέρα 0 και είναι ίση με 4,67 %.

Πίνακας 8.2.5

Total				
	CAAR	T-stat	J3 Across Time	J3 Across Firms
-30, 40	28.5722%	2.7828	1.3055	8.4261
-30, 0	5.5327%	0.9699	-0.1796	5.5678
0, 40	27.7166%	2.8467	2.0303	6.4031
0	4.6770%	6.7327		

Σχήμα 8.2 Διαγραμματική απεικόνιση των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAAR's) για δείγμα 50 εταιριών στην αγορά της Ευρώπης



ΜΕΡΟΣ 9^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ερευνά που πραγματοποιήθηκε είχε σκοπό να εξετάσει τη πιθανότητα πραγματοποίησης κερδών από τις εταιρίες που υπήρξαν στόχοι εξαγορών (LBO's και MBO's). Χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς και τη μέθοδο των μη κανονικών αποδόσεων είδαμε ότι για τις εταιρίες που έγιναν στόχοι LBO's, δημιουργούνται ελαφρά θετικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης ενώ για τη περίοδο που ακολουθεί την ανακοίνωση οι αντίστοιχες αποδόσεις σημειώνουν μεγαλύτερη άνοδο. Για το σύνολο των εξεταζόμενων αγορών, οι αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν την ημέρα της ανακοίνωσης ήταν ελαφρά θετικές ενώ για περίοδο παρατήρησης (0,40) τα αντίστοιχα μεγέθη ήταν υψηλότερα (CAAR = 5.7 %). αναφορικά με τις εταιρίες που έγιναν στόχοι εξαγορών από διοικητικά στελέχη (MBO's) οι αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν ήταν σημαντικά υψηλότερες. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι για το σύνολο των 4 χωρών και για περίοδο παρατήρησης (-30,40) πραγματοποιήθηκαν αποδόσεις 28 % ενώ για περίοδο παρατήρησης (0,40) πραγματοποιήθηκαν αποδόσεις 27 %.

Η παρατηρούμενη διάφορα στις αποδόσεις μεταξύ των LBO's και των MBO's μπορεί να αποδοθεί σε διάφορες αιτίες όπως για παράδειγμα την ασυμμετρία της πληροφόρησης. Αρκετές μελέτες έχουν ως αντικείμενο διαμάχης τις επιπτώσεις που έχει στην αγορά ο συγκεκριμένος παράγοντας. Η επικείμενη ανακοίνωση ενός MBO δημιουργεί θετική αίσθηση στην αγορά καθώς υπάρχει η πεποίθηση ότι η εταιρία είναι υποτιμημένη και με μια ενδεχόμενη εξαγορά μπορεί να αξιοποιηθεί το πραγματικό δυναμικό της. Η είδηση ενός επικείμενου MBO στέλνει ένα μήνυμα στην αγορά (signaling theory) ότι η πραγματική αξία της εταιρίας είναι μεγαλύτερη και συνεπώς υπάρχουν περιθώρια για κέρδη. Εμπειρικές μελέτες όπως αυτές των Dodd & Ruback (1977) και Bradley Desai & Kim επιβεβαίωσαν τη σχέση μεταξύ ασυμμετρίας πληροφόρησης και δραστηριότητας των εξαγορών δείχνοντας ότι οι τιμές των μετοχών των targets εξακολουθούν να ανέρχονται και μετά την πρόσφορα ανεξάρτητα από την έκβαση αυτής. Σε διάφορες

εμπειρικές μελέτες επιχειρείται μια πιο διεξοδική ανάλυση της πρότασης εξαγοράς από τα διοικητικά στελέχη της εταιρίας. Ο Lowenstein, δεχόμενος ότι η ασυμμετρία της πληροφόρησης είναι πηγή κερδοφορίας, ανέφερε ότι το ύψος της πρότασης των διοικητικών στελεχών ενδέχεται να μην περιλαμβάνει το σύνολο της πληροφορίας προκειμένου τα στελέχη να αποσκοπούν σε μια πολύ καλή τιμή εξαγοράς. Συνεχίζοντας ανέφερε ότι τα διοικητικά στελέχη συνήθως δημιουργούν συνθήκες πίεσης προς την τιμή της μετοχής πριν από την επικείμενη εξαγορά προκειμένου να προσφέρουν στους μέτοχους ένα σχετικά χαμηλό τίμημα.

Σε γενικές γραμμές, τα εξαγόμενα της παρούσης ερευνάς συμφωνούν με τα συμπεράσματα πολλών μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί για διαφορετικές αγορές και για διαφορετικές περιόδους παρατήρησης. Οι περισσότερες μελέτες (Easterwood, Kaplan, Mitchell & Lehn) συμπέραναν τη πραγματοποίηση υψηλών αποδόσεων και σε ορισμένες περιπτώσεις στατιστικά σημαντικές, για διάφορες περιόδους παρατήρησης, από τις εταιρίες στόχους. Αξίζει να αναφέρουμε ότι όσο πιο μικρή είναι μια περίοδος παρατήρησης τόσο πιο πιθανό είναι να εμφανιστούν υψηλές παρατηρήσεις, γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις η αγορά αντιδρά θετικά. υπάρχουν βέβαια περιπτώσεις όπου είτε η αγορά έχει προεξοφλήσει την επικείμενη ανακοίνωση είτε τηρεί στάση αναμονής. Στις περιπτώσεις αυτές η πορεία της μετοχής δεν παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Amihud, Yakov Leveraged Buyouts and Shareholders' Wealth Leveraged Management Buyouts Homewood III, 1989, 3-34
- Abbie J. Smith Corporate ownership structure and performance : The case of management buyouts, *Journal of Financial Economics* 27 September 1990 *Pages 143-164*
- Altman, Edward I, & Vellore M. Kishore Almost everything you wanted to know about Defaulted Bonds *Financial Analysts Journal* November 1996, 57-64
- Altman, Edward I, & Scott Namacher, The default rate experience on high yield Corporate Debt Morgan Stanley and Co, 1985
- Asquith, Paul, David Mullins & Eric Wolff, Original Issue High Yield Bonds Aging Analysis at Defaults, exchanges and calls *Journal of Finance* 44, September 1989 923-952
- Bull Ivan, Financial performance of leveraged buyouts: An empirical analysis *Journal of Business Venturing*, Volume 4, Issue 4, July 1989, Pages 263-279
- De Angelo H., De Angelo L. & E.Rice, Shareholder Wealth and Going Private, *Journal of Law and Economics*, 1984, Vol.27 367-386
- Desbrieres P. & A.Chatt, The impacts of LBO's on the performance of acquired firms 'the French case', 2002
- Eastwood John C , R. Singer A. Seth D. Lang, *The Review of Economics and Statistics* Vol. 76 No 3 August 1994, 512-522
- Elitzur, R., P. Halpern, R. Kieschnick, and W. Rotenberg, Managerial Incentives and the Structure of Management Buyouts." Forthcoming in the *Journal of Economic Behavior and Organization* (1998).
- Fitzpatrick, J. D & T. Severiens The case for Junk Bonds New York Salomon Brothers March 1984
- Fridson Martin, Default Experience of Corporate Bonds, Salomon Brothers 1988, 66-70
- Hite G & M.Vetsuypens Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth *Journal of Finance* 44, 1989, 953-970

Jensen Michael C., Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Association Papers and Proceedings May 1986, 323-329

Kaplan Steven , The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics*, 24, 1989 *Pages 217-254*

Lowenstein Louis, Management Buyouts, *Columbia Law Review*, 85, 1985, 730-784

Lehn, K., & Poulsen, A. The effects of LBO's on bondholder wealth. 1989. *Journal of Finance*, 234-256.

Lehn, K., & Poulsen, A. *Leveraged Buyouts Wealth created or wealth Redistributed ?* NJ Transaction Publishers, 1988

Marais, K. Schipper, A. Smith Wealth Effects of Going Private for Senior Securities, *Journal of Financial Economics*, Vol 23, 155-191 (1989)

Mikkelson, W. and M. Partch., Managers' Voting Rights and Corporate Control." *Journal of Financial Economics*, Vol. 25 (1989), pp. 263-290.

Muscarella C. J & M.R. Vetsuypens Efficiency and Organizational Structure A study of Reverse LBO's *Journal of Finance* 45, 1990, 1389-1413

Newbould, G., Chatfield, R. & Anderson, R. , Leveraged buyouts and tax incentives, 1992, *Financial Management*, 21, 50-57.

Opler, Tim, Sheridan Titman (1993) The Determinants of Leveraged Buyouts Free Cash Flow vs Financial Distress Costs *Journal of Finance* Vol. 48, 1985-1999

Shaker A. Zahra Corporate entrepreneurship and financial performance: The case of management leveraged buyouts, *Journal of Business Venturing*, Volume 10, Issue 3, May 1995, Pages 225-247

Song, M. and R. Walkling, The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder Wealth." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28 (1993), pp. 439-457.

Warga A. & I. Welch Bondholder losses in leveraged buy outs, *The review of financial studies*, vol.6 No4, 1993, 959-982

Wright Mike, Steve Thompson, Ken Robbie, Venture capital and management-led, leveraged buy-outs: A European perspective, *Journal of Business Venturing*, Volume 7, Issue 1, January 1992, Pages 47-71

Ημέρες	UK LBO		
	AAR	CAAR	T-stat AAR
-30	0.001574	0.001574	0.307449
-29	-0.00092	0.000658	-0.17891
-28	-0.00343	-0.00277	-0.67004
-27	-0.00263	-0.0054	-0.51298
-26	0.002886	-0.00251	0.563643
-25	9.98E-05	-0.00241	0.019481
-24	-0.00107	-0.00348	-0.20891
-23	-0.00091	-0.0044	-0.17857
-22	-0.00338	-0.00777	-0.65915
-21	0.004539	-0.00323	0.886374
-20	-0.00256	-0.0058	-0.50044
-19	-0.0065	-0.01229	-1.2686
-18	0.007166	-0.00513	1.399398
-17	0.002261	-0.00287	0.441567
-16	-0.00217	-0.00503	-0.42345
-15	0.00362	-0.00141	0.707003
-14	0.002626	0.001212	0.512837
-13	0.008161	0.009373	1.593715
-12	-0.00453	0.004847	-0.88394
-11	0.005664	0.01051	1.106076
-10	-0.00547	0.005039	-1.06846
-9	0.005019	0.010058	0.980196
-8	-0.00842	0.001634	-1.64511
-7	-0.00483	-0.00319	-0.94257
-6	-0.00471	-0.00791	-0.92045
-5	0.007523	-0.00038	1.469225
-4	-0.00314	-0.00353	-0.61405
-3	-0.0109	-0.01442	-2.12809
-2	-0.00081	-0.01523	-0.15769
-1	0.012922	-0.00231	2.523458
0	0.011524	0.009214	2.250478
1	-0.01402	-0.00481	-2.73832
2	0.000342	-0.00447	0.066817
3	0.007358	0.002893	1.436921
4	-0.00724	-0.00435	-1.41483
5	0.004583	0.00023	0.894937
6	-0.00301	-0.00278	-0.58701
7	0.001318	-0.00146	0.257338
8	-0.0009	-0.00236	-0.17614
9	0.002566	0.000207	0.501203
10	0.013349	0.013556	2.606875
11	0.006354	0.01991	1.240859
12	0.002342	0.022252	0.457457
13	-0.0018	0.020451	-0.35178
14	0.007274	0.027725	1.42054
15	0.002289	0.030014	0.446983
16	-0.00574	0.024269	-1.12179
17	-0.00947	0.014797	-1.84995
18	0.000323	0.015119	0.063035
19	-0.00148	0.01364	-0.28884
20	0.000424	0.014064	0.082755
21	-0.00243	0.011635	-0.47439

22	-0.00207	0.009569	-0.4035
23	-0.00185	0.007719	-0.36122
24	0.001669	0.009388	0.326022
25	-0.00666	0.002724	-1.30145
26	0.0042	0.006924	0.820162
27	0.001642	0.008566	0.3206
28	-0.0041	0.004469	-0.80012
29	0.002803	0.007272	0.547467
30	-0.00561	0.001658	-1.09623
31	-0.00543	-0.00377	-1.06003
32	-0.00266	-0.00643	-0.51965
33	-0.00013	-0.00657	-0.02635
34	-0.00178	-0.00835	-0.3484
35	0.000476	-0.00787	0.092898
36	-0.00047	-0.00835	-0.09243
37	-0.00171	-0.01006	-0.33382
38	0.004663	-0.00539	0.910714
39	0.004652	-0.00074	0.908515
40	0.001347	0.000606	0.26308

Ημερες	FRANCE LBO		
	AAR	CAAR	T-stat AAR
-30	-0.00039	-0.00039	-0.077069
-29	0.004388	0.003998	0.865901
-28	-0.00635	-0.00236	-1.253837
-27	0.010289	0.007933	2.030294
-26	-0.00803	-9.8E-05	-1.584604
-25	-0.00206	-0.00216	-0.407446
-24	0.000915	-0.00125	0.180586
-23	0.005962	0.004715	1.176533
-22	-0.00806	-0.00334	-1.589557
-21	-0.00054	-0.00388	-0.106875
-20	-0.01796	-0.02184	-3.543152
-19	0.002557	-0.01928	0.504504
-18	-0.00213	-0.02141	-0.420263
-17	0.008718	-0.01269	1.720314
-16	-0.00298	-0.01567	-0.587913
-15	0.002491	-0.01318	0.491618
-14	0.015823	0.002642	3.122215
-13	-0.00045	0.002195	-0.088117
-12	-0.00704	-0.00485	-1.389784
-11	0.004887	3.87E-05	0.964298
-10	-0.00153	-0.00149	-0.301371
-9	-0.0011	-0.00259	-0.217853
-8	0.007303	0.004711	1.441134
-7	0.005322	0.010032	1.050071
-6	0.000555	0.010587	0.109505
-5	0.007607	0.018195	1.501137
-4	0.003485	0.02168	0.687676
-3	0.009608	0.031287	1.895862
-2	-0.00816	0.023132	-1.609295
-1	0.002231	0.025363	0.440254
0	-0.0064	0.018966	-1.262247
1	0.002731	0.021697	0.538919
2	-0.01142	0.010275	-2.253882
3	-0.00141	0.008864	-0.27854
4	-0.00392	0.004948	-0.7727
5	-0.00512	-0.00017	-1.010847
6	0.008502	0.008327	1.677662
7	0.008098	0.016425	1.597939
8	0.000734	0.017159	0.144902
9	0.006011	0.023171	1.186162
10	0.003824	0.026994	0.754513
11	-0.00888	0.018112	-1.752653
12	0.003012	0.021124	0.594365
13	-0.00742	0.013702	-1.464626
14	0.003095	0.016797	0.610714
15	0.01302	0.029817	2.569165
16	-0.0033	0.026515	-0.651535
17	0.002642	0.029156	0.521239
18	-0.00062	0.02854	-0.121566
19	-0.01262	0.015917	-2.490959
20	0.001659	0.017576	0.327319
21	0.004262	0.021838	0.841053

22	-0.00334	0.018496	-0.659499
23	0.024746	0.043241	4.882977
24	-0.00085	0.04239	-0.16805
25	-0.00363	0.038763	-0.715573
26	0.022591	0.061355	4.457795
27	-0.0007	0.06065	-0.138948
28	-0.01012	0.050528	-1.997381
29	-0.0047	0.045826	-0.92786
30	-0.00592	0.039904	-1.168499
31	-5.7E-05	0.039847	-0.011281
32	-0.00484	0.035005	-0.955542
33	-0.00645	0.028551	-1.273397
34	0.006418	0.03497	1.26649
35	0.007256	0.042225	1.431694
36	-0.0104	0.031823	-2.052594
37	-0.00173	0.030095	-0.341081
38	0.018208	0.048303	3.592987
39	-0.00419	0.044109	-0.827567
40	-0.03991	0.004196	-7.875814

Ημερες	GERMANY LBO		
	AAR	CAAR	T-stat AAR
-30	-0.01653	-0.01653	-2.009874
-29	-0.00483	-0.02135	-0.587105
-28	-0.00821	-0.02957	-0.998979
-27	0.01467	-0.0149	1.7839857
-26	-0.00573	-0.02063	-0.696606
-25	0.008327	-0.0123	1.0126126
-24	-0.01315	-0.02545	-1.598825
-23	0.005532	-0.01992	0.6727346
-22	0.00529	-0.01463	0.6433615
-21	-0.01889	-0.03351	-2.2968
-20	0.015347	-0.01817	1.8663927
-19	-0.01227	-0.03043	-1.491792
-18	-0.00849	-0.03893	-1.032901
-17	0.001183	-0.03774	0.1439037
-16	-0.01454	-0.05228	-1.768122
-15	0.001233	-0.05105	0.1499038
-14	-0.0055	-0.05655	-0.668572
-13	0.026639	-0.02991	3.2396303
-12	0.004759	-0.02515	0.5788031
-11	0.001939	-0.02321	0.2358223
-10	-0.00448	-0.02769	-0.545051
-9	-0.01131	-0.03901	-1.375969
-8	0.026537	-0.01247	3.2272054
-7	-0.00201	-0.01448	-0.244189
-6	-0.0009	-0.01538	-0.109711
-5	0.004148	-0.01123	0.504387
-4	0.008654	-0.00258	1.0524695
-3	0.001847	-0.00073	0.2246452
-2	0.005874	0.005145	0.7143482
-1	-0.00721	-0.00207	-0.877371
0	0.028958	0.026889	3.5216263
1	0.010315	0.037204	1.2544559
2	-0.01633	0.020876	-1.985721
3	0.019368	0.040244	2.3553334
4	0.018932	0.059176	2.3023286
5	0.008416	0.067592	1.0234554
6	0.002565	0.070156	0.3119072
7	0.018862	0.089018	2.2938134
8	-0.00556	0.083457	-0.67628
9	-0.0203	0.06316	-2.468353
10	0.005653	0.068813	0.6874044
11	-0.00436	0.064452	-0.530288
12	0.005381	0.069833	0.6544202
13	0.007162	0.076996	0.8710263
14	0.011335	0.088331	1.3784378
15	0.000811	0.089142	0.0986091
16	0.021442	0.110584	2.6075988
17	-0.00373	0.106856	-0.453388
18	0.011278	0.118134	1.3715343
19	0.0093	0.127434	1.1309555
20	0.001454	0.128888	0.176826
21	-0.00472	0.124168	-0.573914

22	0.027383	0.151551	3.3300503
23	-0.01257	0.138985	-1.528253
24	-0.00778	0.131205	-0.94609
25	-0.00302	0.128189	-0.366725
26	0.007073	0.135263	0.8602068
27	-0.00031	0.134954	-0.037554
28	0.041338	0.176292	5.0271458
29	-0.01918	0.157117	-2.331913
30	-0.01648	0.140633	-2.004622
31	-0.01206	0.128572	-1.466663
32	0.001128	0.1297	0.1371393
33	-0.00339	0.126311	-0.412175
34	0.007996	0.134307	0.9724077
35	0.002933	0.13724	0.3567297
36	0.002293	0.139533	0.278808
37	-0.00556	0.133978	-0.675597
38	-0.00463	0.12935	-0.562707
39	-0.01012	0.119233	-1.230392
40	-0.01583	0.103398	-1.925694

		SWEDEN LBO		
HMEPEΣ	AAR	CAAR		T-stat AAR
-30	-0.00214	-0.00214	-0.00214	-0.11446
-29	-0.01663	-0.01877	-0.01877	-0.88848
-28	-0.00797	-0.02674	-0.02674	-0.42596
-27	-0.01641	-0.04315	-0.04315	-0.87709
-26	-0.02495	-0.0681	-0.0681	-1.3332
-25	0.015595	-0.0525	-0.0525	0.833381
-24	0.00028	-0.05222	-0.05222	0.014988
-23	0.009072	-0.04315	-0.04315	0.484808
-22	0.015256	-0.0279	-0.0279	0.815261
-21	-0.02171	-0.04961	-0.04961	-1.16028
-20	0.017765	-0.03184	-0.03184	0.949335
-19	-0.02301	-0.05486	-0.05486	-1.22979
-18	0.006931	-0.04793	-0.04793	0.370365
-17	0.013728	-0.0342	-0.0342	0.733641
-16	0.01231	-0.02189	-0.02189	0.657868
-15	0.005596	-0.01629	-0.01629	0.299057
-14	-0.00826	-0.02455	-0.02455	-0.44134
-13	-0.01072	-0.03527	-0.03527	-0.57314
-12	-0.01859	-0.05387	-0.05387	-0.99358
-11	0.009944	-0.04392	-0.04392	0.53141
-10	-0.00312	-0.04705	-0.04705	-0.16687
-9	-0.00689	-0.05394	-0.05394	-0.36834
-8	0.002864	-0.05107	-0.05107	0.153027
-7	-0.00016	-0.05123	-0.05123	-0.00838
-6	-0.02538	-0.07661	-0.07661	-1.35614
-5	0.00966	-0.06695	-0.06695	0.516218
-4	-0.03028	-0.09723	-0.09723	-1.61841
-3	-0.0085	-0.10573	-0.10573	-0.45415
-2	-0.02719	-0.13292	-0.13292	-1.45289
-1	-0.00292	-0.13584	-0.13584	-0.156
0	-0.00466	-0.1405	-0.1405	-0.24918
1	-0.00254	-0.14304	-0.14304	-0.13574
2	-0.00068	-0.14372	-0.14372	-0.0364
3	-0.00555	-0.14927	-0.14927	-0.29671
4	0.009312	-0.13996	-0.13996	0.49765
5	0.00292	-0.13704	-0.13704	0.156023
6	0.007124	-0.12992	-0.12992	0.380727
7	0.025428	-0.10449	-0.10449	1.358844
8	0.123357	0.018867	0.018867	6.592178
9	0.027415	0.046282	0.046282	1.465066
10	0.001649	0.047932	0.047932	0.088148
11	0.036467	0.084399	0.084399	1.948803
12	-0.00762	0.076782	0.076782	-0.40704
13	-0.01762	0.059158	0.059158	-0.94182
14	-0.00266	0.056494	0.056494	-0.14238
15	0.01616	0.072654	0.072654	0.863596
16	0.000629	0.073282	0.073282	0.03359
17	-0.00529	0.067994	0.067994	-0.28263
18	0.021179	0.089173	0.089173	1.131808
19	-0.00448	0.084691	0.084691	-0.23951
20	0.013272	0.097963	0.097963	0.709244
21	-0.00263	0.095328	0.095328	-0.14077

22	0.018515	0.113843	0.989425
23	0.019095	0.132938	1.020437
24	-0.01579	0.117147	-0.84387
25	-0.01521	0.101937	-0.81285
26	0.009755	0.111691	0.521287
27	0.00823	0.119921	0.439797
28	-0.01509	0.104827	-0.80663
29	-0.00804	0.096785	-0.42974
30	0.017611	0.114397	0.941151
31	-0.01812	0.096277	-0.96833
32	0.007209	0.103486	0.385267
33	-0.00247	0.101014	-0.13213
34	0.000605	0.101619	0.032345
35	0.003295	0.104914	0.176094
36	-0.00517	0.099746	-0.27615
37	0.007121	0.106868	0.380564
38	0.002522	0.10939	0.13477
39	0.006105	0.115495	0.326269
40	-0.02837	0.087124	-1.51613

HMEPEΣ	TOTAL LBO		
	AAR	CAAR	T-stat AAR
-30	-0.00533	-0.00533	-1.40144
-29	-0.0027	-0.00803	-0.70958
-28	-0.00628	-0.01431	-1.65045
-27	0.004737	-0.00957	1.24553
-26	-0.00596	-0.01552	-1.56603
-25	0.004074	-0.01145	1.071297
-24	-0.0044	-0.01585	-1.15644
-23	0.004113	-0.01174	1.08144
-22	0.000474	-0.01126	0.124741
-21	-0.00753	-0.0188	-1.98116
-20	0.001832	-0.01696	0.481697
-19	-0.00804	-0.025	-2.11408
-18	-0.00038	-0.02538	-0.09917
-17	0.004871	-0.02051	1.280851
-16	-0.00477	-0.02528	-1.25418
-15	0.002777	-0.0225	0.730286
-14	0.002008	-0.02049	0.527855
-13	0.009888	-0.01061	2.59984
-12	-0.00374	-0.01434	-0.98213
-11	0.004737	-0.00961	1.245514
-10	-0.00388	-0.01348	-1.01902
-9	-0.00331	-0.01679	-0.86928
-8	0.008402	-0.00839	2.209143
-7	-0.00079	-0.00918	-0.20784
-6	-0.00453	-0.01371	-1.19187
-5	0.006679	-0.00703	1.75622
-4	-0.00074	-0.00777	-0.19409
-3	-0.00123	-0.009	-0.32468
-2	-0.00353	-0.01253	-0.92822
-1	0.001731	-0.0108	0.455051
0	0.010869	6.78E-05	2.85802
1	-0.00042	-0.00035	-0.11087
2	-0.00825	-0.0086	-2.16917
3	0.007605	-0.001	1.999569
4	0.004165	0.003167	1.095251
5	0.003204	0.006371	0.842548
6	0.002918	0.009289	0.767294
7	0.011629	0.020918	3.057865
8	0.01245	0.033368	3.273592
9	-0.00122	0.032152	-0.3198
10	0.007041	0.039193	1.851333
11	0.00248	0.041673	0.651964
12	0.002354	0.044027	0.619041
13	-0.0021	0.041922	-0.55342
14	0.006402	0.048324	1.683276
15	0.006126	0.05445	1.610738
16	0.004589	0.059039	1.206617
17	-0.00403	0.055008	-1.05994
18	0.006132	0.06114	1.612347
19	-0.00108	0.060056	-0.28503
20	0.002572	0.062628	0.676406
21	-0.00152	0.061108	-0.39965

22	0.009731	0.070839	2.558566
23	0.003766	0.074605	0.990291
24	-0.00412	0.070485	-1.0834
25	-0.00569	0.064796	-1.49579
26	0.010438	0.075234	2.744575
27	0.001173	0.076407	0.308487
28	0.008099	0.084506	2.12951
29	-0.00761	0.076896	-2.00093
30	-0.00657	0.070322	-1.72851
31	-0.00774	0.062582	-2.03523
32	-0.00081	0.061771	-0.21326
33	-0.00308	0.058695	-0.80893
34	0.003793	0.062488	0.997391
35	0.003327	0.065815	0.874767
36	-0.00261	0.063201	-0.68719
37	-0.00195	0.061246	-0.51404
38	0.004766	0.066012	1.253247
39	-0.00229	0.063726	-0.60133
40	-0.0182	0.045523	-4.78606

	UK MBO			
HMEPEΣ	AAR	CAAR		T-stat AAR
-30	0.004754	0.004754		0.710398706
-29	-0.00924	-0.00449		-1.381103135
-28	0.004976	0.000488		0.743697273
-27	-0.0018	-0.00131		-0.268361072
-26	0.003539	0.002231		0.528813608
-25	-0.00115	0.001081		-0.171853341
-24	0.00984	0.010922		1.470581761
-23	0.000703	0.011625		0.105067095
-22	-0.00258	0.009043		-0.385857046
-21	0.013464	0.022506		2.012091373
-20	0.001845	0.024352		0.275757506
-19	0.001515	0.025867		0.226389634
-18	0.001921	0.027788		0.287127963
-17	0.000732	0.028519		0.109326216
-16	0.000595	0.029114		0.088938846
-15	-0.00627	0.022846		-0.936805932
-14	0.000714	0.02356		0.106766042
-13	-0.00048	0.023075		-0.072464778
-12	-0.00456	0.018519		-0.680877601
-11	-0.00503	0.013487		-0.752085772
-10	0.001131	0.014618		0.168968867
-9	0.005353	0.019971		0.800029553
-8	0.005367	0.025338		0.802101114
-7	0.002607	0.027945		0.389667051
-6	0.009262	0.037208		1.384188773
-5	-0.00903	0.028173		-1.350190509
-4	-0.00183	0.02634		-0.273947598
-3	-0.00571	0.020627		-0.853765218
-2	-0.00584	0.014788		-0.872570934
-1	-0.00329	0.011494		-0.492234111
0	0.048607	0.060102		7.264095724
1	0.043469	0.10357		6.496200947
2	0.034099	0.13767		5.09597366
3	0.021458	0.159128		3.206850597
4	0.004934	0.164062		0.737382703
5	0.011223	0.175285		1.677228951
6	0.002277	0.177562		0.340267976
7	0.005465	0.183028		0.816782683
8	-0.00446	0.178564		-0.667057834
9	0.001986	0.18055		0.296847224
10	-0.00941	0.171144		-1.405734186
11	0.002273	0.173417		0.339671562
12	0.001623	0.17504		0.242496716
13	0.003307	0.178346		0.494155455
14	-0.01093	0.167419		-1.633064358
15	-0.00109	0.166327		-0.163187757
16	0.000589	0.166916		0.088092942
17	-0.00075	0.166164		-0.112466776
18	-0.00469	0.161478		-0.700251193
19	-0.01041	0.151066		-1.55597739
20	0.000817	0.151883		0.122094894
21	0.015603	0.167486		2.331803702

22	-0.00026	0.167229	-0.038513313
23	-0.00702	0.160205	-1.049593896
24	-0.0021	0.158108	-0.31350034
25	0.006181	0.164288	0.923667476
26	-0.00629	0.158001	-0.939547294
27	0.014812	0.172813	2.213522823
28	0.004256	0.177069	0.636042801
29	0.010441	0.18751	1.560362137
30	-0.00943	0.17808	-1.40930145
31	0.004946	0.183026	0.739166097
32	0.021405	0.204431	3.198882005
33	0.005478	0.209909	0.818684574
34	-0.00056	0.209352	-0.08319073
35	0.002683	0.212035	0.400920487
36	0.011858	0.223893	1.772093461
37	8.03E-05	0.223973	0.011999908
38	0.019983	0.243956	2.98636013
39	0.00849	0.252446	1.268758953
40	0.021983	0.274429	3.285253161

HMEPEΣ	FRANCE MBO		
	AAR	CAAR	T-stat AAR
-30	0.012611	0.012611	1.14527
-29	-0.00711	0.005505	-0.64531
-28	0.005039	0.010544	0.457618
-27	0.002447	0.012991	0.222274
-26	0.012155	0.025146	1.103852
-25	-0.00724	0.017902	-0.65791
-24	0.013107	0.031008	1.190335
-23	-0.01136	0.019651	-1.03144
-22	0.002329	0.021981	0.211556
-21	0.031769	0.05375	2.885211
-20	0.004554	0.058304	0.413603
-19	-0.00685	0.051456	-0.62191
-18	0.006605	0.058062	0.599893
-17	-0.01306	0.045003	-1.18598
-16	-0.0096	0.035399	-0.8722
-15	-0.005	0.030398	-0.45421
-14	-0.00198	0.028414	-0.18018
-13	0.004238	0.032651	0.384861
-12	-0.01395	0.018703	-1.26677
-11	-0.00632	0.012379	-0.57431
-10	0.010665	0.023044	0.968568
-9	0.000869	0.023913	0.078885
-8	-0.00794	0.015968	-0.72152
-7	0.005539	0.021507	0.503038
-6	0.020347	0.041854	1.847869
-5	-0.02678	0.015076	-2.43194
-4	-0.0258	-0.01072	-2.34275
-3	0.002046	-0.00867	0.185841
-2	0.00261	-0.00606	0.237034
-1	0.012917	0.006853	1.173137
0	0.042766	0.04962	3.883937
1	0.022782	0.072401	2.068978
2	0.04674	0.119141	4.244801
3	0.021598	0.140738	1.961451
4	0.006341	0.147079	0.575847
5	0.01373	0.160809	1.246898
6	-0.00556	0.155246	-0.50521
7	0.010421	0.165667	0.94643
8	-0.02365	0.142015	-2.14805
9	-0.00015	0.141867	-0.0134
10	-0.00854	0.133325	-0.77576
11	-0.00912	0.124209	-0.82793
12	0.006119	0.130328	0.555709
13	0.001205	0.131533	0.109428
14	0.005152	0.136685	0.4679
15	0.000636	0.137321	0.057788
16	-0.0054	0.131922	-0.49036
17	-0.0173	0.114621	-1.57124
18	-0.00628	0.108341	-0.57032
19	-0.02444	0.083905	-2.21922
20	-0.0052	0.078701	-0.47261
21	0.020966	0.099667	1.904091

22	0.007761	0.107428	0.70484
23	-0.0108	0.096626	-0.98108
24	-0.00071	0.095912	-0.06481
25	0.019448	0.11536	1.766196
26	-0.00437	0.110992	-0.39666
27	0.024472	0.135464	2.222504
28	0.011728	0.147192	1.065117
29	0.010206	0.157398	0.926911
30	-0.01939	0.138013	-1.76053
31	0.002036	0.140049	0.184937
32	0.025893	0.165943	2.35158
33	0.012087	0.17803	1.097753
34	-0.00891	0.169118	-0.80939
35	0.004344	0.173462	0.394487
36	0.024248	0.197709	2.202118
37	0.001358	0.199067	0.123345
38	0.028239	0.227306	2.564607
39	0.019449	0.246755	1.766287
40	0.026774	0.273529	2.431586

HMEPEΣ	GERMANY MBO		
	AAR	CAAR	T-stat AAR
-30	0.003342	0.003342	0.462374
-29	-0.00653	-0.00319	-0.90387
-28	-0.00544	-0.00864	-0.75316
-27	0.000168	-0.00847	0.023185
-26	0.001859	-0.00661	0.25719
-25	-0.00192	-0.00852	-0.2651
-24	0.004735	-0.00379	0.655153
-23	0.003693	-9.6E-05	0.510893
-22	-0.00492	-0.00501	-0.68
-21	0.008708	0.003696	1.204687
-20	0.00325	0.006946	0.449656
-19	0.001009	0.007955	0.139534
-18	-0.00244	0.005511	-0.33805
-17	-0.00241	0.003098	-0.33391
-16	-0.00374	-0.00064	-0.51748
-15	-0.00625	-0.00689	-0.86443
-14	0.002095	-0.0048	0.289826
-13	0.00187	-0.00293	0.258661
-12	0.002185	-0.00074	0.302281
-11	3.47E-05	-0.00071	0.0048
-10	0.007338	0.006631	1.015213
-9	0.006427	0.013059	0.889205
-8	0.002833	0.015892	0.391942
-7	0.0125	0.028392	1.729428
-6	0.006057	0.034449	0.837924
-5	-0.00939	0.025054	-1.29974
-4	-0.00785	0.017206	-1.08575
-3	0.001433	0.018639	0.198229
-2	-0.00566	0.012974	-0.78369
-1	0.002067	0.015042	0.286037
0	0.059325	0.074367	8.207561
1	0.059536	0.133902	8.236721
2	0.041054	0.174956	5.67984
3	0.022466	0.197423	3.108202
4	0.008102	0.205524	1.120849
5	0.005528	0.211052	0.764834
6	0.001534	0.212587	0.212279
7	0.007513	0.2201	1.039489
8	-0.01536	0.204739	-2.12529
9	0.002256	0.206994	0.312062
10	-0.0202	0.186798	-2.79414
11	0.017906	0.204704	2.47734
12	0.003574	0.208279	0.49449
13	0.001734	0.210012	0.239889
14	-0.00497	0.205045	-0.68727
15	-0.00159	0.203456	-0.21982
16	-0.0019	0.201551	-0.26349
17	-0.01055	0.191005	-1.45914
18	-0.01245	0.178558	-1.722
19	-0.00947	0.169092	-1.30961
20	0.003753	0.172845	0.519234
21	0.007764	0.18061	1.074212

22	-0.00651	0.1741	-0.90062
23	-0.00425	0.169853	-0.5876
24	8.84E-05	0.169941	0.012228
25	0.002829	0.17277	0.391458
26	0.003245	0.176016	0.448973
27	0.018993	0.195009	2.627675
28	-0.00133	0.193683	-0.18338
29	0.002044	0.195727	0.282793
30	-0.00305	0.192678	-0.42189
31	0.005481	0.198159	0.758314
32	0.01301	0.211169	1.799943
33	0.001071	0.21224	0.148227
34	-0.00013	0.212113	-0.01756
35	0.00145	0.213564	0.200652
36	0.008501	0.222064	1.176058
37	0.021949	0.244013	3.036621
38	0.010918	0.254932	1.51056
39	0.006286	0.261218	0.869688
40	0.015588	0.276806	2.156595

	SWEDEN MBO		
HMEPEΣ	AAR	CAAR	T-stat AAR
-30	0.01539	0.01539	1.475058
-29	0.005919	0.021309	0.567265
-28	0.019889	0.041198	1.906224
-27	-0.00174	0.039461	-0.16644
-26	-0.00065	0.038809	-0.06253
-25	-0.0161	0.022707	-1.54328
-24	0.007675	0.030381	0.735569
-23	-0.01627	0.014108	-1.55969
-22	0.008833	0.022941	0.846609
-21	0.020307	0.043249	1.946329
-20	0.001783	0.045032	0.17093
-19	-0.00042	0.044611	-0.04042
-18	0.009154	0.053764	0.877342
-17	-0.00353	0.050237	-0.33809
-16	0.011492	0.061729	1.101392
-15	-0.00026	0.061464	-0.02533
-14	-0.006	0.055464	-0.57512
-13	0.000991	0.056455	0.09498
-12	-0.01294	0.043516	-1.24009
-11	-0.01504	0.028473	-1.4418
-10	0.000961	0.029433	0.092092
-9	-0.00228	0.027156	-0.21828
-8	-0.00024	0.026916	-0.02301
-7	-0.00643	0.020484	-0.61646
-6	0.009758	0.030242	0.935267
-5	-0.01134	0.018897	-1.08734
-4	-0.00292	0.015979	-0.27969
-3	-0.01696	-0.00099	-1.62596
-2	-0.00673	-0.00771	-0.64474
-1	-0.00139	-0.0091	-0.13305
0	0.026155	0.017054	2.506815
1	0.043538	0.060592	4.172818
2	0.04912	0.109713	4.70785
3	0.021758	0.131471	2.085398
4	0.015963	0.147434	1.529973
5	0.017731	0.165166	1.699442
6	-0.00866	0.156508	-0.82983
7	-0.00024	0.156267	-0.02304
8	0.002937	0.159205	0.281519
9	0.000241	0.159446	0.023134
10	0.000584	0.16003	0.056011
11	-0.02227	0.137764	-2.13412
12	0.013346	0.15111	1.279146
13	0.009067	0.160177	0.86905
14	-0.00099	0.159182	-0.09535
15	-0.00949	0.149689	-0.90989
16	-0.00168	0.148006	-0.16131
17	0.010834	0.15884	1.038379
18	0.010052	0.168892	0.963444
19	-0.0113	0.157589	-1.08335
20	6.99E-05	0.157659	0.006698
21	0.022864	0.180522	2.191313

22	0.011185	0.191707	1.072008
23	-0.00041	0.191298	-0.03925
24	-0.00703	0.184264	-0.67417
25	0.017275	0.201538	1.655649
26	-0.00855	0.192992	-0.81916
27	0.008197	0.201189	0.785642
28	0.011784	0.212973	1.129435
29	0.010011	0.222984	0.959472
30	-0.00642	0.216568	-0.61494
31	0.006829	0.223397	0.654545
32	0.028175	0.251572	2.700394
33	0.019719	0.271291	1.889913
34	0.005686	0.276977	0.544933
35	-0.00461	0.272365	-0.442
36	0.024394	0.296759	2.338026
37	-0.00787	0.288889	-0.75426
38	0.015019	0.303909	1.43949
39	0.020866	0.324775	1.999885
40	0.027742	0.352517	2.658895

HMEPEΣ	TOTAL MBO		
	AAR	CAAR	T-stat AAR
-30	0.007346	0.007346	1.057532
-29	-0.00614	0.001208	-0.88369
-28	0.004783	0.005991	0.68851
-27	-0.00059	0.005399	-0.08518
-26	0.004133	0.009532	0.594975
-25	-0.00451	0.005023	-0.64905
-24	0.009002	0.014025	1.295854
-23	-0.00319	0.010838	-0.45874
-22	-0.00061	0.010225	-0.08825
-21	0.01667	0.026896	2.399737
-20	0.002633	0.029529	0.379062
-19	-0.00037	0.029156	-0.05368
-18	0.002817	0.031973	0.405478
-17	-0.00304	0.028934	-0.43746
-16	-0.00067	0.028265	-0.0963
-15	-0.0052	0.02307	-0.74788
-14	-0.00041	0.022662	-0.05869
-13	0.00109	0.023752	0.156877
-12	-0.00594	0.017815	-0.85468
-11	-0.00555	0.012263	-0.79917
-10	0.004189	0.016452	0.602965
-9	0.003714	0.020166	0.534638
-8	0.001629	0.021794	0.234427
-7	0.004046	0.02584	0.582433
-6	0.010622	0.036462	1.529003
-5	-0.01263	0.023831	-1.81827
-4	-0.00762	0.016209	-1.09714
-3	-0.00432	0.01189	-0.62179
-2	-0.0044	0.007486	-0.63396
-1	0.001071	0.008556	0.154103
0	0.04677	0.055327	6.732661
1	0.043289	0.098616	6.231579
2	0.040008	0.138624	5.759148
3	0.021747	0.160371	3.130538
4	0.007428	0.167799	1.069304
5	0.011333	0.179132	1.631338
6	-0.00083	0.178303	-0.11927
7	0.006009	0.184312	0.865036
8	-0.00928	0.175033	-1.33572
9	0.001417	0.17645	0.204006
10	-0.01023	0.166225	-1.47202
11	0.000227	0.166451	0.032623
12	0.004503	0.170954	0.648159
13	0.003389	0.174343	0.487826
14	-0.00533	0.169011	-0.76747
15	-0.00207	0.166945	-0.29746
16	-0.00136	0.16559	-0.19511
17	-0.00426	0.161326	-0.61379
18	-0.00462	0.156709	-0.66458
19	-0.01285	0.143856	-1.85018
20	0.000275	0.144131	0.039523
21	0.01586	0.159991	2.283123

22	0.001412	0.161403	0.203288
23	-0.00617	0.155236	-0.88774
24	-0.00206	0.153178	-0.29636
25	0.009385	0.162562	1.350926
26	-0.00416	0.158401	-0.59895
27	0.016544	0.174946	2.381586
28	0.005427	0.180373	0.781225
29	0.008491	0.188864	1.222322
30	-0.0094	0.179468	-1.35262
31	0.004804	0.184271	0.691498
32	0.021314	0.205585	3.06816
33	0.007692	0.213277	1.107277
34	-0.00109	0.212185	-0.15722
35	0.001689	0.213874	0.243185
36	0.015105	0.228979	2.174313
37	0.004008	0.232987	0.577015
38	0.01878	0.251767	2.703397
39	0.01171	0.263477	1.685712
40	0.022245	0.285722	3.202171