

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ: ΟΔΕ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ: ΜΒΑ ΤQΜ



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ:

**« Θεωρία και Πρακτική των
Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην
Ελλάδα »**

*Γκρίγκα Ανδριάννα
ΜΒΑ – ΤQΜ Α.Μ. 0911*

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία έχουν δοθεί αρκετοί ορισμοί και έχουν γίνει αρκετές κατηγοριοποιήσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών, χωρίς όμως ουσιαστικές διαφορές μεταξύ τους. Η ειδοποιός διαφορά παραμένει το είδος ανταλλαγής για την ολοκλήρωση της συμφωνίας και το δικαίωμα λόγου των παλαιών ιδιοκτητών.

Η ιστορία των Σ & Ε στο εξωτερικό και κυρίως στις ΗΠΑ ξεκινάει πολύ νωρίτερα από την Ελλάδα. Το φαινόμενο, αυτών των συμφωνιών, φαίνεται να λαμβάνει χώρα παράλληλα με τα σημαντικά γεγονότα της οικονομίας αντικατοπτρίζοντας τις τάσεις της ευρύτερης οικονομίας, όπως ο Α' παγκόσμιος πόλεμος, το Κραχ, η πετρελαϊκή κρίση, δημιουργώντας πέντε κατηγορίες / κύματα. Η ΕΕ ξεκινάει τις συμφωνίες «προλαβαίνοντας», θα λέγαμε, τις ΗΠΑ στα δύο τελευταία κύματα. Ενώ, στην Ελλάδα λόγω της ανελαστικής δομής της οικονομίας της, των πολυάριθμων μικρών οικογενειακών επιχειρήσεων και της ευκολίας δανειοδότησης από τις τράπεζες δεν υπήρχε διάθεση για επενδύσεις μέσω Σ & Ε, παρά μόνο μετά τη δεκαετία του '80.

Με τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού δικαίου νομοθετήθηκε το 1989 η «Νομοθεσία Συγχωνεύσεων Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων» για την παρεμπόδιση οποιασδήποτε συνεργασίας μεταξύ εταιριών, εάν απειλείται ο θεμιτός ανταγωνισμός, μέσω διαδικασιών, τεστ, νομοθετικών οργάνων. Η Ελλάδα διαθέτει αντίστοιχη ανεξάρτητη αρχή, την «Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού».

Πρωτεύον κίνητρο για τη δημιουργία συμφωνιών είναι η δημιουργία αξίας για τους μετόχους, εξασφαλίζοντας πάντα ότι οι ταμειακές ροές της προκύπτουσας εταιρίας (ΑΒ) είναι πάντα μεγαλύτερη από το άθροισμα των δύο εταιριών (Α + Β) ξεχωριστά, δηλ. $A + B < AB$.

Με την πραγματοποίηση των συμφωνιών επιτυγχάνονται λειτουργικές, χρηματοοικονομικές και διοικητικές συνέργιες που αποτελούν κίνητρα και στόχους πολλών εταιριών, ώστε να καταφύγουν στην επιλογή εξωτερικής επένδυσης. Τα πλεονεκτήματα που αποκτούνται, έρχονται σε αντιπαράθεση με τα αντικίνητρα και μειονεκτήματα που επιφέρουν οι πολέμοι τους, μπορούν να εξαλειφθούν ή να ελαχιστοποιηθούν καταβάλλοντας σημαντική προσπάθεια οι συμβαλλόμενοι.

Πολλές φορές, οι προσπάθειες δεν είναι αρκετές καθώς γίνονται λάθη από την αρχική λήψη της απόφασης για εξωτερική επένδυση. Η ανεπαρκής αξιολόγηση των υποψήφιων εταιριών, ο ρόλος που διαδραματίζουν τα στελέχη πριν και μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας, οδηγούν σε δυσκολίες και καθυστερήσεις κατά το τελικό στάδιο της ενοποίησης. Οι επιπτώσεις αντικατοπτρίζονται στους εργαζόμενους, τα διευθυντικά στελέχη και τους μετόχους. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία των Σ & Ε μπορούν να κατηγοριοποιηθούν και να αντιμετωπιστούν χρονικά, όπως βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Έτσι για την έγκαιρη και επιτυχή κατάληξη μιας συμφωνίας καλό είναι να ακολουθηθούν συγκεκριμένα βήματα, ξεκινώντας από την αξιολόγηση της δικής μας εταιρίας, των δυνατοτήτων και αδυναμιών της, συνεχίζοντας με την αξιολόγηση των

υποψήφιων εταιριών και εκπληρώνοντας την ενοποίηση σε διάστημα όχι μεγαλύτερο των δύο ετών.

Η αποδοτικότητα μιας συμφωνίας αποτελεί σκοπό για όλα τα συμβαλλόμενα μέρη. Για αυτό το λόγο και έχουν αναπτυχθεί μέθοδοι για την αποτίμηση των εταιριών και την πρόβλεψη της πορείας τους. Κάθε μέθοδος έχει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι είναι πιο αξιόπιστη η χρήση δύο μεθόδων για επαλήθευση. Για τη χρηματοοικονομική ανάλυση συγκεκριμένα, δεν πρέπει να παραλείπονται τα στάδια της στατιστικής ανάλυσης, κριτικής διερεύνησης δεικτών και πινάκων κίνησης κεφαλαίων και τέλος η ανάλυση και εξαγωγή συμπερασμάτων.

Όλα τα παραπάνω αιτιολογούν τη δημιουργία Σ & Ε, όπως της Δέλτα Συμμετοχών με την Chipita International και της HOL με την Unibrain αποδεικνύοντας πόσο επηρεάζουν οι νόμοι, τα πλεονεκτήματα και οι συμβαλλόμενοι την υλοποίηση τους.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κεφάλαιο 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	8
1.1 Εισαγωγή	8
1.2 Αντικειμενικός σκοπός	9
1.3 Σπουδαιότητα Έρευνας.....	10
1.4 Μεθοδολογία.....	10
1.5 Διάρθρωση Εργασίας.....	10
Βιβλιογραφία 1ου Κεφαλαίου	12
Κεφάλαιο 2:ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΗΚΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ..	13
2.1 Ορισμοί	13
2.2 Ειδή Εξαγορών και Συγχωνεύσεων	13
2.3 Ιστορική Αναδρομή & Σύγχρονες Τάσεις των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .	17
2.3.1 Διεθνής Χώρος.....	17
2.3.1.1 Κύματα συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α.....	17
2.3.1.2 Κύματα συγχωνεύσεων στις χώρες της Ε.Ε (1987-2001)	19
2.3.2 ΕΛΛΑΔΙΚΟΣ ΧΩΡΟΣ	21
2.3.5 20ος Αιώνας - Σήμερα	24
2.4 Ρυθμιστικό Πλαίσιο Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	26
2.4.1. Νομοθετικό Ευρωπαϊκό πλαίσιο.....	26
2.4.2 Νομοθετικό πλαίσιο στην Ελλάδα.....	28
2.4.2.1Μετασχηματισμός Εταιρείας Μέσω Μετατροπής της Νομικής Μορφής	31
2.4.2.2 Συγχώνευση Ανωνύμων Εταιριών	32
2.4.2.3 Φορολογικές ελαφρύνσεις	33
Βιβλιογραφία 2 ^{ου} Κεφαλαίου.....	35
Κεφάλαιο 3: ΑΙΤΙΕΣ & ΚΙΝΗΤΡΑ Σ & Ε	37
3.1 Εισαγωγή	37
3.2 Προσδιορισμός της Συνέργειας	38
3.3 Δημιουργία λειτουργικής συνέργειας.....	39
3.3.1 Οικονομίες Κλίμακας	39
3.3.2 Οικονομίες Μάθησης και Εμπειρίας	40
3.3.3 Οικονομιών Φάσματος	40
3.4 Δημιουργία Χρηματοοικονομικής Συνέργειας.....	41
3.4.1 Αύξηση Δανειοληπτικής Ικανότητας της Επιχείρησης	41
3.4.2 Η Αναδιανομή Πλούτου	42
3.4.3 Οι Φορολογικές Ελαφρύνσεις.....	42
3.5 Δημιουργία Διοικητικής Συνέργειας	42
3.6 Λοιπά Κίνητρα.....	43
3.7 Αντικίνητρα ή Λόγοι Αποτυχίας.....	45
3.8 Πλεονεκτήματα, Μειονεκτήματα & Κίνδυνοι.....	48
3.8.1 Πλεονεκτήματα	48
3.8.2 Μειονεκτήματα	50
3.8.3 Κίνδυνοι.....	51
Βιβλιογραφία 3 ^{ου} Κεφαλαίου.....	52

Κεφάλαιο 4 : ΑΠΟΤΥΧΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	54
4.1 Εισαγωγή	54
4.1.1 Ανεπαρκής Αξιολόγηση.....	55
4.1.2 Η Υπερβολική Τιμή της Εξαγοραζόμενης Εταιρίας.....	56
4.1.3 Ο Ρόλος των Στελεχών	57
4.1.4 Η Μετά-συγχωνευτική Διαχείριση	59
4.1.5 Δυσκολίες Ενοποίησης	61
4.1.6 Αρνητικές Επιπτώσεις της Καθυστέρησης Ενοποίησης.....	62
4.2 Επιπτώσεις Σ & Ε	63
4.2.1 Στα Διευθυντικά Στελέχη.....	63
4.2.2 Στους Εργαζόμενους.....	64
4.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν την Επιτυχή Έκβαση των Σ & Ε.....	64
4.4 Η εξαγορά μιας εταιρείας	67
4.4.1 Βήματα κατά την εξαγορά μίας εταιρίας:.....	67
4.4.2 Η due diligence	68
4.4.3 Η σύμβαση πώλησης	69
Βιβλιογραφία 4 ^{ου} Κεφαλαίου.....	71
Κεφάλαιο 5: ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ Σ & Ε	72
Εισαγωγή	72
5.1 Σκοπιμότητα Επενδυτών – Μετόχων.....	72
5.2 Σκοπιμότητα Αναλυτών.....	73
5.3 Η Αποδοτικότητα Σ & Ε.....	74
5.3.1 Έννοια και σκοπός της αποτίμησης.....	74
5.4 Μέθοδοι Αποτίμησης.....	75
5.4.1 Μέθοδος Μη Κανονικών Αποδόσεων (Abnormal Returns).....	76
5.4.2 Μέθοδος Θεμελιακής Αποτίμησης (Fundamental Valuation Techniques)	77
5.4.3 Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης Βάσει Λογιστικών Στοιχείων (Accounting Based Operational Performance Evaluation).....	77
5.4.3.1 Κάθετη ανάλυση	78
5.4.3.2 Οριζόντια Ανάλυση	79
5.4.3.3 Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Τάσης.....	80
5.5 Στάδια Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης	80
5.5.1 Στατιστική ανάλυση.....	81
5.5.2 Κριτική διερεύνηση δεικτών.....	81
5.5.3 Κριτική Διερεύνηση Πινάκων Κίνησης Κεφαλαίων	82
5.5.4 Εξαγωγή Συμπερασμάτων	82
Βιβλιογραφία 5 ^{ου} Κεφαλαίου.....	83
Κεφάλαιο 6: Μελέτη Περιπτώσεων Σ & Ε.....	84
Εισαγωγή	84
6.1 Μελέτη Περίπτωσης Πρώτη: Συγχώνευση Δέλτα Συμμετοχών ΑΕ & Chipita International S.A.	84
6.2 Λόγοι Συγχώνευσης.....	85
6.2.1 Πλεονεκτήματα.....	85
6.2.2 Νομικά Πλεονεκτήματα.....	86
6.3 Διαδικασία Συγχώνευσης.....	86
6.4 Μετοχικό Κεφάλαιο μετά τη Συγχώνευση	87
6.4.1 Σχέση Ανταλλαγής των Μετοχών.....	88
6.4.2 Χρόνος Συμμετοχής στα Κέρδη της Απορροφώσας.....	89

6.4.3 Επί της Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών	89
6.5 Ολοκλήρωση Συγχώνευσης	90
6.6 Συνοπτική Παρουσίαση Εταιριών	90
6.6.1 Εταιρική παρουσίαση Δέλτα Συμμετοχών ΑΕ	90
6.6.2 Εταιρική παρουσίαση Chipita International ΑΕ.....	91
6.6.3 Εταιρική παρουσίαση Vivartia Α.Β.Ε.Ε.	92
6.7 Κάθετη Παράθεση Ισολογισμών	93
6.7.1 Βάση Σύνταξης των Οικονομικών Καταστάσεων	94
6.7.1.2 Λογαριασμοί Ενεργητικού.....	94
6.7.1.3 Βραχυχρόνιες και Μακροχρόνιες Υποχρεώσεις.....	97
6.7.2 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης.....	98
6.8 Μελέτη Περίπτωσης Δεύτερη: Εξαγορά της HOL Α.Ε. από τη Unibrain Α.Ε. ..	100
Εισαγωγή	100
6.8.1 Συγχώνευση εταιριών Unibrain και Hellas on line.....	100
6.8.2 Ανακοίνωση για συγχώνευση της Unibrain με την HOL.....	101
6.8.3 ΛΟΓΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	102
6.8.3.1 Εμπορικά πλεονεκτήματα	102
6.8.3.2 Λειτουργικά πλεονεκτήματα.....	102
6.8.3.3 Φορολογικά Κίνητρα	103
6.8.3.4 Χρηματιστήριο – Χρηματοδοτικές ευκαιρίες.....	103
6.9 Διαδικασία Συγχώνευσης.....	103
6.10 Μετοχικό Κεφάλαιο.....	104
6.10.1 Σχέση Ανταλλαγής των Μετοχών.....	105
6.11 Συνοπτική Παρουσίαση Εταιριών	106
6.11.1 Εταιρική παρουσίαση Hellas online	106
6.11.2 Εταιρική παρουσίαση Unibrain	107
6.11.3 Εταιρική παρουσίαση Hellas on line	108
6.12 Πλαίσιο Κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων.....	109
6.13 Κάθετη Παράθεση Ισολογισμών	110
6.13.1 Λογαριασμοί Ενεργητικού.....	111
6.13.2 Στοιχεία Παθητικού	114
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 6 ^{ου} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	120

Κατάσταση Πινάκων

Πίνακας 1.1: Συγχωνεύσεις 2007

Πίνακας 1.2: Συγχωνεύσεις 2008

Πίνακας 1.3: Συγχωνεύσεις 2009

Πίνακας 2.3: Κύματα Συγχωνεύσεων & Εξάγωγων

Πίνακας 3.1 Κατάτμηση αποτελεσμάτων των εξαγορών & συγχωνεύσεων βάσει του χρονικού ορίζοντα

Πίνακας 5.3: Σκοπός αποτίμησης

Πίνακας 6.1 : Κυκλοφοριακές Ταχύτητες Εταιριών

Πίνακας 6.2: Κάθετη Παράθεση Ισολογισμού Δέλτα – Chipita – Vivartia

Πίνακας 6.3: Κάθετη Παράθεση Αποτελεσμάτων Χρήσης Δέλτα - Chipita - Vivartia

Πίνακας 6.4: Εξέλιξη μετοχικού κεφαλαίου Vivartia 2006

Πίνακας 6.13: Κυκλοφοριακές Ταχύτητες Εταιριών

Πίνακας 6.14: Κάθετη Παράθεση Ισολογισμού HOL-UNIBRAIN – Hellas on Line

Πίνακας 6.15: Κάθετη Παράθεση Αποτελεσμάτων Χρήσης HOL-UNIBRAIN – Hellas on Line

Κατάσταση Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 4.1: Διαδικασία Συγχώνευσης / Εξαγοράς

Διάγραμμα 4.4: Τυπικός Κύκλος Εξαγοράς

Κεφάλαιο 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1. 1 Εισαγωγή

Σε μια εποχή που η οικονομία και η κοινωνία χαρακτηρίζονται από μία πρωτοφανή ταχύτητα εξελίξεων και συνεχή επιθυμία για τη δημιουργία κέρδους, είναι φυσικό να παρατηρούνται συχνές αλλαγές και μετασχηματισμοί στο ιδιοκτησιακό καθεστώς των επιχειρήσεων, οι οποίες για να επιβιώσουν πρέπει και οφείλουν να προσαρμόζονται στις μεταβαλλόμενες ανάγκες και συνθήκες του περιβάλλοντος που δραστηριοποιούνται.

Οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές και οι διάφοροι άλλοι επιχειρηματικοί σχηματισμοί συνιστούν θεμελιώδεις μορφές εταιρικής αναδιάρθρωσης. Οι σύγχρονες επιχειρήσεις επιλέγουν κατά κόρον την εξωτερική ανάπτυξη μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών προκειμένου να αυξήσουν την αξία τους και κατ' επέκταση τον πλούτο των μετόχων τους, καθώς και τη βελτίωση του ανταγωνιστικού τους πλεονεκτήματος.

Οι περισσότερες, αν όχι όλες, οι συμφωνίες που ανακοινώνονται έχουν στρατηγική σημασία και πρόκειται ως επί το πλείστον για περιπτώσεις εταιριών που αντιλαμβάνονται ότι η περαιτέρω ανάπτυξη δεν μπορεί να επιτευχθεί οργανικά (ενδο-εταιρικά) ή μέσα στις κορεσμένες αγορές που δραστηριοποιούνται. Για αυτό και άλλωστε και η αντίδραση των αγορών είναι θετική και ενισχύεται η αξία της μετοχής, όχι μόνο της εταιρίας που τίθεται προς εξαγορά, αλλά και του υποψηφίου αγοραστή.

Οι επιχειρήσεις, αυτά τα πολύμορφα κύτταρα της οικονομίας, στην προσπάθεια τους να αποκτήσουν τον έλεγχο μιας άλλης παραγωγικής μονάδας, συνήθως με τη μορφή της Ανώνυμης Εταιρίας, καταφεύγουν στην εξαγορά του πλειοψηφικού πακέτου μετοχών, είτε στην εξαγορά μειοψηφικού πακέτου σε συνδυασμό με εξασφάλιση της διοικήσεως μέσω συμφωνίας μετόχων (shareholders agreement) και συμβάσεως διαχειρίσεως (management contract), είτε με τη συγχώνευση επιχειρήσεων (merge) (ο.π. Δρυλλεράκης 2001)

Η απόφαση για αγορά μιας άλλης επιχείρησης ή της συγχώνευσης για να δημιουργηθεί μια μεγαλύτερη και ίσως αρκετά διαφορετική επιχείρηση, είναι μια από τις σημαντικότερες αποφάσεις που μια διοίκηση καλείται να πάρει. Η σωστή επιλογή, στο σωστό χρόνο μπορεί να είναι ο συντομότερος δρόμος για την επέκταση, την αυξανόμενη αποδοτικότητα και μια νέα κατεύθυνση για την επιχείρηση. Με μία μόνο πράξη συναλλαγής, η αποκτούσα επιχείρηση μπορεί να πραγματοποιήσει την ανάπτυξη που υπό άλλες συνθήκες θα απαιτούσε πολλά χρόνια επενδύσεων και σκληρής εργασίας.

Αντιθέτως, μια κακή απόφαση μπορεί να αποβεί μοιραία, περιορίζοντας συχνά τους οικονομικούς, διοικητικούς και άλλους πόρους του αγοραστή που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε άλλες επενδύσεις, αναγκάζοντας ολόκληρη τη δομή να αποτύχει και μερικές φορές να είναι σε δεινότερη κατάσταση από ότι της αρχικής.

Όλα αυτά πραγματοποιούνται στο πλαίσιο μιας νέας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, που κυριαρχείται από την επανάσταση στους τομείς της πληροφορίας και των επικοινωνιών και από την κυριαρχία της γνώσης ως απαραίτητου στοιχείου ανταγωνιστικότητας και επιβίωσης στις διεθνείς αγορές.

Μέρος της βιβλιογραφίας θεωρεί τις συγχωνεύσεις και εξαγορές φυσικό και υγιές επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς, που βοηθά τη μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις, δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αξία, επιταχύνει τον εκσυγχρονισμό και αυξάνει την απόδοση των επιχειρήσεων, βελτιώνοντας τη συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο. Υπάρχει, όμως, και η αντίθετη άποψη που εστιάζει σε θέματα διαφάνειας και πληροφόρησης των κεφαλαιαγορών για τις επιχειρησιακές μεταβολές που συντελούνται, στις αρνητικές επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στους μετόχους των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, της μείωσης του ανταγωνισμού, της ολιγοπωλιακής οργάνωσης της οικονομίας, της στρέβλωσης των τιμών και επιβάρυνσης του καταναλωτή.

Είναι σαφές ότι η διεθνής οικονομία διανύει μια περίοδο μεγάλων συγκεντρώσεων εταιριών που δεν περιορίζεται σε ένα κλάδο, ούτε σε μία συγκεκριμένη οικονομία. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αντιμετωπίζονται σήμερα ως κάτι το αναπόφευκτο, ως αναγκαίο κακό μπροστά στις πιέσεις της συγκυρίας, τις ευκαιρίες και τις προκλήσεις της Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης και του διεθνούς ανταγωνισμού. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της εταιρίας Citigroup, η τάση αυτή δεν αναμένεται να τερματιστεί σύντομα.

1.2 Αντικειμενικός σκοπός

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως σκοπό την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων δύο περιπτώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών ελληνικών εταιριών με την μορφή της Οριζόντιας Ανάλυσης.

Συγκεκριμένα, από τον κλάδο των ταχέως κινούμενων καταναλωτικών αγαθών, FMCG, η συγχώνευση της Δέλτα Συμμετοχών ΑΕ με την Chipita International SA, που πραγματοποιήθηκε το 2005. Και από τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών η Unibrain ΑΕ απορροφώντας την Hellas on line ΑΕ., που πραγματοποιήθηκε το 2007.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση πραγματοποιείται κυρίως για τους τρεις παρακάτω σκοπούς:

- α) να αποτυπωθεί η χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιριών πριν την εξαγορά,
- β) να διαπιστωθεί αν βελτιώνονται ή επιδεινώνονται διαχρονικά και σε τι βαθμό οι χρηματοοικονομικές θέσεις τους μετά την υλοποίηση της εξαγοράς και
- γ) τελικά να γίνει μια γενικότερη εξαγωγή συμπερασμάτων για την πορεία των εταιριών.

1.3 Σπουδαιότητα Έρευνας

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι ένα ιδιαίτερο κοινωνικό και επιστημονικό φαινόμενο. Ακαδημαϊκά, έχουν εξεταστεί λεπτομερειακά από την πλευρά ενός πλήθους αρχών, όπως οικονομικά, στρατηγική, οργανωτική θεωρία, δίκαιο, επιχειρήσεις, διοίκηση ανθρωπίνου δυναμικού. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι εν τούτοις, ένα ενδιαφέρον πραγματικό φαινόμενο. Απόδειξη αυτού είναι η μεγάλη προσοχή που δέχεται από τους διευθυντές, τους πολιτικούς, τους νομοθέτες και τα μέσα.

Επομένως, παρόλο τον υπερβολικά μεγάλο όγκο των ερευνητικών εργασιών στον τομέα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα συμπεράσματα, σχετικά με την επίδραση τους στις τιμές των μετοχών των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων και κατά επέκταση στον πλούτο των μετόχων, είναι συγκεχυμένα.

Στην συγκεκριμένη διπλωματική εργασία ερευνάται η απόδοση των εμπλεκόμενων εταιριών πριν και μετά την υλοποίηση της συναλλαγής, δίνοντας ακόμη ένα τεκμηριωμένο παράδειγμα για την αποτελεσματικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην σύγχρονη οικονομική αγορά. Η εν λόγω ανάλυση αποτελεί σημαντική πηγή πληροφοριών και θέτει τις βάσεις για τη λήψη ορθών επιχειρηματικών αποφάσεων. Η διοίκηση της επιχείρησης, οι μέτοχοι, οι δανειστές και το κράτος είναι οι πλέον βασικοί αποδέκτες της ανάλυσης αυτής.

1.4 Μεθοδολογία

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να απαντήσει στο ερώτημα αν οι συγχωνεύσεις εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθήνας της περιόδου 2006-2007, δημιούργησαν αξία για τους μετόχους των εταιριών που πήραν μέρος στις συγχωνεύσεις. Η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα θα δοθεί με μία ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδο της διεθνούς αρθρογραφίας. Η μέθοδος είναι αυτή της **μέτρησης της κερδοφορίας των εταιριών που μετέχουν σε συγχωνεύσεις βάσει λογιστικών στοιχείων** (accounting-based analysis). Η μέθοδος αυτή μέσω της χρήσης αριθμοδεικτών μετράει τη μεταβολή τόσο στην κερδοφορία όσο και σε άλλα σημαντικά οικονομικά μεγέθη των εταιριών που προχώρησαν σε συγχώνευση.

1.5 Διάρθρωση Εργασίας

Η παρούσα εργασία αποτελείται από τα εξής κεφάλαια:

Κεφάλαιο 1: εισαγωγή

Κεφάλαιο 2: αναφέρονται τα γενικά χαρακτηριστικά των εξαγορών/συγχωνεύσεων όπως βασικές έννοιες, η ιστορική αναδρομή, τα είδη εξαγορών.

Κεφάλαιο 3: αναλύονται οι αιτίες, τα κίνητρα και αντικίνητρα των Σ & Ε τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα και οι κίνδυνοι

Κεφάλαιο 4: αναφέρεται στην αποτυχία των Σ & Ε

Κεφάλαιο 5: αναλύεται η αποδοτικότητα των Σ & Ε.

Κεφάλαιο 6: Μελέτη περιπτώσεων

Οι λογιστικές καταστάσεις παρέχουν λογιστικά στοιχεία τα οποία δίνουν μια εικόνα της επιχείρησης. Με την χρηματοοικονομική ανάλυση επιτυγχάνεται η μετατροπή των στοιχείων αυτών από απλούς αριθμούς σε χρήσιμες πληροφορίες.

Βιβλιογραφία 1ου Κεφαλαίου

Δρυλλεράκης Ι.Κ., *Εξαγορά επιχειρήσεων 10^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικών Λόγων*, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκουλα, 2001, σελ. 47

Joseph M. Morris, CPA, Mark A. Blackton, CPA, James N. Brendel, CPA, James R. Krendl, JD, E. Christopher Lang, JD, Robert J. Puls, CPA, Jeffrey D. Rudolf, CPA, 1995, “*Merger & Acquisitions – Business Strategies for Accountants*” , John Wiley & Sons, Inc., USA

Βασιλική Ν. Γεωργοπούλου, Δρ. Οικονομολόγος της εργασίας, Μεσολαβητής-Διαιτητής Ο.ΜΕ.Δ., Ειδική Σύμβουλος της ΟΤΟΕ & του ΙΝΕ/ΟΤΟΕ, «*ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΝΕΥΣΕΙΣ: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις.*»

<https://imaa-institute.org>

Κεφάλαιο 2: ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΗΚΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

2.1 Ορισμοί

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι μορφές επιχειρησιακής στρατηγικής που σχετίζονται με φάσεις ανάπτυξης, ολοκλήρωσης και επέκτασης δραστηριοτήτων και πολλές φορές συγχέονται.

Ως **εξαγορά (acquisition)** ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) σε μια άλλη, έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Η εξαγορά, συνήθως γίνεται δια δημόσιας προσφοράς, όπου η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημοσίως πρόσκληση για να αγοράσει μέρος των μετοχών της εταιρείας – στόχου.

Οι εξαγορές διακρίνονται σε *απλές* και *συγχωνευτικές*. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο του δικαίου, ενώ σε μια συγχωνευτική εξαγορά, η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος, παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου.

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

2.2 Ειδή Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Τα είδη των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών κατηγοριοποιούνται με βάση διάφορα κριτήρια όπως:

A) Τη νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης.

Με βάση το ελληνικό νομικό πλαίσιο (Ν.2190/20) υπάρχουν δύο είδη:

- **Εξαγορά (acquisition)** είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης (έναντι μετρητών), κατά την οποία η αγοράστρια εταιρία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, και η οποία μπορεί και να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Με αυτόν τον τρόπο η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται θυγατρική εταιρία της εξαγοράζουσας.

• **Συγχώνευση (merger)** είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία (Ενεργητικό και Παθητικό) της απορροφωμένης εταιρίας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση, έναντι μετοχών βάσει μιας καθορισμένης σχέσεως ανταλλαγής. Κατόπιν αυτών, η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου (λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται), ενώ η απορροφώσα την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της.

B. Σύμφωνα με τους Adelaja et al. (1999), αναγνωρίζονται 4 έννοιες των Σ & Ε.

- **Συγχώνευση με απορρόφηση (Merge)** : Αναφέρεται στη συνένωση δύο ή περισσότερων εταιριών όπου η εταιρία αγοραστής (bidding firm) απορροφά το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις της εταιρίας στόχου (target firm). Ο αγοραστής, συνήθως διατηρεί την ονομασία του, ενώ η εξαγοραζόμενη επιχείρηση παύει να υπάρχει μετά την επίσημη ανακοίνωση.

- **Συγχώνευση (Consolidation)** : Στην περίπτωση αυτή οι δύο εταιρίες συνενώνονται και δημιουργείται μια νέα οντότητα. Οι μέτοχοι, της εταιρίας αγοραστή και στόχου, λαμβάνουν μετοχές της νέας εταιρίας αναλογικά. Παράδειγμα αυτής της κατηγορίας αποτελεί η Novartis που δημιουργήθηκε από τις Ciba και Sandoz.

- **Εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου (Acquisition of stock)** : Ο αγοραστής κάνει προσφορά για την εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών της εταιρίας στόχου που θα του παρέχει πλειοψηφική ισχύ στο Δ.Σ. της εταιρίας. Μια τέτοια εξαγορά πραγματοποιείται κυρίως με ανταλλαγή μετοχών ή με μετρητά ή κάποιο συνδυασμό των δύο ή ακόμη και με την απόδοση άλλων τίτλων.

- **Εξαγορά ενεργητικού (Acquisition of Assets)** : Ο αγοραστής αποκτά όλα ή τα περισσότερα περιουσιακά στοιχεία της εξαγορασμένης επιχείρησης, ωστόσο αυτό δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η τελευταία παύει να υπάρχει (ο.π. *Weston J. Fred and Weaver Samuel, 2004*).

Γ)Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης, διακρίνονται σε (ο.π. *Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδας, 2004*) :

Οριζόντιες Συγχωνεύσεις & Εξαγορές (horizontal M & A) : Συμβαίνουν μεταξύ εταιριών που βρίσκονται στον ίδιο κλάδο, δηλαδή έχουν το ίδιο επίπεδο παραγωγής και ομοειδή αγαθά (πχ η εξαγορά μιας τράπεζας από μια άλλη). Κύριος σκοπός είναι η απόκτηση κυριαρχίας στην αγορά και η επίτευξη οικονομικών κλίμακας.

Κάθετες Συγχωνεύσεις & Εξαγορές (vertical M & A) : Αντικείμενο εξαγοράς είναι επιχειρήσεις που συναντώνται σε προηγούμενα (προμηθευτές εισροών) ή μεταγενέστερα (λιανικό εμπόριο) στάδια της παραγωγικής διαδικασίας του αγοραστή. Στόχος είναι η καθετοποίηση της παραγωγής με τη δημιουργία «διασυνδέσεων προς τα εμπρός και προς τα πίσω», ώστε να διευκολυνθεί ο έλεγχος των καναλιών διανομής πρώτων υλών και τελικών αγαθών (πχ εξαγορά του Γερμανού από την Cosmote).

Ασυσχέτιστες / Ανομοιογενείς ή Υβριδικές Συγχωνεύσεις & Εξαγορές (conglomerate or hybrid M&A) : Εξαγοράζονται διαγωνίως επιχειρήσεις που παράγουν εντελώς διαφορετικά, μη συγγενικά προϊόντα. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η εξαγορά της ΜΙΜΙΚΟΣ από την ΦΑΓΕ και των GOODY'S από την ΔΕΛΤΑ. Το επιθυμητό αποτέλεσμα είναι η διασπορά του κινδύνου, η μείωση του κόστους παραγωγής και οι συνέργιες.

Δ) Ένας τέταρτος τρόπος με τον οποίο διαχωρίζουμε τις Σ & Ε είναι σύμφωνα με τη στάση/ διάθεση (mood) της διοικήσεως της εξαγοραζόμενης εταιρίας, διακρίνονται σε φιλικές και εχθρικές συγχωνεύσεις και εξαγορές (Friendly vs Hostile Mergers and Aquisitions).

Φιλική εξαγορά (friendly takeover): Το management της επιχείρησης “καλωσορίζει” τον αγοραστή (τον οποίο ενδεχομένως έχει αναζητήσει), αποδέχεται τη διαδικασία και προτρέπει το διοικητικό συμβούλιο (ΔΣ) και τους μετόχους να πράξουν το ίδιο, συντομεύοντας τις διαπραγματεύσεις.

Οι φιλικές συγχωνεύσεις προκύπτουν συνήθως από την αντίληψη ότι οι δύο εταιρίες αξίζουν πιο πολύ μαζί από ότι χωριστά. Σε αυτή την περίπτωση, οι διοικήσεις των δύο εταιριών συμφωνούν σε γενικές γραμμές να συγχωνευτούν σε μία εταιρία, χωρίς η κάθε πλευρά να επιζητά τον έλεγχο της εταιρίας στόχου.

Στη συνέχεια, τα διοικητικά συμβούλια θα εκδώσουν μια διακήρυξη περιγράφοντας τους όρους της συμφωνίας και θα ζητήσουν την έγκριση των μετόχων. Εάν οι μέτοχοι της εταιρίας-στόχου συμφωνήσουν να πραγματοποιηθεί συγχώνευση, τότε θα παραχωρήσουν τα δικαιώματα ιδιοκτησίας των μετόχων τους στην αποκτούσα εταιρία. Σε αντάλλαγμα για τις μετοχές τους, οι μέτοχοι της επιχείρησης – στόχου λαμβάνουν είτε μετρητά, είτε μετοχές της προκύπτουσας εταιρίας σύμφωνα με την αναλογία που θα καθοριστεί.

Εχθρική εξαγορά (hostile takeover): Εδώ το management της επιχείρησης αντιτίθεται στην εξαγορά και προς αυτή την κατεύθυνση προτρέπει και τους μετόχους. Μια τέτοια εξαγορά πραγματοποιείται συνήθως με τη μέθοδο της υποβαλλόμενης προσφοράς – tender offer. Ο υποψήφιος αγοραστής κάνει άμεσα μια προσφορά στους μετόχους για πώληση των μετοχών τους σε τιμή υψηλότερη από αυτή της αγοράς (με άμεση επικοινωνία μαζί τους), χωρίς να έρχεται σε επαφή με το management της εταιρίας στόχου, το οποίο παρακάμπτει. Ο αριθμός των προσφορών μπορεί να αυξάνεται, αφού πρώτα έχουν απορριφθεί οι φιλικές προσφορές.

Ο στόχος της αποκτούσας εταιρίας είναι να λάβει όσο το δυνατόν περισσότερες μετοχές από την εταιρία- στόχο, ώστε να αποκτήσει αυτή τον έλεγχο της επιχείρησης. Οι πιθανότητες συμφωνίας στην προσφορά αυξάνονται, αν η αποκτούσα εταιρία θέσει την τιμή της προσφοράς πιο πάνω από την τρέχουσα τιμή της αγοράς των μετοχών της επιχείρησης-στόχου. Ο έλεγχος της εταιρίας μεταβιβάζεται όταν η αποκτούσα εταιρία συσσωρεύει αρκετές μετοχές για να ψηφίσει ένα νέο διοικητικό συμβούλιο και να θέσει μια νέα κατεύθυνση για την επιχείρηση-στόχο. Ο συνήθης λόγος απόρριψης μιας εχθρικής προσφοράς είναι ο φόβος αντικατάστασης της υπάρχουσας διοίκησης από μία εκλεγμένη της εταιρίας που θα έχει τον έλεγχο (ο.π. *Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson & Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001*).

Επιπρόσθετα, για τη μελέτη των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεων τους, οι εξαγορές ομαδοποιούνται και αξιολογούνται συνήθως με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:

A) Είδος εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκει στο δημόσιο τομέα και αγοράζεται από ιδιωτική επιχείρηση, έχουμε παράλληλα με την εξαγορά τη λεγόμενη ιδιωτικοποίηση.

B) Προέλευση εξαγοράζουσας επιχείρησης. Η εξαγοράζουσα μπορεί να είναι ξένη πολυεθνική ή εδρεύουσα σε άλλη χώρα ή εγχώρια επιχείρηση.

Γ) Οικονομικοί και επιχειρηματικοί στόχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Τέτοιοι στόχοι μπορεί να είναι:

- Αμυντική ή επιθετική προσπάθεια προσαρμογής στον ανταγωνισμό
- Αύξηση μεγέθους για πιο αποδοτική λειτουργία
- Απορρόφηση ανταγωνιστών
- Ενίσχυση της θέσης στην αγορά
- Είσοδος σε νέα αγορά, χώρα, περιοχή
- Διαφοροποίηση προϊόντων – υπηρεσιών κ.α.

Ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η εξαγορά, είναι ένα άλλο είδος διάκρισης. Η προσφορά γίνεται είτε με μετρητά, είτε με μετοχές της αγοράζουσας εταιρίας, ενώ ενδεχομένως μπορεί να περιλαμβάνει και τα δύο αυτά μέσα ταυτόχρονα. Άλλη μία διάκριση, είναι βάσει της φύσης της αγοραζόμενης επιχείρησης, δηλαδή αν η επιχείρηση – στόχος είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο (public) ή όχι (private).

Επιπρόσθετα, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις διακρίνονται από τον τύπο δραστηριοποίησης της αγοραζόμενης επιχείρησης σε σχέση με την αγοράζουσα. Εάν και οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στην ίδια χώρα, τότε έχουμε *εγχώρια εξαγορά και συγχώνευση*, ενώ όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση βρίσκεται σε άλλη χώρα, τότε έχουμε *διεθνή εξαγορά και συγχώνευση* (cross - border).

Τέλος, μια άλλη διάκριση εξαγορών, η οποία δεν υπεισέρχεται στο πλαίσιο των προηγούμενων κατηγοριοποιήσεων είναι όταν η εταιρία εξαγοράζεται από το δικό της management ή από μια ομάδα επενδυτών συνήθως με υποβαλλόμενη προσφορά. Οι εξαγορές αυτές ονομάζονται **management buyouts (MBOs)** αν αναμειγνύονται οι managers, και **leveraged buyouts (LBOs)**, αν τα κεφάλαια χρηματοδότησης της εξαγοράς προέρχονται από σύναψη δανείου. Μετά τη διεκπεραίωση της συναλλαγής, η εταιρία μετατρέπεται σε ιδιωτική επιχείρηση, αφού οι μετοχές των LBO παύουν να 'εμπορεύονται' ελεύθερα στο χρηματιστήριο, ενώ συνήθως το εναπομείναν κομμάτι του μετοχικού κεφαλαίου (μικρό το ποσοστό του) κατέχεται από θεσμικούς επενδυτές. Οι περισσότερες εξαγορές από τα διοικητικά στελέχη λαμβάνουν χώρα σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης, όπου υπάρχει πληθώρα επενδυτικών ευκαιριών.

«Συνεπώς, δεν υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές ανάμεσα στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, παρά μόνο στο είδος του ανταλλάγματος που προσφέρεται για την πραγματοποίησή τους και το «δικαίωμα λόγου» των παλαιών ιδιοκτητών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης έναντι της νέας ιδιοκτησίας, αφού στην περίπτωση της εξαγοράς είναι ανύπαρκτο, ενώ στην περίπτωση της συγχώνευσης υπάρχει, και η

βαρύτητα του λόγου εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής τους στην επιχείρηση που αποτελεί το αποτέλεσμα της συγχώνευσης. (Παπαδάκης Μ. Βασίλης, 1999) Το θεσμικό πλαίσιο, όμως που εφαρμόζεται σε κάθε χώρα, το σχετικό μέγεθος των συγχωνευόμενων εταιριών, ο κλάδος δραστηριοποίησης τους, το επίπεδο ευημερίας, το τεχνολογικό επίπεδο των χωρών, η δύναμη των συνδικάτων εργαζομένων, η επιχειρησιακή κουλτούρα των εταιριών, το μέγεθος της αγοράς και το οικονομικό περιβάλλον, σίγουρα επηρεάζουν τα αποτελέσματα των οικονομικών αναδιαρθρώσεων και ενδεχομένως να είναι σημαντικοί παράγοντες που διαφοροποιούν τις συγχωνεύσεις.»

2.3 Ιστορική Αναδρομή & Σύγχρονες Τάσεις των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

2.3.1 Διεθνής Χώρος

Έχει παρατηρηθεί ότι οι Σ&Ε έρχονται κατά «κύματα» (merger waves). Στην περίοδο των τελευταίων ετών εμφανίστηκε σε διεθνές επίπεδο το μεγαλύτερο κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε ολόκληρη την οικονομική ιστορία. Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών αντιπροσώπευε εξαγορές αμερικανικών επιχειρήσεων από άλλες εγχώριες επιχειρήσεις. Παράλληλα, οι διασυννοριακές εξαγορές επιχειρήσεων των ΗΠΑ, κυρίως των ευρωπαϊκών γνωρίζουν ιδιαίτερη άνθηση (ο.π. Τραυλός Γ. Νικόλαος 2000).

“Κάθε ένα από τα τελευταία έξι μεγάλα κύματα συγχώνευσης έληξε με μια απότομη πτώση στις τιμές των μετοχών.” - Καθηγητής Mathew Rhodes-Kropf, Σχολή Επιχειρήσεων του Χάρβαρντ και ειδικός σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

2.3.1.1 Κύματα συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α

Στις Η.Π.Α διακρίνονται 6 κυρίως κύματα από το 1890 μέχρι σήμερα. Τα 3 πρώτα αφορούν στις κάτωθι υποπεριόδους:

- 1890-1905: Δημιουργία των μεγάλων μονοπωλίων π.χ. General Electric, Eastman, Kodak, American Tobacco, Du Pont, κ.λ.π..
- 1926-1929: Δημιουργία των ολιγοπωλίων και κάθετη ολοκλήρωση. Αυστηρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία Clayton Act, διάσπαση της Standard Oil.
- 1966-1969: Ανάπτυξη των conglomerates. Τάση για επέκταση των επιχειρήσεων σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες λόγω της αυστηρής αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας.

Σε όρους δολαρίων (προσαρμοσμένα για τον πληθωρισμό με βάση το έτος 1972) η αξία των Σ&Ε του πρώτου κύματος ήταν \$26 δις., του δεύτερου \$30δις. και του τρίτου \$69δις.

Το ενδιαφέρον στοιχείο που προκύπτει είναι ότι τα κύματα συμπίπτουν με τις περιόδους οικονομικής ανόδου και χρηματιστηριακής ευφορίας (bull markets) και κατακρημνίζονται με τις περιόδους ύφεσης και χρηματιστηριακής πτώσης (bear markets). Πράγματι, το 1903-4 υπήρξε το πρώτο κραχ της αγοράς πριν από τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, το 1929 υπήρξε το περίφημο μεγάλο κραχ, και το 1973 υπήρξε η πρώτη πετρελαϊκή κρίση και η οικονομική ύφεση που ακολούθησε.




- Το τέταρτο κύμα καλύπτει την περίοδο της δεκαετίας του 1980 (1981-1989) και χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων (divestitures), οι οποίες απαρτίζουν περίπου το 20% με 30% της δραστηριότητας των εξαγορών. Σε αυτήν την περίοδο, όπως αναφέρουν οι Shleifer & Vishny (1991), έγινε η αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση, δηλαδή το λεγόμενο deconglomeration, η συγκέντρωση στα core-activities και η αύξηση της χρήσης του outsourcing. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται επίσης, από την εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για τη χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου LBOs.
- Το πέμπτο κύμα καλύπτει την περίοδο της δεκαετίας του 1990 (1992-2000), και είναι το μεγαλύτερο όλων μέχρι σήμερα, τόσο από πλευράς αριθμού συναλλαγών όσο και από πλευράς αξίας, φθάνοντας το έτος 2000 στο σημείο των USD 1,75 τρις. σε σχέση με USD 324 δις. το έτος 1989. Η αξία των αποσχίσεων το ίδιο έτος ήταν USD 358 δις. συγκρινόμενη με USD 108 δις. το 1988 (Shleifer A. and Vishny, R.W, 1991).

Τα χαρακτηριστικά του πέμπτου κύματος ήταν:

- Οι εξαγορές, οι οποίες, σύμφωνα με τον Porter, M., 1987, γίνονταν με σκοπό την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω της απόκτησης πόρων και ικανοτήτων (Θεωρία Πόρων και Ικανοτήτων).
 - Η ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών (διαδίκτυο, καλωδιακή και δορυφορική τηλεόραση, τηλεπικοινωνίες)
 - Η δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών, όπως Ε.Ε. (νομισματική ένωση), NAFTA, Παγκοσμίου Οργανισμού Εμπορίου
 - Η παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών
 - Η απορύθμιση και φιλελευθεροποίηση αγορών, και ιδιωτικοποιήσεις κλάδων όπως τραπεζικά ιδρύματα, επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και υγείας, κλπ.(deregulation & liberalization of markets)
 - Η αναδιάρθρωση κλάδων που ήταν σε φάση ωριμότητας, όπως τράπεζες, αυτοκινητοβιομηχανία, βιομηχανία τροφίμων, κλπ.
 - Η επικράτηση της αρχής της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων (shareholder maximization value) σε περισσότερες χώρες από τις Αγγλοσαξονικές χώρες (Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο).
- Το έκτο κύμα 2001 – 2008, ξεκίνησε μετά την ύφεση του 2001, όταν η οικονομική ανάπτυξη επανεμφανίστηκε και υπήρξε μια πλημμύρα δολαρίων στην αγορά, χάρη στο κίνητρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (U.S. Federal Reserve), που κράτησε χαμηλά τα επιτόκια για να τονώσει την οικονομία.

Τα χαμηλά επιτόκια αύξησαν επίσης την άνοδο των ιδιωτικών κεφαλαίων, καθώς οι δανειακές εξαγορές έγιναν φθηνότερες και, επιπλέον, η χρηματιστηριακή αγορά γνώρισε άνοδο, γεγονός που οδήγησε σε μεγάλο όγκο διαθέσιμων κεφαλαίων και εξαιρετικά ευνοϊκό περιβάλλον για τον αριθμό των συναλλαγών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι συναλλαγές συγχωνεύσεων πολλαπλασιάστηκαν σε ένα περιβάλλον αγοράς με υψηλή ρευστότητα και φθινό κεφάλαιο αλλά επίσης προκάλεσαν στρεβλώσεις, ιδίως στις τιμές των εταιρειών στόχων, οι οποίες τελικά υπερεκτιμήθηκαν λόγω τεράστιας κερδοσκοπίας και έλλειψης αντιληπτών κινδύνων, κατευθύνοντας ένα μεγάλο όγκο πόρων σε "σαθρά" περιουσιακά στοιχεία. Το αποτέλεσμα ήταν το ξέσπασμα της κρίσης του subprime mortgage crisis το 2007, το οποίο κατέστρεψε την πίστωση και έριξε τον κόσμο σε ύφεση, τερματίζοντας αυτό το κύμα συναλλαγών.

Πίνακας 2.3: Κύματα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Χρονική περίοδος				Ευνοϊκή αξία
Οικονομική αλλαγή				
1. 1890 - 1905	Μονοπώλια	1ο ΚΡΑΧ		<ul style="list-style-type: none"> • Κρατική ιδιοκτησία • οικογενειακές επιχειρήσεις • έλλειψη θεσμικού πλαισίου • εύκολη τραπεζική χρηματοδότηση
2. 1926 - 1929	Ολιγοπώλια	Μεγάλο ΚΡΑΧ		
3. 1966 - 1969	τάση επέκτασης σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες	Πετρελαϊκή κρίση		
4. 1981 - 1989	Εχθρικές εξαγορές	Άνοδο Χρηματ/ριου Πτώση \$	1987 - 1992	Νομοθεσία Συγχωνεύσεων Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων 1986 - 1987 Μέλος της ΕΟΚ
5. 1992 - 2000	Διασυνοριακές Στρατηγικές Σ&Ε	μεταπολεμική επέκταση	1995 - 2001	1997 - 2000 \$ 3,3 τρις
6. 2001-2008	LBOs	Παγκοσμιοποίηση	2004-2008	802/2004 Κανονισμός ΕΕ 2004 \$ 2,9 τρις
7. 2014-	αγωνίζονται με το εσωτερικό χρέος		ύφεση	παρατεταμένη ύφεση
Φορείς	<ul style="list-style-type: none"> • SEC-Securities and Exchange Commission, • Antitrust division of DOJ, • Federal Trade Commission 	Επιτροπές ECON, IMCO, Ευρωπαϊκό Δικαστήριο	Ανεξάρτητη Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού	

2.3.1.2 Κύματα συγχωνεύσεων στις χώρες της Ε.Ε (1987-2001)

Δύο κύματα μπορούμε να αναγνωρίσουμε στην Ε.Ε., το πρώτο, σχετικά μικρό, κατά την περίοδο 1987-1992 και ένα σημαντικά μεγαλύτερο στην περίοδο 1995-2001.

Κατά το πρώτο κύμα η αξία των συγχωνεύσεων αυξήθηκε από \$21 δις. το 1985 σε \$158 δις. το 1989, προτού να πέσει σε \$90 δις. το 1992. Έπειτα αυξήθηκε με το δεύτερο κύμα, σε \$1.083 δις. το 2000 προτού να κατακρημισθεί σε \$462 δις. το 2001.

Έτσι, τα δύο πρόσφατα ρεύματα είναι παράλληλα με αυτά της ίδιας περιόδου για τις Η.Π.Α., με τη διαφορά βέβαια ότι το κύμα της δεκαετίας του 1980 είναι κατά πολύ μικρότερο από το αντίστοιχο των Η.Π.Α..

Παράλληλα, φαίνεται ότι ένα τρίτο κύμα αναπτύσσεται στην Ε.Ε. από το 2004 και μετά. Συγκεκριμένα το 2002 οι Σ & Ε έφτασαν τα \$600 δισ. παρουσιάζοντας αύξηση 30%. Οι πιο πολλές εξ αυτών πραγματοποιήθηκαν στη Μ. Βρετανία \$237 δισ.

Το 2003 υπήρξε μικρή αύξηση σε σχέση με το 2002 με μεγέθη της τάξεως των \$618 δισ., εκ των οποίων το 14% αφορούσε στον κλάδο Ενέργειας που κατείχε και το μεγαλύτερο ποσοστό, ενώ η αξία των \$220 δισ. προήρχετο από τη Μ. Βρετανία.

Στην Ευρώπη, οι συμφωνίες αυξήθηκαν το 2005 κατά 37% σε σχέση με το 2004, εξέλιξη στην οποία καθοριστικό ρόλο διαδραμάτισαν οι διακρατικές εξαγορές και συγχωνεύσεις, καθώς και η μεγαλύτερη συμμετοχή εταιριών επιχειρηματικών συμμετοχών σε αυτές. Μεγαλύτερη δραστηριότητα σημειώθηκε στον τομέα των τηλεπικοινωνιών, ενώ ακολούθησε και ο χρηματοπιστωτικός. Αντίθετα, ο τομέας της υγείας ήταν ο μόνος μεταξύ των 10 κορυφαίων που είδε τον όγκο των συμφωνιών να μειώνεται.

Αντίθετα το 2004 οι Σ & Ε στην Ευρώπη δείχνουν να ανακάμπτουν παρουσιάζοντας ραγδαία αύξηση της τάξης του 36% φτάνοντας τα \$841 δισ. με τον κλάδο ενέργειας να πρωταγωνιστεί (ποσοστό 21% επί των συνολικών Σ & Ε) και την Μ. Βρετανία να αποτελεί πάλι το συνήθη τόπο όπου συμβαίνουν οι περισσότερες εξαγορές \$311 δισ. Για το 2005 τα στοιχεία έδειχναν μια άνοδο της τάξης του 37% φτάνοντας τα \$1,2 δισ. περίπου, με τον τομέα Ενέργειας να συνεχίζει να βρίσκεται στην πρώτη θέση με ποσοστό 15% και φυσικά τη Μ. Βρετανία να βρίσκεται στην κορυφή με \$350 δισ.

Οι αποσχίσεις ως ποσοστό των Σ & Ε, στην ΕΕ είναι περίπου 5% με 20% εκτός από το 2000, όπου ο δείκτης πέφτει στο 3%, λόγω της τεράστιας εξαγοράς της Mannesmann από την Vodafone, μία συμφωνία αξίας άνω των \$200 δισ. Ο ρόλος των αποσχίσεων, λοιπόν είναι κατά πολύ μικρότερος κατά τη διαδικασία επιχειρηματικών αναδιαρθρώσεων στην Ε.Ε., από ότι στις Η.Π.Α.. Από την άλλη πλευρά, η δραστηριότητα αυτή είναι αυξανόμενη για την Ε.Ε. σε σχέση με το παρελθόν.

Όσον αφορά στους λόγους γένεσης των δύο αυτών κυμάτων, μπορεί να λεχθεί ότι είναι παραπλήσιοι με αυτούς που αναφέρθηκαν για το πέμπτο κύμα των Η.Π.Α.. Έτσι, η απορύθμιση και φιλελευθεροποίηση των αγορών μαζί με την ιδιωτικοποίηση επιχειρήσεων κοινής ωφελείας, όπως η Deutsche Telecom, France Telecom and Vivendi, (ΟΤΕ, ΔΕΗ, ΕΥΔΑΠ για την Ελλάδα) μαζί με τραπεζικά ιδρύματα, έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη δημιουργία του κύματος του 1990.

Μεταξύ των συμφωνιών που ξεχώρισαν παγκοσμίως ήταν η εξαγορά της Gillette από την Procter & Gamble έναντι \$58 δισ. και της Burlington Resources από την ConocoPhillips έναντι \$35 δισ. στην Αμερική, τη UFJ Holdings από τη Mitsubishi Tokyo Financials έναντι \$42 δισ. στην Ασία, της βρετανικής κινητής τηλεφωνίας O2 από τη ισπανική Telefonica έναντι \$32 δισ. στη Ευρώπη (Travlos G. Nikolaos, 1987).

2.3.2 ΕΛΛΑΔΙΚΟΣ ΧΩΡΟΣ

Στην Ελλάδα, η εμφάνιση του φαινομένου των Σ & Ε καθυστέρησε αισθητά σε σχέση με το διεθνές περιβάλλον. Ουσιαστικά άρχισαν να πραγματοποιούνται από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, κάτι που οφειλόταν κυρίως στην ανελαστική δομή της Ελληνικής οικονομίας.

Στο παρελθόν, στην Ελλάδα οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συναντούσαν εμπόδια καθώς υπήρχε μικρός αριθμός εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ, ήταν ισχυρή η παρουσία της κρατικής ιδιοκτησίας και της οικογενειακής οργάνωσης των επιχειρήσεων, ο κατακερματισμός, τα περιορισμένα όρια και οι προοπτικές της εγχώριας αγοράς καθώς και η έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Επίσης το τραπεζικό σύστημα, πλήρως ελεγχόμενο από την κρατική εξουσία, χορηγούσε σχετικά εύκολα δάνεια στις επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να μην αναζητούν νέους τρόπους επένδυσης.

Τα πράγματα άλλαξαν σε σημαντικό βαθμό, εξαιτίας δύο γεγονότων :

Το πρώτο ήταν η παγκόσμια οικονομική ύφεση που ακολούθησε τις πετρελαϊκές κρίσεις της περιόδου 1980 – 1982, με συνέπεια μακροοικονομικές αναταράξεις όπως οι πληθωριστικές πιέσεις και η μείωση της ζήτησης.

Το δεύτερο ήταν η είσοδος της Ελλάδας ως πλήρες μέλος στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ).

Συνέπεια των παραπάνω γεγονότων ήταν ο περιορισμός του εύκολου δανεισμού και η ανάπτυξη ενός έντονου ανταγωνιστικού περιβάλλοντος στο εσωτερικό της χώρας. Οι προαναφερθείσες μεταβολές γρήγορα έγιναν αντιληπτές από τον επιχειρηματικό κόσμο, και όχι μόνο, οδηγώντας στην ανάπτυξη του εταιρικού τομέα και την άνθηση της χρηματιστηριακής αγοράς. Ως εκ τούτου, η υιοθέτηση της στρατηγικής αναδιοργάνωσης διαμέσου των Σ & Ε αποτέλεσε ένα βασικό όπλο στον αγώνα για επιβίωση και ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

Με τη δημιουργία της Ενιαίας αγοράς το 1986, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Συνεπώς, στη διάρκεια των ετών 1987 και 1994, το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο συγχωνεύσεων και εξαγορών, κυρίως στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών.

Κατά την επόμενη περίοδο 1994-2004, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις των ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες φαίνεται να συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επενδύσεις, π.χ. στα υπέρ-μάρκετ με έμφαση στα έργα του Γ' ΚΠΣ. Επιπλέον, με την ανάπτυξη του ΧΑΑ, την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, την γενικότερη βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας, τη διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων των δημόσιων επιχειρήσεων, πολλαπλασιάστηκαν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στη χώρα μας με αιχμή, τα τελευταία χρόνια, στο ίδιο το τραπεζικό σύστημα.

Ένα άλλο στοιχείο που θα πρέπει να τονιστεί ότι παρατηρείται τα τελευταία χρόνια, ένα φαινόμενο άγνωστο, για τα ελληνικά δεδομένα, αλλά ωστόσο, γνωστό και αρκετά

διαδεδομένο στις Η.Π.Α., και τις λοιπές χώρες του δυτικού κόσμου είναι η στρατηγική της «επιθετικής εξαγοράς». Αυτή η μορφή εξαγοράς κάνει αισθητή την εμφάνιση της στα επιχειρηματικά δρώμενα και απειλεί να μεταβάλλει τον επιχειρηματικό χάρτη, όπως τον γνωρίζαμε, θέτοντας νέους όρους στο επιχειρηματικό παιχνίδι.

Πιο συγκεκριμένα, η αρχή έγινε το 1998 όταν η ΜΕΤΚΑ (εταιρεία που δραστηριοποιείται στον κλάδο των μεταλλικών κατασκευών) εξαγοράστηκε από τον όμιλο Μυτιληναίου, μετά από συνεχείς αγορές μειοψηφικών πακέτων των μετοχών της. Η αντίδραση της ΜΕΤΚΑ υπήρξε μάλλον χλιαρή και εντάχθηκε χωρίς προβλήματα στον όμιλο Μυτιληναίου. Στη συνέχεια έχουμε την εξαγορά μέσω χρηματιστηρίου της αλευροβιομηχανίας Μύλοι Αγίου Γεωργίου, από τον μεγαλύτερο ανταγωνιστή της, την εταιρεία Κυλινδρόμυλοι Λούλη που προκάλεσε την έντονη αντίδραση του διευθύνοντα συμβούλου και προέδρου της πρώτης κ. Συμεώνογλου, ωστόσο τα περιθώρια αντίδρασης ήταν περιορισμένα. «Θύματα» επιθετικής εξαγοράς έπεσαν επίσης, η ασφαλιστική εταιρεία Ευρωπαϊκή Πίστη (από την Ασπίς Πρόνοια) καθώς και το βαφείο – φινιστήριο Γ. Γιαννούσης (από τα Κλωστήρια Ναούσης), και η Goody's από τη ΔΕΛΤΑ. Ίσως το πιο ενδιαφέρον παράδειγμα επιθετικής εξαγοράς στην Ελλάδα να αποτελεί η εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας από τον Όμιλο της EFG Eurobank.

Κατά την περίοδο 1997-2000, παρατηρήθηκε μια έκρηξη στον αριθμό των Ε&Σ, η οποία οφείλεται και στην άνθηση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Το κύμα αυτών των Ε&Σ διεκόπη στις αρχές του 2001, για να επανέλθει εντονότερο μετά το 2004.

Οι παραπάνω διαπιστώσεις, οι οποίες προκύπτουν από τη διεθνή βιβλιογραφία, επιβεβαιώνονται στην παρούσα οικονομική κρίση για την ελληνική αγορά. Συγκεκριμένα, με βάση τα στοιχεία της ICAP DataBank, ο αριθμός των συγχωνεύσεων όλων των κατηγοριών ανήλθε σε 345 το 2009 από 450 το 2007. Συνεπώς, η οικονομική κρίση επηρέασε αρνητικά την εξέλιξη των πραγματοποιηθέντων συγχωνεύσεων, προφανώς για τους παραπάνω αναφερόμενους λόγους (περιορισμοί άντλησης κεφαλαίων, υψηλά επιτόκια, οικονομική αστάθεια).

Επίσης, και το ύψος των συνολικών κεφαλαίων των εταιρειών οι οποίες συγχωνεύθηκαν παρουσίασε μείωση και ανήλθε σε €658.535.203 το 2009 από €1.354.159.503 το 2007.

Πίνακας 1.1 : Συγχωνεύσεις 2007

ΝΟΜΙΚΗ ΜΟΡΦΗ	ΓΕΓΟΝΟΣ ΦΕΚ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ 2007	ΣΥΝΟΛΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ 2007 (€)
Ανώνυμη Εταιρεία	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	205	1.224.739.838
Ανώνυμη Εταιρεία	Διάσπαση	4	53.506.969
Ανώνυμη Εταιρεία	Συγχώνευση	20	68.967.041
Εταιρεία Περιορ. Ευθύνης	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	25	2.156.588
Εταιρεία Περιορ. Ευθύνης	Συγχώνευση	27	2.901.247
Ομόρρυθμη Εταιρεία	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	27	Ο.Δ.
Ομόρρυθμη Εταιρεία	Συγχώνευση	48	Ο.Δ.

Ετερόρρυθμη Εταιρεία	Συγχώνευση	11	Ο.Δ.
Ετερόρρυθμη Εταιρεία	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	3	Ο.Δ.
Ατομική Επιχείρηση	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	17	Ο.Δ.
Ατομική Επιχείρηση	Συγχώνευση	47	Ο.Δ.
Ιδιότυπος Μεταφορική Εταιρεία Ε.Π.Ε.	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	1	22.420
Κοινωνία Δικαίου	Συγχώνευση	6	Ο.Δ.
Κοινωνία Δικαίου	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	2	Ο.Δ.
Μονοπρόσωπη Ε.Π.Ε.	Συγχώνευση	4	71.610
Μονοπρόσωπη Ε.Π.Ε.	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	3	1.793.790
Σύνολο		450	1.354.159.503

Πηγή : ICAP DataBank

Πίνακας 1.2 : Συγχωνεύσεις 2008

ΝΟΜΙΚΗ ΜΟΡΦΗ	ΓΕΓΟΝΟΣ ΦΕΚ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ 2008	ΣΥΝΟΛΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ 2008 (€)
Ανώνυμη Εταιρεία	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	190	761.862.637
Ανώνυμη Εταιρεία	Διάσπαση	6	63.519.046
Ανώνυμη Εταιρεία	Συγχώνευση	12	12.325.828
Εταιρεία Περιορ. Ευθύνης	Συγχώνευση	11	1.254.560
Εταιρεία Περιορ. Ευθύνης	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	13	3.297.953
Ομόρρυθμη Εταιρεία	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	25	Ο.Δ.
Ομόρρυθμη Εταιρεία	Συγχώνευση	19	Ο.Δ.
Ετερόρρυθμη Εταιρεία	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	8	Ο.Δ.
Ετερόρρυθμη Εταιρεία	Συγχώνευση	13	Ο.Δ.
Ατομική Επιχείρηση	Συγχώνευση	57	Ο.Δ.
Ατομική Επιχείρηση	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	21	Ο.Δ.
Κοινοπραξία	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	1	Ο.Δ.
Μονοπρόσωπη Ε.Π.Ε.	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	6	1.391.745
ΕΚΤΟΣ ΕΥΡΕΤΗΡΙΩΝ	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	1	Ο.Δ.
Διάφορες	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	1	Ο.Δ.
Διάφορες	Συγχώνευση	1	Ο.Δ.
Σύνολο		385	843.651.769

Πηγή : ICAP DataBank

Πίνακας 1.3 : Συγχωνεύσεις 2009

ΝΟΜΙΚΗ ΜΟΡΦΗ	ΓΕΓΟΝΟΣ ΦΕΚ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ 2009	ΣΥΝΟΛΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ 2009 (€)
Ανώνυμη Εταιρεία	Διάσπαση	8	32.251.238
Ανώνυμη Εταιρεία	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	187	591.851.653
Ανώνυμη Εταιρεία	Συγχώνευση	7	23.019.219

Εταιρεία Περιορ. Ευθύνης	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	20	5.616.338
Εταιρεία Περιορ. Ευθύνης	Συγχώνευση	4	408.020
Ομόρρυθμη Εταιρεία	Συγχώνευση	25	Ο.Δ.
Ομόρρυθμη Εταιρεία	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	22	Ο.Δ.
Ετερόρρυθμη Εταιρεία	Συγχώνευση	5	Ο.Δ.
Ετερόρρυθμη Εταιρεία	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	10	Ο.Δ.
Ατομική Επιχείρηση	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	12	Ο.Δ.
Ατομική Επιχείρηση	Συγχώνευση	25	Ο.Δ.
Κοινωνία Δικαίου	Συγχώνευση	1	Ο.Δ.
Δημοτική Επιχείρηση	Συγχώνευση	4	Ο.Δ.
Μονοπρόσωπη Ε.Π.Ε.	Συγχώνευση	1	18.000
Μονοπρόσωπη Ε.Π.Ε.	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	13	5.370.735
Συνεταιρισμός Περιορισμένης Ευθύνης	Συγχών. δι' Απορροφήσεως	1	Ο.Δ.
Σύνολο		345	658.535.203

Πηγή : ICAP DataBank

Από την τακτική έρευνα της ΕΥ “M&A Barometer”, η οποία καλύπτει 11 χώρες της περιοχής (μεταξύ αυτών και η Ελλάδα), προκύπτει ότι δύο από τις δέκα μεγαλύτερες συμφωνίες, που έγιναν το 2015 στην ευρύτερη περιοχή, η έβδομη και η όγδοη ως προς την αξία, πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα: η εξαγορά της Pharmathen από τη Βρετανική BC Partners Ltd έναντι \$642,5 εκατ. και της S&B Βιομηχανικά Ορυκτά από τη Γαλλική Imerys έναντι \$634,1 εκατ.

2.3.5 20ος Αιώνας - Σήμερα

Υποστηρίζεται ότι το κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών του 20^{ου} αιώνα οφείλεται στην παγκοσμιοποίηση. Τα σύνορα μεταξύ των αγορών έχουν λίγο πολύ εξαφανιστεί με κύριο παράδειγμα την Ευρωπαϊκή Ένωση. Η ανάπτυξη της τεχνολογίας προσφέρει, επίσης, τεράστιες δυνατότητες επικοινωνίας και ανταλλαγής πληροφοριών, οι οποίες διευκολύνουν τη συνεργασία πέρα από τα εθνικά σύνορα, με αποτέλεσμα την έξαρση του ανταγωνισμού και την επικέντρωση σε αυτό ως σκοπό μιας επιχείρησης, σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι στο παρελθόν. Για να παραμείνουν, επομένως, ανταγωνιστικές πολλές επιχειρήσεις βλέπουν τη συνεργασία με άλλες εταιρίες ως τη μόνη εναλλακτική λύση προς την επιβίωση, σε όποια μορφή και αν την κρίνουν καταλληλότερη.

Οι οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, πολλές φορές, απεικονίζουν τις τάσεις της ευρύτερης οικονομίας. Συγκεκριμένα, σε περιόδους ευημερίας, όταν οι εταιρίες έχουν πλεονασματικό κεφάλαιο για να επενδύσουν, η συχνότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι υψηλότερη, σε αντίθεση με τις περιόδους ύφεσης.

Οι εξαγορές της τελευταίας περιόδου, και κυρίως στη δεκαετία '90 – '00, συνδέθηκαν με τη δημιουργία νέων μορφών χρηματοδότησης, με την καταδίκη αρκετών στελεχών για τη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών και με έντονες διαμάχες ανάμεσα σε διευθυντικά στελέχη και μετόχους.

Το 2005 η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών ξεπέρασε παγκοσμίως τα \$2,9 τρις., σημειώνοντας άνοδο κατά 40% σε σχέση με το 2004 και ήταν η υψηλότερη από το 2000, όπου και είχε εκτοξευθεί στο επίπεδο ρεκόρ των \$3,3 τρις..

Έπειτα από δύο χρόνια πτωτικής πορείας οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αρχίζουν να ανακάμπτουν με επιταχυνόμενους ρυθμούς. Το 2010 αυξήθηκε τόσο ο αριθμός όσο και η αξία των συμφωνιών. Σύμφωνα με έρευνα της KPMG στην οποία συμμετείχαν 500 διευθυντικά στελέχη εταιρειών από όλο τον κόσμο, το 2010 σημειώθηκε αύξηση στον αριθμό των ολοκληρωμένων συγχωνεύσεων και εξαγορών παγκοσμίως και ιδιαιτέρως στον τομέα των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (ΑΠΕ). Για την ακρίβεια, υπήρξε αύξηση ύψους 70% σε σχέση με το 2009.

Το 2015 συνολικά, η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Κεντρική και Νοτιοανατολική Ευρώπη, σε σχέση με το 2014 ήταν αυξημένη κατά 12%, φθάνοντας τα \$43,1 δις, παρά τη μείωση του αριθμού των συμφωνιών κατά 1,8%.

Στο επίκεντρο του επιχειρηματικού ενδιαφέροντος για συγχωνεύσεις και εξαγορές βρέθηκε ο κλάδος της Πληροφορικής, το 2015, στην περιοχή της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Οι περισσότερες συμφωνίες για συγχωνεύσεις και εξαγορές καταγράφηκαν στον τομέα της Πληροφορικής (184 συμφωνίες που αντιπροσωπεύουν το 14% του συνόλου), της βιομηχανίας (167) και των υπηρεσιών (121).

Ωστόσο, με βάση τη μέση αξία των συμφωνιών, προηγούνται οι Τράπεζες και οι Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες, οι Μεταφορές και τα Logistics και οι Τηλεπικοινωνίες και τα Media.

Αντίστοιχη εικόνα (σ.σ. με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές να επικεντρώνονται στον κλάδο της Πληροφορικής) διαπιστώνεται και στην ελληνική αγορά.

Μια σχετική ανησυχία συνεχίζει μεν να επικρατεί ως προς την υποτονική ανάκαμψη στις αναπτυσσόμενες αγορές και την απειλή των κατά τόπους κρίσεων δημόσιου χρέους.

Δεδομένου ότι οι οικονομικές αποφάσεις επηρεάζονται άμεσα από πολιτικές και αντιστρόφως, η ΕΕ είναι μια δυναμική ομάδα επενδυτικών στόχων, τόσο για τους ξένους (της ΕΕ) όσο και για τους εμπλεκόμενους (μέλη).

Οι οικονομικές και κοινωνικές αλλαγές, όπως η μείωση των εμπορικών δασμών και το άνοιγμα των συνόρων, συνεπάγεται ευκολότερες συνθήκες μεταφοράς, παρέχει πρόσβαση σε άγνωστες οικονομίες ή ακόμη και «παρεξηγημένες» οικονομίες.

Η Βουλγαρία και η Ρουμανία είναι δύο καλά παραδείγματα. Αν και οι ελληνικές εταιρείες ήταν παρούσες ενεργά εκεί, η ανακοίνωση της επικείμενης ένταξης στις διαδικασίες της ΕΕ προκάλεσε ένα τεράστιο κύμα επενδύσεων. Αλλά υπάρχει ένα επιπλέον πλεονέκτημα: οι δυτικές εταιρείες δεν ενδιαφέρονται να επενδύσουν στην περιοχή των Βαλκανίων, για διάφορους λόγους, κυρίως λόγω της γραφειοκρατίας και

των χαμηλών οικονομικών προτύπων. Αυτό οδηγεί αυτόματα σε μια κατάσταση σχεδόν μη ανταγωνισμού για τους νεοεισερχόμενους.

Το 2015 οι χώρες, που πρωταγωνίστησαν στις συμφωνίες περί συγχωνεύσεων και εξαγορών, ήταν το Ηνωμένο Βασίλειο και η Αυστρία με τέσσερις και δύο συμφωνίες αντίστοιχα. Το 46% των συμφωνιών στην Ελλάδα ήταν ενδοσυνοριακές συναλλαγές, ενώ το 39% πραγματοποιήθηκε από επενδυτές του εξωτερικού και το 14% κατευθύνθηκε σε χώρες του εξωτερικού.

Τα 7ο κύμα

Στο πλαίσιο της χρηματοδότησης, υπάρχει ελάχιστο ενδιαφέρον για την ιστορία των συγχωνεύσεων και εξαγορών και είναι πιθανό να επανέλθουν πολλά λάθη που συνέβησαν σε προηγούμενες περιόδους.

Μερικοί σχολιαστές έχουν δηλώσει ότι το 7ο κύμα της M & As έχει ήδη ξεκινήσει.

Πρώτα από όλα, πρέπει να υπάρξει μια σημαντική αλλαγή στο περιβάλλον - π.χ. μια τεχνολογική ανακάλυψη που θα μετατοπίσει την ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Ή πρέπει να υπάρξουν νομοθετικές αλλαγές που θα ενισχύσουν τον αριθμό των συμφωνιών, όπως η απελευθέρωση ενός συγκεκριμένου τομέα.

Επιπλέον, η συγχώνευση και η εξαγορά απαιτούν πολλά κεφάλαια και αυτή τη στιγμή δεν υπάρχει η απαραίτητη ρευστότητα για τη διατήρηση μεγάλου αριθμού συμφωνιών. Το ΔΝΤ έχει περιορίσει πρόσφατα τις προβλέψεις για την παγκόσμια ανάπτυξη, οι ΗΠΑ αγωνίζονται με το εσωτερικό χρέος και η Ευρωπαϊκή Ένωση εξακολουθεί να αντιμετωπίζει παρατεταμένη ύφεση, ιδίως στις νότιες χώρες.

2.4 Ρυθμιστικό Πλαίσιο Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

2.4.1. Νομοθετικό Ευρωπαϊκό πλαίσιο

Παλιότερα μόνο οι μεγάλοι όμιλοι και εταιρίες είχαν να αντιμετωπίσουν τις ιδιαιτερότητες μιας πληθώρας εθνικών νομοθεσιών, αλλά τώρα, ως αποτέλεσμα της δημιουργίας της εσωτερικής αγοράς της ΕΕ, οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν όλο και περισσότερο τις διαφορετικές νομοθεσίες και τους εθνικούς κανόνες. Η συνεχιζόμενη ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς της ΕΕ παρεμποδίζεται από μια πλημμύρα των εθνικών νομοθεσιών που έχουν μόνο εν μέρει εναρμονιστεί μέχρι στιγμής, καθώς και από τα διακριτικά γνωρίσματα του εθνικού δικαίου στις συγκεκριμένες χώρες.

Το 1989 συμφωνήθηκε η Νομοθεσία Συγχωνεύσεων Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (European Communities Merger Regulation) και εφαρμόστηκε το 1990. Η ευρωπαϊκή αγορά προστατεύεται από τη νομοθεσία που εμποδίζει οποιουδήποτε είδους

συνεργασία μεταξύ εταιριών, εάν απειλείται ο θεμιτός ανταγωνισμός και σχετίζεται περισσότερο με την ενοποίηση της ευρωπαϊκής αγοράς, αλλά και με την δραστηριοποίηση των εταιριών σε χώρες εκτός ΕΕ.

Οι εταιρίες που επιθυμούν να συγκεντρωθούν είτε με τη μορφή της συγχώνευσης, είτε της εξαγοράς υποβάλλονται στο λεγόμενο «Τεστ Κυριαρχίας» (Dominance Test). Σύμφωνα με το άρθρο 2 της νομοθεσίας αναφέρεται ρητά ότι κάθε είδους συγκέντρωση που δημιουργεί ή δυναμώνει μία κυριαρχική θέση στην αγορά και η οποία περιορίζει τον ανταγωνισμό θα κηρυχθεί ασύμβατη με την κοινή ευρωπαϊκή αγορά. Η αντίστοιχη νομοθεσία στις ΗΠΑ απαγορεύει οποιαδήποτε συγχώνευση ή εξαγορά της οποίας το αποτέλεσμα απειλεί τον ανταγωνισμό ή δημιουργεί μονοπώλιο.

Ένα σημαντικό κοινοτικό νομοθετικό όργανο της ΕΕ είναι η Γενική Διεύθυνση Ανταγωνισμού (Directorate General Competition ή DG Comp), το οποίο έχει την ευθύνη να επιβάλλει οποιοδήποτε είδους ανταγωνιστική πολιτική, και προεδρεύετε από έναν πολιτικό Ευρωπαϊκό επίτροπο. Ένα ξεχωριστό τμήμα μέσα στη Γενική Διεύθυνση Ανταγωνισμού είναι το Merger Task Force (MTF) ή Ομάδα Εφαρμογών Συγχώνευσης, το οποίο εξειδικεύεται στις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Το MTF έχει αποκτήσει πολύ μεγάλη εμπειρία λόγω του μεγάλου όγκου των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιούνται εντός και εκτός των συνόρων της ΕΕ. Η οικονομική ανάλυση από το MTF και το DG Comp χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο ως ενημέρωση και βοήθεια για ανταγωνιστικές αποφάσεις παγκοσμίως (Lyons B. R., (2004).

Στις 7 Απριλίου 2004 εκδόθηκε στη δημοσιότητα στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης ο Κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 802/2004 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τον έλεγχο των εταιρικών συγκεντρώσεων. Ο Κανονισμός αυτός αναφέρει λεπτομερώς όλες τις προϋποθέσεις που πρέπει να υπάρχουν ώστε να είναι μια συγκέντρωση εταιριών νόμιμη.

Το άρθρο 287 της συγκεκριμένης συνθήκης και το άρθρο 17 παράγραφος 2 του Κανονισμού συγκεντρώσεων απαγορεύουν στην ίδια την Επιτροπή, στα κράτη-μέλη και σε οποιοδήποτε είδους υπαλληλικό προσωπικό να μεταδώσει πληροφορίες σχετικά με τις συγκεντρώσεις εταιριών, εξασφαλίζοντας έτσι την εμπιστευτικότητα των πληροφοριών και την τήρηση του επαγγελματικού απορρήτου.

Προκειμένου να περιοριστούν ο χρόνος και τα έξοδα που απαιτούνται για τη συμμόρφωση με τις διάφορες διαδικασίες ελέγχου των εταιρικών συγκεντρώσεων σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, η ΕΕ έχει καθιερώσει ένα σύστημα ελέγχου των συγκεντρώσεων σύμφωνα με το οποίο οι συγκεντρώσεις με κοινοτική διάσταση, αξιολογούνται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με μία ενιαία διαδικασία.

Στην αρχική φάση, η Επιτροπή έχει 25 εργάσιμες μέρες για να αποφασίσει αν θα εγκρίνει τη συγκέντρωση ή θα «κινήσει διαδικασία», δηλαδή αν θα προβεί σε εμπειριστατωμένη έρευνα.¹ Μετά την κοινοποίηση των απόψεων των εταιριών και των τρίτων μερών, η Επιτροπή λαμβάνει οριστική απόφαση με την οποία είτε κυρώνει, είτε επιβεβαιώνει την προσωρινή της απόφαση για την συγκέντρωση. Το

¹ Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 30/04/2004, Παράρτημα Ι, 1,1

επόμενο βήμα είναι να ληφθούν ορισμένες αποφάσεις επί της ουσίας της εταιρικής συγκέντρωσης, όπου στα άρθρα 15 και 16 αναφέρονται οι τρόποι διεξαγωγής των επίσημων ακροάσεων, οι οποίες είναι άκρως εμπιστευτικές.

Στο τμήμα 6 του νόμου γίνεται ορισμός του πλαισίου που θα πρέπει να γίνει η εκτίμηση της ισχύς της συγκέντρωσης. Θα πρέπει να αναφερθούν στην κοινοποίηση και οι αγορές προϊόντων που επηρεάζονται άμεσα ή έμμεσα. Οι πληροφορίες που ζητούνται από την Επιτροπή όσον αφορά τη φύση της συγκέντρωσης είναι απαραίτητα για μια σύντομη επεξήγηση της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης, τον παγκόσμιο κύκλο εργασιών, τον κύκλο εργασιών σε κοινοτικό επίπεδο και τον κύκλο εργασιών σε κάθε κράτος-μέλος που θα έχει η τελική εταιρία. Οι εμπλεκόμενες εταιρίες θα πρέπει να υποβάλλουν λεπτομερή στοιχεία με «σύνολο των προϊόντων ή/και υπηρεσιών που θεωρούνται από τον καταναλωτή εναλλάξιμα ή δυνάμενα να υποκατασταθούν μεταξύ τους, λόγω των χαρακτηριστικών τους, των τιμών τους και της χρήσης για την οποία προορίζονται».²

Οι επηρεαζόμενες αγορές έχουν κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, τα οποία χωρίζονται ανάλογα με τις οριζόντιες και τις κάθετες σχέσεις των εταιρών που εμπλέκονται στην συγκέντρωση.

Οριζόντια σχέση υπάρχει όταν δύο ή περισσότερα από τα μέρη που συμμετέχουν στη συγκέντρωση ασκούν επιχειρηματικές δραστηριότητες στην ίδια αγορά προϊόντων και η συγκέντρωση θα οδηγήσει σε συνδυασμό μερίδιο αγοράς 15%.

Κάθετη σχέση υπάρχει αν ένα ή περισσότερα από τα μέρη που συμμετέχουν στη συγκέντρωση ασκούν επιχειρηματικές δραστηριότητες σε αγορά προϊόντων προηγούμενου ή επόμενου σταδίου αγοράς προϊόντων, στην οποία δραστηριοποιείται άλλο μέρος που συμμετέχει στη συγκέντρωση και οποιοδήποτε επίπεδο ανέρχεται τουλάχιστον σε 25%, ανεξάρτητα αν υφίσταται σχέση πελάτη-προμηθευτή μεταξύ των μερών συμμετέχουν στη συγκέντρωση.³

2.4.2 Νομοθετικό πλαίσιο στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα οι Σ & Ε εποπτεύονται από την Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού (ΕΕΑ) η οποία αποτελεί μια μη κερδοσκοπική αρχή με διοικητική και χρηματοοικονομική ανεξαρτησία (Παπαιωάννου Γ. (1998).

Αποτελείται από έντεκα μέλη, τα οποία δύνανται να ανανεωθούν μία ακόμη φορά. Πιο συγκεκριμένα:

- Ένα σύμβουλο του νομικού συμβουλίου του κράτους, εν ενεργεία ή μη, ή έναν πρώην ανώτατο δικαστή της πολιτικής ή διοικητικής δικαιοσύνης.
- Έναν εκπρόσωπο της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής (Ο.Κ.Ε), του Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών (Σ.Ε.Β), της Εθνικής Συνομοσπονδίας

² Τμήμα 6, παράγραφος 1 σελ. 133/15

³ Κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 802/2004 της Επιτροπής της 7^{ης} Απριλίου 2004 για την εφαρμογή του κανονισμού του (ΕΚ) αριθμό 1369/2004 του Συμβουλίου για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων Τμήμα 6, παράγραφος 1 σελ. 133/16

Ελληνικού Εμπορίου (Ε.Σ.Ε.Ε) και της Γενικής Συνομοσπονδίας Επαγγελματιών, Βιοτεχνών, Εμπόρων Ελλάδος (ΓΕ.Σ.Ε.Β.Ε).

- Ένα μέλος Ε.Π.Α.Ε.Ι, με ειδικευση στο δίκαιο του ανταγωνισμού.
- Δύο μέλη Ε.Π.Α.Ε.Ι με ειδικευση και εμπειρία στα οικονομικά θέματα της πολιτικής ανταγωνισμού.
- Και τρία πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους, με εμπειρία σε θέματα δημοσίου και κοινοτικού οικονομικού δικαίου, καθώς και σε θέματα πολιτικής ανταγωνισμού.

Ο πρόεδρος της ΕΕΑ επιλέγεται και διορίζεται από το υπουργικό συμβούλιο, ενώ τα μέλη της με τους αναπληρωτές τους διορίζονται με απόφαση του υπουργού ανάπτυξης. Η θητεία τους είναι τριετής και μπορεί να ανανεωθεί για μία μόνο φορά ακόμη. Επίσης η ΕΕΑ έχει διακεκριμένη νομική προσωπικότητα και παρίσταται αυτοτελώς σε κάθε είδους δίκες που έχουν ως αντικείμενο πράξεις ή παραλείψεις της.

Η ΕΕΑ αποφασίζει κρίνει και δραστηριοποιείται για θέματα που βρίσκονται υπό τη δικαιοδοσία της σύμφωνα με τον νόμο 3373/2005 ο οποίος βελτίωσε και αντικατέστησε προηγούμενους νόμους (ν. 703/1977, ν. 2296/1995) αναβαθμίζοντας την ΕΕΑ σε Ανεξάρτητη Διοικητική Αρχή, ακολουθώντας την αναθεώρηση της ρύθμισης περί Σ & Ε της Ευρωπαϊκής Ένωσης που ψηφίσθηκε το Μάιο του 2004. Σύμφωνα με αυτό το νόμο η συγκέντρωση επιχειρήσεων πραγματοποιείται όταν α) συγχωνεύονται με κάθε τρόπο δύο ή περισσότερες προηγούμενες ανεξάρτητες επιχειρήσεις β) ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ελέγχουν ήδη τουλάχιστον μία επιχείρηση, αποκτούν άμεσα ή έμμεσα τον έλεγχο του συνόλου ή τμημάτων μιας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων. Δεν θεωρείται συγκέντρωση όταν πιστωτικοί ή άλλοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί αποκτούν προσωρινά δικαιώματα συμμετοχής σε μια επιχείρηση με σκοπό την περαιτέρω διάθεσή τους.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του παραπάνω νόμου κάθε συγκέντρωση επιχειρήσεων πρέπει να γνωστοποιείται μέσα σε ένα μήνα από την πραγματοποίησή της στην ΕΕΑ όταν α) το μερίδιο αγοράς των προϊόντων ή υπηρεσιών που αφορά η συγκέντρωση, αντιπροσωπεύει στην εθνική αγορά ή σε ένα σημαντικό τμήμα αυτής, τουλάχιστον το δέκα τοις εκατό (10%) του συνολικού κύκλου εργασιών που πραγματοποιείται με τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες που θεωρούνται ομοειδή λόγω των ιδιοτήτων, της τιμής και της χρήσης για την οποία προορίζονται β) ο συνολικός κύκλος εργασιών όλων των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση, κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 8 του 3373/2005, ανέρχεται στην εθνική αγορά τουλάχιστον σε 15 εκατ. ευρώ. Σε περίπτωση παράβασης της υποχρέωσης προς γνωστοποίηση, η ΕΕΑ επιβάλλει στο καθένα από τους υπόχρεους προς γνωστοποίηση πρόστιμο ύψους τουλάχιστο τριάντα χιλιάδων (30.000) ευρώ, (άρθρο 6, παρ. 4 ν.3959/11) το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) του συνολικού κύκλου εργασιών.

Σύμφωνα με το άρθρο 5 του 3373/2005 με απόφαση της ΕΕΑ απαγορεύεται κάθε συγκέντρωση επιχειρήσεων η οποία μπορεί να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό στην εθνική αγορά με τη δημιουργία ή ενίσχυση δεσπόζουσας θέσης. Για την εκτίμηση της δυνατότητας μιας συγκέντρωσης να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό λαμβάνονται υπόψη ορισμένοι παράγοντες όπως: η διάρθρωση όλων των σχετικών αγορών, ο πραγματικός ή δυνητικός ανταγωνισμός εκ μέρους επιχειρήσεων εγκατεστημένων εντός ή εκτός Ελλάδος, η ύπαρξη νομικών ή πραγματικών εμποδίων εισόδου στην αγορά, η θέση των ενδιαφερόμενων

επιχειρήσεων στην αγορά και η χρηματοοικονομική τους δύναμη, οι δυνατότητες επιλογής προμηθευτών, η πρόσβαση στις πηγές εφοδιασμού, η εξέλιξη της προσφοράς και ζήτησης των οικείων αγαθών και υπηρεσιών, τα συμφέροντα των ενδιαμέσων και τελικών καταναλωτών και η συμβολή στην εξέλιξη της τεχνοοικονομικής προόδου, υπό τον όρο ότι η εξέλιξη αυτή είναι προς το συμφέρον των καταναλωτών και δεν αποτελεί εμπόδιο για τον ανταγωνισμό.

Μια συγκέντρωση που απαγορεύθηκε από την ΕΕΑ με βάση τα προαναφερθέντα, μπορεί να εγκριθεί με ειδικά αιτιολογημένη απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Ανάπτυξης (κατά τα οριζόμενα της παρ. 9 του άρθρου 6 του 3373/2005) όταν παρουσιάζει γενικότερα οικονομικά πλεονεκτήματα, τα οποία αντισταθμίζουν τον περιορισμό του ανταγωνισμού που θα προκύψει από αυτή τη συγκέντρωση ή κρίνεται απαραίτητη για την εξυπηρέτηση υπέρτερου δημοσίου και γενικότερου κοινωνικού συμφέροντος, ιδιαίτερα όταν συμβάλλει στον εκσυγχρονισμό και την εκλογίκευση της παραγωγής και της οικονομίας, στην προσέλκυση επενδύσεων, στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας στην Ευρωπαϊκή και διεθνή αγορά, στη δημιουργία θέσεων απασχόλησης (Ξανθάκης Μ., 2000 & Ρόκας Ν., 2006).

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 7 του 3373/2005 σε περίπτωση που έχει ήδη πραγματοποιηθεί η συγκέντρωση κατά παράβαση των διατάξεων που την απαγορεύουν, η ΕΕΑ διατάσσει χωρίς τήρηση προθεσμίας, το διαχωρισμό των επιχειρήσεων με τη διάλυση της συγχώνευσης ή τη διάθεση όλων των μετοχών ή στοιχείων του ενεργητικού που έχουν αποκτήσει, για να επανέλθει η κατάσταση που επικρατούσε πριν την πραγματοποίησή της. Για κάθε ημέρα καθυστέρησης υπακοής στην απόφαση επιβάλλεται πρόστιμο ύψους δέκα χιλιάδων (10.000) ευρώ.

Ακόμη, η ΕΕΑ έχει δικαίωμα να εξετάσει συγκεκριμένο κλάδο της ελληνικής αγοράς και, εφόσον διαπιστώσει ότι δεν υφίστανται συνθήκες αποτελεσματικού ανταγωνισμού μπορεί με αιτιολογημένη απόφαση να λάβει κάθε απολύτως αναγκαίο κανονιστικό μέτρο σύμφωνα με τη διαδικασία του άρθρου 9 του ν. 3373/2005. Το δικαίωμα αυτό μπορεί να ασκηθεί είτε μετά από αίτημα του υπουργού ανάπτυξης, είτε αυτεπάγγελτα. Τέλος πρέπει να αναφέρουμε ότι από τις παραπάνω διατάξεις εξαιρούνται κάποιες περιπτώσεις όπως αυτή των αποκρατικοποιήσεων.

Επισημαίνεται ότι τόσο η εθνική, όσο και η κοινοτική νομοθεσία προωθούν τις συγκεντρώσεις εταιριών, είτε με την μορφή εξαγορών, είτε με τη μορφή συγχωνεύσεων, με απώτερο σκοπό τη δημιουργία ανταγωνιστικών σχημάτων μέσω διαφόρων κινήτρων όπως:

Λογιστικά κίνητρα: Η μεταφορά των διαφόρων πράξεων που έγιναν στους ισολογισμούς των εξαγοραζόμενων εταιριών μέχρι την ολοκλήρωση της συγκέντρωσης στα βιβλία της εξαγοράστριας ή απορροφώσας εταιρίας, η εκτίμηση εκ νέου των περιουσιακών στοιχείων της συνδυαζόμενης εταιρίας μετά την ενοποίηση του ενεργητικού και παθητικού των υπό συγχώνευση εταιριών.

Νομικά κίνητρα: Μετά την ολοκλήρωση της συγκέντρωσης, η εξαγοραζόμενη εταιρία υπεισέρχεται στα δικαιώματα και υποχρεώσεις της εξαγοράστριας εταιρίας ως καθολικός διάδοχος, χωρίς να χρειάζεται η επί μέρους μεταβίβαση κάθε δικαιώματος και υποχρέωσης από την εξαγοραζόμενη εταιρία στην εξαγοράστρια.

Φορολογικά κίνητρα: Κάθε πράξη ή συμφωνία που αφορά την εισφορά ή την μεταβίβαση στοιχείων ενεργητικού ή παθητικού κα κάθε εμπράγματος ή ενοχικού δικαιώματος που απαιτείται για μια συγχώνευση, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, εισφορά ή άλλο δικαίωμα υπέρ του Δημοσίου. Εκτός αυτού ο Ν. 2992/2002 προβλέπει ότι τα κέρδη που προκύπτουν από τον πρώτο – μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης – ισολογισμό, φορολογούνται με τον ισχύοντα κατά το χρόνο υποβολής της δήλωσης συντελεστή φορολογίας, μειωμένο, όμως, κατά δέκα ποσοστιαίες μονάδες. Όσον αφορά τα κέρδη που προκύπτουν από το δεύτερο ισολογισμό, ή αντίστοιχη μείωση είναι πέντε ποσοστιαίες μονάδες.

2.4.2.1. Μετασχηματισμός Εταιρείας Μέσω Μετατροπής της Νομικής Μορφής

Κατά τη συγχώνευση ή εξαγορά, η νέα προκύπτουσα εταιρία δύναται να μεταβάλλει την προηγούμενη νομική μορφή της και να μετατραπεί σε άλλη εταιρική μορφή. Αυτό ονομάζεται Μετατροπή Εταιρείας, έννοια υπό την οποία εμφανίζεται και στους σχετικούς νόμους. Η Ελλάδα δεν έχει ένα πρότυπο του νόμου που αφορά γενικά σε μετασχηματισμούς. Μερικές από τις σχετικές ρυθμίσεις περιέχονται στο Κ.Ν. 2190/1920 (άρθρο 66, όπως τροποποιήθηκε με τον νόμο 2339/1995 και το άρθρο 67, όπως τροποποιήθηκε με το Ν.409/1986). Οι σχετικές ρυθμίσεις, επίσης, προβλέπονται και στο ν. 3190/1955 (άρ.51, όπως αυτός τροποποιήθηκε με το Ν. 2339/1995 και άρ. 53).

Σύμφωνα με τις διατάξεις αυτές, οι εμπορικές εταιρίες με έδρα στην Ελλάδα μπορούν να μετασχηματιστούν μέσω της συγχώνευσης, διάσπασης (διάσπαση, απόσχιση), μεταβίβασης των περιουσιακών στοιχείων ή την αλλαγή της νομικής μορφής (μετατροπή).

Σύμφωνα με το άρθρο 51 ν. 3190/1955 και το άρθρο 66 ν. 2190/1920, η μετατροπή μίας ανώνυμης εταιρείας σε εταιρεία περιορισμένης ευθύνης γίνεται με συμβολαιογραφική πράξη, με την οποία εγκρίνεται η μετατροπή από τη γενική συνέλευση των εταίρων της εταιρείας που επιθυμεί να αλλάξει νομική μορφή, μετά από προηγούμενη εκτίμηση του ενεργητικού και του παθητικού. Η απόφαση που εγκρίνει την μετατροπή καθώς και οι απαραίτητες δηλώσεις συγκατάθεσης από τα φυσικά πρόσωπα πρέπει να καταρτίζονται συμβολαιογραφικά.

Σύμφωνα με το άρθρο 67 ν. 2190/1920, η μετατροπή της ΕΠΕ σε ΑΕ απαιτεί απόφαση των εταίρων που λαμβάνεται από μια πλειοψηφία τριών τετάρτων της συνέλευσης, μετά από προηγούμενη εκτίμηση του ενεργητικού και του παθητικού. Η απόφαση αυτή πρέπει να περιλαμβάνει το καταστατικό της εταιρείας, τη σύνθεση του πρώτου Διοικητικού Συμβουλίου και να υποβληθεί στην αρμόδια υπηρεσία προς δημοσίευση.

Μετατροπή της ομόρρυθμης ή ετερόρρυθμης εταιρείας σε μια εταιρεία περιορισμένης γίνεται σύμφωνα με το άρθρο 53 ν. 3190/1955 με συμβολαιογραφική πράξη. Η συμβολαιογραφική πράξη πρέπει να περιέχει τα στοιχεία που είναι απαραίτητα να αναφέρονται σ' ένα καταστατικό ΕΠΕ. Σύμφωνα με το άρθρο 67 § 2 ν. 2190/1920, η μετατροπή της ομόρρυθμης ετερόρρυθμης εταιρείας σε ανώνυμη εταιρία γίνεται με

ομόφωνη απόφαση όλων των εταίρων και μετά από προηγούμενη εκτίμηση του ενεργητικού και του παθητικού.

Η επωνυμία του νομικού προσώπου που μετατρέπεται μπορεί να διατηρηθεί ως μέρος της επωνυμίας της ΕΠΕ. Μετά την μετατροπή, η προσωπική ευθύνη των ομορρυθμών εταίρων παραμένει σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου για τις υποχρεώσεις που είχαν προκύψει πριν την μετατροπή.

2.4.2.2 Συγχώνευση Ανωνύμων Εταιριών

Οι περισσότερες εταιρίες που προβαίνουν σε οποιασδήποτε μορφής συγκέντρωσης είναι οι Ανώνυμες Εταιρίες και ιδίως αυτές που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Σύμφωνα με το άρθρο 68 επ. ν. 2190/1920 και το άρθρο 54 του ν. 3190/1955 η συγχώνευση εταιριών είναι δυνατή είτε

- με τη δημιουργία μιας νέας εταιρείας ως αποτέλεσμα της μεταβίβασης των περιουσιακών στοιχείων, σε κάθε περίπτωση στο σύνολό τους, από δύο ή περισσότερες εταιρείες σε μια νέα εταιρεία (εταιρεία περιορισμένης ευθύνης ή ανώνυμη εταιρία), που συνίσταται από αυτές, ή
- μέσω της απορρόφησης, ως αποτέλεσμα της μεταβίβασης των περιουσιακών στοιχείων, στο σύνολό τους, από μία εταιρία σε μία άλλη

Επομένως, στην περίπτωση της συγχώνευσης η εταιρεία μεταβιβάζει όλα τα περιουσιακά στοιχεία της σε μία ή περισσότερες προϋπάρχουσες ή νέες εταιρείες που ιδρύονται.

Σύμφωνα με το άρθρο 54 ν. 3190/1955, σε περίπτωση εταιρείας περιορισμένης ευθύνης η συγχώνευση πρέπει να εγκρίνεται από πλειοψηφία τριών τετάρτων των εταίρων των συμμετεχουσών εταιριών. Η συγχώνευση μπορεί μόνο να ολοκληρωθεί δύο μήνες μετά την τήρηση των υποχρεώσεων δημοσιότητας, και εφόσον οι πιστωτές της εταιρείας δεν έχουν υποβάλλει αντιρρήσεις. Επιπλέον, σύμφωνα με το άρθρο 55 του νόμου 3190/1955, τα μέρη οφείλουν να συνάψουν συμβολαιογραφική σύμβαση συγχώνευσης, το κείμενο της οποίας πρέπει να περιέχει τις βασικές διατάξεις σύμφωνα με το ν. 3190/1955.

Η συγχώνευση ΑΕ διέπεται από τα άρθρα 68-80 του ν. 2190/1920, όπως τροποποιήθηκε με το ΠΔ 497/87). Σύμφωνα με το άρθρο 72 του ν. 2190/1920, η συγχώνευση απαιτεί απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων όλων των εταιριών που συμμετέχουν στη συγχώνευση. Σύμφωνα με το άρθρο 69 του ν. 2190/1920, απαιτείται αρχικά ένα σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης.

Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης πρέπει να περιλαμβάνει τις ακόλουθες διατάξεις:

- Τη νομική μορφή της εταιρείας, την εταιρική επωνυμία και διακριτικό τίτλο, την έδρα των εταιρειών που συμμετέχουν στη συγχώνευση, και τους αριθμούς ΜΑΕ.
- Την σχέση ανταλλαγής των μετοχών και ενδεχομένως την αξία της επιπλέον εισφοράς, σύμφωνα με το άρθρο. 68 ν. 2190/1920.
- Τις λεπτομέρειες της μεταβίβασης των νέων μετοχών που εκδίδονται από την εταιρία που απορροφά.

- Το χρονικό σημείο κατά το οποίο οι ενέργειες της εισφέρουσας εταιρείας θεωρούνται ότι γίνονται για λογαριασμό της απορροφώσας (ημερομηνία συγχώνευσης) καθώς και τη διάθεση των κερδών που προκύπτουν από αυτό το σημείο μέχρι την ολοκλήρωση της συγχώνευσης σύμφωνα με τα άρθρα 74 και 75ν. 2190/1920.
- Τα δικαιώματα που η απορροφώσα εταιρία παρέχει σε μεμονωμένους μετόχους και τους κατόχους των ειδικών δικαιωμάτων (όπως οι μετοχές, χωρίς δικαίωμα ψήφου, οι προνομιούχες μετοχές, ομολογίες κλπ), ή τα μέτρα που προβλέπονται για τα πρόσωπα αυτά.
- Κάθε ειδική παροχή που χορηγείται σε μέλη του ΔΣ ή σε ελεγκτές
- Συμφωνία για τη μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων στο σύνολό τους από κάθε εισφέρουσα εταιρεία σε αντάλλαγμα για την παραχώρηση μετοχών της απορροφώσας εταιρείας.
- Διάφορες άλλες ρυθμίσεις, ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε περίπτωσης

Σύμφωνα με το άρθρο 69 § 4 ν. 2190/1920, το Διοικητικό Συμβούλιο της κάθε εταιρείας που συμμετέχει στη συγχώνευση πρέπει να εκπονήσει λεπτομερή έκθεση ελέγχου, με το οποίο να διευκρινίζεται το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης από οικονομική και νομική άποψη. Ειδικότερα, η έκθεση ελέγχου πρέπει να περιέχει στοιχεία για τη σχέση ανταλλαγής σύμφωνα με το άρθρο 71 ν. 2190/1920, και πρέπει να περιλαμβάνει δήλωση ως προς το εάν η προτεινόμενη τιμή ανταλλαγής των μετοχών (ή και η αξία της επιπλέον εισφοράς σε μετρητά στην περίπτωση της απορρόφησης) είναι δίκαιη. Θα πρέπει να αναφέρει τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί η σχέση ανταλλαγής, τους λόγους για τους οποίους η χρήση αυτών των μεθόδων είναι κατάλληλη καθώς και την σχέση ανταλλαγής ή το αποτέλεσμα αντίστοιχα αν είχε γίνει χρήση διαφορετικών μεθόδων. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να καθορίζεται η σημασία που έχει αποδοθεί στις διάφορες μεθόδους για τον καθορισμό της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής και τα ιδιαίτερα προβλήματα που προέκυψαν κατά την αξιολόγηση.

Σύμφωνα με το άρθρο 74 ν. 2190/1920, η σύμβαση συγχώνευσης πρέπει να εγκρίνεται από το Υπουργείο Εμπορίου. Οι αποφάσεις συγχώνευσης των γενικών συνελεύσεων υποβάλλονται για το σκοπό αυτό στην υπηρεσία μαζί με την συμβολαιογραφική σύμβαση συγχώνευσης καθώς και μια δήλωση σύμφωνα με το Ν. 1599/1986. Οι σχετικές υποχρεώσεις δημοσιότητας πρέπει να τηρούνται σε κάθε στάδιο.

Συγχώνευση με ίδρυση νέας εταιρείας γίνεται σύμφωνα με το άρθρο 80 ν. 2190/1920, με την αντίστοιχη εφαρμογή των διατάξεων για τις συγχωνεύσεις που περιέχονται στα άρθρα 68 έως 77 του ν. 2190/1920. Κατά την περίπτωση αυτή προκύπτει μία νέα εταιρία από τη συγχώνευση των προϋφισταμένων εταιρειών.

2.4.2.3 Φορολογικές ελαφρύνσεις

Η ελληνική πολιτεία χορηγεί γενναιόδωρες φορολογικές ελαφρύνσεις για την μετατροπή της εταιρείας, τη συγχώνευση και γενικότερα τον μετασχηματισμό. Οι νόμοι 2166/1993, 1297/1972 και 2386/1996 περιέχουν τέτοιες σχετικές νομικές διατάξεις. Σύμφωνα με το άρθρ. 3 Ν. 2166/1993, δεν οφείλονται φόροι και τέλη επί

της συναλλαγής. Σύμφωνα με το άρθρο 3 του Ν. 1297/1972 (του οποίου η ισχύς έχει παραταθεί) η μεταβίβαση ακίνητης περιουσίας, μεταξύ άλλων, ως μέρος του μετασχηματισμού μένει αφορολόγητη.

Σύμφωνα με το άρθρο 7 του ν. 2386/1996, μέχρι το 25% των καθαρών κερδών απαλλάσσεται από το φόρο εισοδήματος για τα πρώτα πέντε οικονομικά έτη από τη μεταφορά. Αυτός ο νόμος έχει δημιουργηθεί με σκοπό την ενίσχυση μικρομεσαίων επιχειρήσεων που έχουν δημιουργηθεί ως αποτέλεσμα της συγχώνευσης όλων των μορφών νεοσυσταθείσας ή απορροφώσας εταιρείας (προσωπικές, εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, ανώνυμες εταιρίες).

Λόγω αυτών των συνθηκών, μπορεί να είναι εξαιρετικά λογικό να επιλέξει κάποιος την απόκτηση μιας υπάρχουσας επιχείρησης αντί για σύσταση (π.χ. με ενοποίηση / συγχώνευση ή διάσπαση), και ως εκ τούτου απολαμβάνει τις εν λόγω φορολογικές ελαφρύνσεις και προσφεύγει σε άλλα πλεονεκτήματα μέσω της αλλαγής της εταιρικής μορφής.

Βιβλιογραφία 2^ο Κεφαλαίου

«*Acquire, ally or merge?* », The best strategies for successful growth VOL. 21 NO. 1 2005, pp. 19-21, **Q Emerald Group Publishing Limited**, ISSN 0258-0543

Weston J. Fred and Weaver Samuel, 2004, “*Mergers and Acquisitions*”, McGraw Hill Education Europe

Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, 2004, “*Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών*” εκδ. Σάκκουλα

Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson, *Modern Corporate Finance Theory and Practice*, Second edition, p. 556 - 557

Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001, «*Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης*», εκδ. Βρύκουσ, Πειραιάς

Παπαδάκης Μ. Βασίλης, «*Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*», Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, 1999, σελ. 339-340

Τραυλός Γ. Νικόλαος, «*Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Διεθνείς εμπειρίες και ελληνικές προοπτικές*», Τάσεις – Ειδική ετήσια έκδοση, 2000, σελ. 178

Shleifer A. and Vishny, R.W (1991). «*Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implication*», Strategic Management Journal.

Porter, M. (1987) “*From Competitive Advantage to Corporate Strategy*”, Harvard Business Review, May/June 1987, pp. 43-59.

Travlos G. Nikolaos (1987) «*Corporate takeover bids, method of payment and bidding firm stock returns*», pp. 178-179

Μιχάλης Μπάμπης, «*Εξαγορές χωρίς Σύνορα*», Τα Νέα, 4/3/2006 σελ. 111

Lyons B. R. (2004) «*Reform of European Merger Policy*». Review of international Economics, 12(2), p. 246-262

Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 30/04/2004, Παράρτημα I, 1,1 Τμήμα 6, παράγραφος 1 σελ. 133/15

Κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 802/2004 της Επιτροπής της 7^{ης} Απριλίου 2004 για την εφαρμογή του κανονισμού του (ΕΚ) αριθμό 1369/2004 του Συμβουλίου για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων Τμήμα 6, παράγραφος 1 σελ. 133/16

Παπαιωάννου Γ. (1998), «*Συγχωνεύσεις Πιστωτικών Ιδρυμάτων και Επιτροπή Ανταγωνισμού*», Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, Γ Τρίμηνο

Ξανθάκης Μιλτιάδης, 2000, «*Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών*», εκδ. Παμίσος, Αθήνα

Ρόκας Κ. Νικόλαος, 2006, «*Εμπορικές Εταιρίες*», εκδ. Σάκκουλα

Mariana Sehleanu, 2017, *Merger and Acquisition Activity During the Fifth Wave: USA vs. EU*. In: *Vaduva S., Fotea I., Thomas A. (eds) Development, Growth and Finance of Organizations from an Eastern European Context*. Springer, Cham

Gaughan, P. A., 2011, *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (5th ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

<http://www.epant.gr>

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2017-MA-Barometr-CSE/\\$FILE/M&A2016_CSE1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2017-MA-Barometr-CSE/$FILE/M&A2016_CSE1.pdf)

Κεφάλαιο 3: ΑΙΤΙΕΣ & ΚΙΝΗΤΡΑ Σ & Ε

3.1 Εισαγωγή

Η απόφαση μιας επιχείρησης να επιλέξει να επεκταθεί σε νέες δραστηριότητες, να συνεχίσει με τις ήδη υπάρχουσες ή αν θα τις περιορίσει είναι τεράστιας σημασίας και απαιτεί ορθή έρευνα, ανάλυση και σκέψη.

Σύμφωνα με τη νεοκλασική οικονομική θεώρηση, στόχος της διοίκησης της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Σύμφωνα με τον Manne (1965), οι εξαγορές και συγχωνεύσεις συμβάλουν στην επίτευξη του εν λόγω στόχου, εάν και μόνο εάν δημιουργήσουν συνέργιες, οδηγώντας με τον τρόπο αυτό σε αύξηση της κερδοφορίας και όχι μόνο. Οι συνέργιες με τη σειρά τους επιτυγχάνονται μέσω της ενίσχυσης της μονοπωλιακής δύναμης (Perry και Porter 1985), της επίτευξης οικονομιών κλίμακας και φάσματος (Arrow 1975) και της μείωσης του χρηματοοικονομικού κινδύνου που αντιμετωπίζει η επιχείρηση. Η παραπάνω λεγόμενη «δημιουργία υπεραξίας λόγω συγχώνευσης», μπορεί να αποτυπωθεί μαθηματικά σύμφωνα με την ανίσωση: $(A) + (B) < (AB)$, (Damodaran, 2005). Αυτή η ανίσωση πρεσβεύει ότι η θεμελιώδης συνιστώσα στους εταιρικούς συνδυασμούς είναι η δημιουργία αξίας για τους μετόχους της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρίας, η οποία όμως θα πρέπει να είναι υψηλότερη από την αξία που θα προέκυπτε από το άθροισμα των δύο επιχειρήσεων ξεχωριστά.

Ως «συνέργεια» (synergy) ορίζεται, σύμφωνα με τον Sirower (1997) η αύξηση της ανταγωνιστικότητας και των προκυπτουσών ταμειακών ροών, πέραν από αυτές που οι δύο επιχειρήσεις επρόκειτο να επιτύχουν ξεχωριστά. Γενικά, η συνέργεια είναι η απόλυτα συμμετρική και αρμονική συνεργασία των διαφόρων συντελεστών παραγωγής και τμημάτων των συγχωνευόμενων εταιριών, με ενεργοποίηση και εκμετάλλευση των δυνατών σημείων της κάθε εταιρίας, ώστε να υπάρξει μεγιστοποίηση αποτελεσμάτων σε βαθμό υψηλότερο από τη χωριστή επίδοση της κάθε εταιρίας πριν τη συγχώνευση.

Τα κίνητρα ομαδοποιούνται σε τρεις κατηγορίες:

Κίνητρα που αφορούν τη συνέργια. Για παράδειγμα, αυτά που ισχυρίζονται ότι δημιουργούν αληθινά καθαρά οφέλη στην ενοποιημένη επιχείρηση, προκαλώντας την αξία των δύο εταιριών να είναι μεγαλύτερη από το επιμέρους άθροισμα των δύο επιχειρήσεων - μερών.

Υποτίμηση της εταιρίας στόχου. Πρόκειται για την περίπτωση κατά την οποία η αξία μεταφέρεται από την πωλήτρια επιχείρηση στην αγοράστρια επιχείρηση, μέσω της απόκτησης των υποτιμημένων στοιχείων του ισολογισμού της πρώτης από τη δεύτερη.

Ειδικά διοικητικά κίνητρα για συγχωνεύσεις. Για παράδειγμα, το ατομικό συμφέρον ορισμένων διοικητικών στελεχών της επιχείρησης, μπορεί να «ωθήσει» σε ενέργειες που δεν εναρμονίζονται με τα συμφέροντα των μετόχων.

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται προσπάθεια να απαντηθεί το ερώτημα γιατί οι επιχειρήσεις προτιμούν την εξωτερική ανάπτυξη αντί της οργανικής/εσωτερικής προκειμένου να αυξήσουν την αξία τους. Αρχικά, αναλύονται οι οικονομικές συνέργιες σύμφωνα με τις οποίες οι συγχωνεύσεις και εξαγορές εξασφαλίζουν στις

επιχειρήσεις οικονομίες κλίμακας, οικονομίες μάθησης και εμπειρίας και οικονομίες φάσματος. Μια δεύτερη κατηγορία συνεργιών είναι οι χρηματοοικονομικές, οι οποίες εξασφαλίζουν χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Στη συνέχεια, περιγράφεται η βελτίωση της αποδοτικότητας της διοίκησης ως κίνητρο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, θεωρία, η οποία πρεσβεύει ότι η νέα διοίκηση που θα προκύψει από τη συγχώνευση θα μπορούσε να αξιοποιήσει τους εταιρικούς πόρους σε πιο αποδοτικές δραστηριότητες, αυξάνοντας την αξία της επιχείρησης. Κατόπιν, αναφέρεται η θεωρία περί στρατηγικής ευθυγράμμισης των επιχειρήσεων, σύμφωνα με την οποία οι διάφορες εταιρικές αναδιαρθρώσεις στοχεύουν στην καλύτερη προσαρμογή των επιχειρήσεων στις μεταβαλλόμενες συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος. Ακολούθως, περιγράφεται η ενίσχυση της μονοπωλιακής δύναμης των επιχειρήσεων ως κίνητρο, όπως η αλαζονεία και η εκδήλωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Πρέπει να σημειωθεί ότι τα διάφορα κίνητρα που περιγράφονται σε αυτό το κεφάλαιο δεν είναι αμοιβαίως αποκλειόμενα και δεν εξηγούνται όλες οι συγχωνεύσεις από τα ίδια κίνητρα.

3.2 Προσδιορισμός της Συνέργειας

Εμπειρικές μελέτες των Bradley, Desai και Kim (1988), Mulherin και Boone (2000) και άλλων υποστηρίζουν ότι τα οφέλη που προκύπτουν από τις συνέργιες δημιουργούν αξία για τους μετόχους. Επομένως, το πρωτεύον κίνητρο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές με θετικά συνολικά κέρδη πρέπει να είναι η δημιουργία συνέργειας.

Η συνέργια που θα προκύψει από μια συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να προσδιοριστεί χρησιμοποιώντας το μοντέλο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow methods). Βάσει αυτού, η συνέργια ορίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Συνέργεια} = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta CF}{(1+r)^t}$$

Όπου ΔCF είναι η διαφορά μεταξύ των ταμειακών ροών της επιχείρησης που προκύπτει από τη συγχώνευση και του αθροίσματος των ταμειακών ροών των δύο αρχικών επιχειρήσεων. Δηλαδή, ο όρος ΔCF είναι η οριακή ταμειακή ροή που προκύπτει από τη συγχώνευση, r είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο προσαρμοσμένο για τον κίνδυνο και T είναι η περίοδος αναφοράς. Από τον τύπο αυτό γίνεται κατανοητό ότι αν από τη συγχώνευση ή την εξαγορά δεν προκύψει συνέργια, οι ταμειακές ροές της νέας επιχείρησης θα ισούνται με το άθροισμα των ταμειακών ροών των δύο αρχικών επιχειρήσεων. Συνεπώς, ΔCF ίσον με το μηδέν.

Εναλλακτικά, η συνέργια επιτρέπει στη συγχωνευμένη εταιρία να εμφανίζει μια θετική Καθαρή Αξία Εξαγοράς (Net Acquisition Value – NAV) και μπορεί να προσδιορίζεται ως εξής:

$$NAV = V_{AB} - (V_A + V_B) - P - E$$

Δηλαδή:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E)$$

Όπου V_{AB} ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της αξίας της νέας επιχείρησης που θα προκύψει και του αθροίσματος των αξιών των δύο αρχικών επιχειρήσεων ως ξεχωριστές οντότητες. Το άθροισμα $(P + E)$ αντιπροσωπεύει το αντίτιμο (premium) που θα πληρώσει η εξαγοράζουσα εταιρία για την απόκτηση της εταιρίας-στόχου και τα γενικά έξοδα που συνεπάγεται η συγχώνευση ώστε να επιφέρει αξία. Σε αντίθετη περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρία θα έχει πληρώσει παραπάνω από ότι θα έπρεπε για να αποκτήσει την εταιρία-στόχο.

$$V_{AB} - (V_A + V_B) > (P + E)$$

Ενώ, αν δεν προκύψει συνέργεια, η αξία της νέας επιχείρησης θα ισούται με το άθροισμα των αξιών των δύο αρχικών επιχειρήσεων, δηλαδή:

$$V_{AB} = V_A + V_B$$

3.3 Δημιουργία λειτουργικής συνέργιας

Χαρακτηριστική είναι η μελέτη των Berkovitch και Narayanan (1993) καθώς και των Baker, R.D. και R.J.Limmack(2002), οι οποίοι ελέγχουν εμπειρικά την ύπαρξη τριών κινήτρων διαφορετικής φύσης (synergy, agency, hubris) με τη χρήση των συνολικών κερδών σε ένα δείγμα εξαγορασμένων επιχειρήσεων, εισηγμένων στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ (Berkovitch E. & Narayanan M.P.(1993).

Η λειτουργική συνέργεια είναι αυτή που επιτρέπει στις εταιρίες να μειώνουν τα λειτουργικά τους έξοδα και να προωθούν την ανάπτυξή τους. Αυτός είναι και ο λόγος που οι επιχειρήσεις επικεντρώνονται στην επίτευξη της μείωσης και συγκεκριμένα στην ανάπτυξη της λειτουργικής συνέργιας, η οποία διαχωρίζεται σε τρεις τύπους που περιγράφονται παρακάτω (Brealey, Richard A., and Myers, Stewart, 2002).

3.3.1 Οικονομίες Κλίμακας

Οι οικονομίες κλίμακας (economies of scale) αναφέρονται στην αύξηση της αποδοτικότητας της παραγωγής, καθώς αυξάνεται η ποσότητα των παραγόμενων αγαθών. Οι managers των εταιριών, με το σκεπτικό ότι η εταιρία τους θα είναι πιο ανταγωνιστική, αν γίνει μεγαλύτερη, ευελπιστούν σε οικονομίες κλίμακας, δηλαδή στην ευκαιρία να “διανείμουν” τα σταθερά κόστη⁴ επί ενός μεγαλύτερου όγκου παραγωγής. Επομένως, αναμένεται η νέα εταιρία να είναι πιο αποτελεσματική και

⁴ Σταθερά κόστη είναι τα κόστη τα οποία δεν μεταβάλλονται καθώς μεταβάλλεται η παραγόμενη ποσότητα.

αποδοτική από άποψη κόστους (cost efficient). Οι οικονομίες κλίμακας είναι ο κύριος σκοπός των οριζόντιων Σ & Ε, για παράδειγμα η εξαγορά της Ξυλεμπορικής Πατρών από τη Σέλμαν το 2004, συγχώνευση Χαλκόρ-Ελβάλ το 2016. Ωστόσο διεκδικείται και από τις ανομοιογενείς Σ & Ε, όπως η εξαγορά του Αλουμινίου της Ελλάδος από τον Μυτιληναίο το 2005.

Πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι υπάρχει ένα άριστο μέγεθος επιχείρησης για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Όταν η επιχείρηση ξεπεράσει αυτό το μέγεθος, αποκτά γραφειοκρατικές δομές και αντιμετωπίζει προβλήματα οργανωσιακού ελέγχου που τελικά αυξάνουν το κόστος παραγωγής, με αποτέλεσμα να έχουμε την εμφάνιση αντιοικονομιών κλίμακας.

3.3.2 Οικονομίες Μάθησης και Εμπειρίας

Ένα επιπλέον κίνητρο για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η συνένωση συμπληρωματικών ή/και διαφορετικών πόρων και λειτουργικών δυνάμεων. Οι λεγόμενες οικονομίες μάθησης και εμπειρίας, στις οποίες μια επιχείρηση μπορεί να μειώσει το κόστος παραγωγής, χωρίς να αυξήσει την παραγόμενη ποσότητα, αλλά μέσω της διαδικασίας της μάθησης, επαναλαμβάνοντας συγκεκριμένες δραστηριότητες. Η καμπύλη μάθησης ή εμπειρίας χρησιμοποιείται για να αποδώσει την απόκτηση εμπειρίας από μια επιχείρηση, η οποία συνεπάγεται την ελαχιστοποίηση των λαθών που αναπόφευκτα συμβαίνουν στα πρώτα στάδια μιας επιχείρησης και την αύξηση της αποδοτικότητας της. Οι γνώσεις και η εμπειρία της εξαγοράζουσας εταιρίας, εμφανίζεται με τη μορφή του αποδοτικότερου προγραμματισμού της παραγωγής, της καλύτερης χρήσης των πρώτων υλών και των λοιπών εφοδίων, της ορθολογικότερης διαχείρισης των αποθεμάτων, της μεγαλύτερης εξειδίκευσης κ.α..

Στις συγχωνεύσεις και εξαγορές η εταιρία που θα προκύψει θα περιέχει συσσωρευμένη τη γνώση και την εμπειρία των αρχικών επιχειρήσεων. Ένα παράδειγμα συμπληρωματικών πόρων είναι όταν μια εταιρία που έχει τη γνώση παραγωγής ενός μοναδικού προϊόντος, δεν μπορεί να το παράγει σε ευρεία κλίμακα και να το προωθήσει αποτελεσματικά στην αγορά, οπότε συμπληρώνεται από την παραγωγική – τεχνική υποστήριξη και την οργάνωση πωλήσεων μιας άλλης εταιρίας. Στη συνένωση λειτουργικών δυνάμεων μπορεί να ανήκει ακόμη και η περίπτωση όπου μια εταιρία με σημαντικές ικανότητες στο marketing εξαγοράζει μια άλλη με εξαιρετική γραμμή παραγωγής.

3.3.3 Οικονομίες Φάσματος

Κίνητρο για τη δημιουργία πολλών συνεργειών αποτελεί η ανάγκη για μεγαλύτερη ανάπτυξη σε νέες ή ήδη υπάρχουσες αγορές. Καθώς οι επιχειρήσεις στη σημερινή εποχή παράγουν ένα ευρύ φάσμα διαφορετικών προϊόντων, αυτό συνεπάγεται ότι στοχεύουν και σε πολλά τμήματα των αγορών που δραστηριοποιούνται. Σε αυτές τις περιπτώσεις έχουμε τη δημιουργία **οικονομιών φάσματος (economies of scope)**. Με σκοπό την επέκταση του μεριδίου αγοράς της ή την εισχώρηση σε μία νέα αγορά, μια εταιρία αναζητά την εξαγορά ή τη συγχώνευση της με μια άλλη εταιρία που έχει να της προσφέρει το μερίδιο αγοράς της, στην ήδη υπάρχουσα αγορά ή στη νέα. Έτσι,

χωρίς σημαντική αύξηση του λειτουργικού κόστους, αποκτά τη δυνατότητα να αντλήσει κέρδη από νέες αγορές, διότι το μέσο συνολικό κόστος παραγωγής μειώνεται λόγω της αύξησης του αριθμού των αγαθών που παράγονται.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις θεωρούν ότι είναι πιο εύκολο να ενισχύσουν τις γραμμές προϊόντων τους με νέες επωνυμίες εξαγοράζοντας άλλες εταιρίες, παρά να επιχειρήσουν την προώθηση μιας εντελώς νέας επωνυμίας από την αρχή. Για παράδειγμα μια εταιρία παραγωγής προϊόντων εξαγοράζει μια άλλη εταιρία σε αναδυόμενη αγορά με πολύ καλό δίκτυο διανομής και αναγνωρισμένη φήμη (brand name), χρησιμοποιώντας αυτές τις ικανότητες για να αυξήσει τις πωλήσεις των προϊόντων της. Έτσι, όταν οι εταιρίες διαπιστώνουν ότι δεν διαθέτουν το σωστό μίγμα προϊόντων στρέφονται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συμβάλλουν στη δημιουργία οικονομιών φάσματος, διότι το συνολικό κόστος παραγωγής και διάθεσης των διαφορετικών προϊόντων από τη συγχωνευόμενη εταιρία είναι μικρότερο σε σχέση με το άθροισμα κόστους που θα είχε κάθε επιχείρηση ξεχωριστά, αν εξειδικευόταν σε κάθε προϊόν ξεχωριστά.

3.4 Δημιουργία Χρηματοοικονομικής Συνέργειας

Σε αντίθεση με τις λειτουργικές συνέργειες, οι χρηματοοικονομικές συνέργειες αναφέρονται στην επίδραση που έχουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στο κόστος κεφαλαίου της εξαγοράζουσας εταιρίας. Με τις χρηματοοικονομικές συνέργειες επιτυγχάνονται υψηλότερες ταμειακές ροές ή χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Αυτές πραγματοποιούνται κυρίως με τη συγχώνευση μιας εταιρίας με υπερβολική ρευστότητα (excess cash) και χαμηλό επίπεδο επιχειρηματικού σχεδιασμού με μια άλλη εταιρία που έχει στη διάθεση της έτοιμα προς υλοποίηση, υψηλής απόδοσης επενδυτικά σχέδια. Οι συνέργειες αυτές εμφανίζονται όταν μια μεγάλη επιχείρηση εξαγοράζει μικρότερες μη συσχετισμένων δραστηριοτήτων.

Επίσης, με τη συνένωση, τα κέρδη και οι ταμειακές ροές σταθεροποιούνται και παρέχεται η δυνατότητα μεγαλύτερης δανειακής ενίσχυσης με χαμηλότερο κόστος. Η νέα εταιρία, αν καταφέρει να διαχειριστεί ικανοποιητικά τις επιβαρύνσεις της, εκτός από αύξηση της αξίας της, μπορεί να πετύχει και μείωση στη φορολογική της επιβάρυνση. Επομένως, υπάρχουν τρεις παράμετροι από τις οποίες μπορούν να δημιουργηθούν χρηματοοικονομικές συνέργειες και είναι η αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα, η αναδιανομή πλούτου και οι φορολογικές ελαφρύνσεις, οι οποίες αναλύονται παρακάτω.

3.4.1 Αύξηση Δανειοληπτικής Ικανότητας της Επιχείρησης

Με τη συγχώνευση ή εξαγορά δύο επιχειρήσεων, η προκύπτουσα εταιρία επιτυγχάνει αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου πλέον ισολογισμού που οδηγεί σε μεγαλύτερο ύψος Ιδίων Κεφαλαίων (ΙΚ). Τα αυξημένα ίδια κεφάλαια μειώνουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τόσο οι μέτοχοι με την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους, όσο και οι δανειστές της επιχείρησης όπως οι προμηθευτές, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, κ.α... Η διασπορά κινδύνου που επιτυγχάνεται μειώνει την πιθανότητα

χρεοκοπίας και συνεπώς αυξάνει την πιστοληπτική ικανότητα της νέας επιχείρησης στην επενδυτική κοινότητα. Επιπλέον, σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο επιτυγχάνεται μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος με παράλληλη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης.

3.4.2 Η Αναδιανομή Πλούτου

Σε περίπτωση που η εξαγοράζουσα εταιρία εκμεταλλευτεί την αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα, οι πιστωτές θα ζημιωνόταν από τις συγχωνεύσεις. Αντιθέτως, αν η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν αξιοποιήσει τη δυνατότητα για πρόσθετο δανεισμό, θα υπάρξει μεταβίβαση πλούτου, δηλαδή αναδιανομή της αξίας της επιχείρησης υπέρ των πιστωτών από τους μετόχους.

Η υπόθεση περί διανομής πλούτου, δεν φαίνεται να είναι και τόσο ισχυρή. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τους Kim και McConnell (1977), Asquith και Kim (1982), οι κάτοχοι μη μετατρέψιμων ομολογιών της εξαγοράζουσας εταιρίας φαίνεται να απολαμβάνουν μηδενικά κέρδη από τις συγχωνεύσεις. Επίσης, σύμφωνα με τον Τραυλό (1987) αποδεικνύει ότι οι κάτοχοι ομολογιών υφίστανται μικρές απώλειες στις συγχωνεύσεις που χρηματοδοτούνται με ανταλλαγή κοινών μετοχών.

3.4.3 Οι Φορολογικές Ελαφρύνσεις

Τα φορολογικά οφέλη που μπορεί να προκύπτουν μετά την εξαγορά ή τη συγχώνευση είναι μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών που παρέχει η κυβέρνηση μέσω των διαφόρων αναπτυξιακών νόμων, είτε μέσω της αύξησης του ορίου των αποθεματικών, είτε μέσω του συνδυασμού των δύο παραπάνω παραγόντων, είτε από τη μεταφορά συσσωρευμένων ζημιών από τη μία επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του συντελεστή φορολογίας νομικών προσώπων.

Σύμφωνα με τους Τραυλό και Παπαιωάννου (1991), δεν υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στις μεταβολές της χρηματοδοτικής μόχλευσης και των έκτακτων αποδόσεων από τη συγχώνευση, λαμβάνοντας πάντα υπ' όψιν τον τρόπο πληρωμής της συγχώνευσης.

3.5 Δημιουργία Διοικητικής Συνέργειας

Διοικητικές συνέργειες (managerial synergies) μπορούν να προκύψουν από το μοίρασμα των ικανοτήτων των διοικητικών ομάδων των συγχωνευομένων επιχειρήσεων, ή από την αντικατάσταση μίας αναποτελεσματικής ομάδας management της εξαγοραζόμενης εταιρίας από μία ικανότερη, αυτή του αγοραστή.

Στο βαθμό που αυτές οι ικανότητες είναι εξειδικευμένες (specific capabilities), όπως για παράδειγμα στην παραγωγή, στην έρευνα, στο marketing, τότε αναμένεται ότι μπορούν να λειτουργήσουν καλύτερα σε οριζόντιες ή κάθετες συγχωνεύσεις. Ενώ στο βαθμό που υπάρχουν, σε πιο γενικό επίπεδο (generic capabilities), όπως στη διοίκηση, τον σχεδιασμό, τον έλεγχο μπορούν να πραγματοποιηθούν και σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.

3.6 Λοιπά Κίνητρα

Παρόλα αυτά υπάρχουν και κάποια κίνητρα, για τα οποία έχουν εκφρασθεί αμφιβολίες (Brealey et al. 2001) για την άμεση σύνδεσή τους με τις Σ&Ε. Το πιο γνωστό από αυτά είναι:

Η επέκταση των δραστηριοτήτων σε νέους τομείς δράσης για τη **μείωση του ρίσκου μέσω της στρατηγικής διαποίκισης** (diversification). Ένα βασικό κίνητρο για τα διοικητικά στελέχη, όταν εφαρμόζουν στρατηγική διαποίκισης, είναι η διείδυση σε πιο κερδοφόρες αγορές, κυρίως επειδή η αγορά στην οποία ήδη δραστηριοποιείται η επιχείρηση έχει εισέλθει στο στάδιο ωριμότητας, είτε επειδή ο ανταγωνισμός εντός της ίδιας αγοράς δεν επιτρέπει την αύξηση των τιμών προκειμένου η επιχείρηση να σημειώσει υπερβάλλοντα κέρδη.

Σύμφωνα με τους Grinblatt και Titman (2002), οι managers των εταιριών με υπερβάλλουσα ρευστότητα δείχνουν μια προτίμηση διοχέτευσης της προς τις εξαγορές. Με αυτό τον τρόπο πιστεύουν ότι μειώνουν το ρίσκο, τη μεταβλητότητα των κερδών και αυξάνουν την αξία της επιχείρησης κάνοντας τη πιο ελκυστική στους επενδυτές και μειώνοντας το κόστος κεφαλαίου. Επιπρόσθετα, αυξάνεται η ευελιξία και η προσαρμοστικότητα της εταιρίας στο πολυτάραχο εξωτερικό περιβάλλον, μειώνεται η πιθανότητα χρεοκοπίας και αυξάνεται η δυσκολία των ανταγωνιστών να αποκτήσουν απόρρητες πληροφορίες. Ωστόσο, υπάρχουν και μελέτες, όπως των Shleifer και Vishny (1990), Lang και Stutz (1994), Lamont και Polk (2002), οι οποίοι συνηγορούν στο ότι οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις που στοχεύουν στη διαποίκιση καταστρέφουν την αξία της επιχείρησης.

Αποκόμιση μη κανονικών κερδών (abnormal returns) από τη χρηματιστηριακή αγορά. Ένα σημαντικό κίνητρο που έχει οδηγήσει στην εξαγορά πολλών επιχειρήσεων, κυρίως στο εξωτερικό. Οι εταιρίες που είναι υποτιμημένες από τη χρηματιστηριακή αγορά (λόγω υποτίμησης περιουσιακών στοιχείων) μπορεί να αποτελέσουν στόχο εξαγοράς από άλλες εταιρίες ή επενδυτές, οι οποίοι αναγνωρίζουν τη λάθος τιμολόγηση. Ο αγοραστής επιδιώκει υπεραξία με την μεταπώληση της εξαγορασμένης εταιρίας, όταν η μετοχή της απεικονίζει την πραγματική της αξία. Για την επίτευξη του σκοπού αυτού θα πρέπει να εφαρμοσθεί μια ολόκληρη στρατηγική και να διασφαλίζονται οι ακόλουθες προϋποθέσεις :

Πρωταρχικά, χρειάζεται η ικανότητα αναγνώρισης υποτιμημένων επιχειρήσεων, η οποία προφανώς δεν είναι έμφυτη, αλλά μπορεί να επιτευχθεί είτε με πρόσβαση σε καλύτερη πληροφόρηση που δεν είναι διαθέσιμη στους υπόλοιπους επενδυτές, είτε με τη χρήση καλύτερων αναλυτικών εργαλείων. Κατά δεύτερο λόγο, θα πρέπει να υπάρχει η πρόσβαση στα κεφάλαια εκείνα, τα οποία οι επενδυτές θα χρειασθούν για την πραγματοποίηση της εξαγοράς. Τρίτον, απαιτείται ικανότητα στην εκτέλεση της εξαγοράς από πλευράς αγοραστή, ώστε το premium που θα δοθεί να είναι ελκυστικό για τους μετόχους του στόχου, και να μην ξεπερνά κάποιο όριο, όπου από εκεί και πέρα δεν θα του προσθέτει αξία. Για παράδειγμα, αν η αξία μιας εταιρίας έχει εκτιμηθεί στα 100 εκ. ευρώ και η τρέχουσα τιμή είναι 75 εκ ευρώ τότε το premium δεν πρέπει να ξεπερνά το 33% της τιμής στην αγορά (Brealey & Myers 2002).

Ένα άλλο κίνητρο εξαγοράς είναι το γνωστό από τη βιβλιογραφία «**the bootstrap game**» ή «**chain letter game**». Πρόκειται ουσιαστικά για εξαγορές χωρίς μακροπρόθεσμο οικονομικό όφελος με κύριο σκοπό την άμεση αύξηση των κερδών ανά μετοχή (Earnings per Share). Ο στόχος της συγχώνευσης είναι να κάνει τους μετόχους σε κάθε επιχείρηση να αυξήσουν τα κέρδη τους. Πολλές φορές, όμως, οι επιχειρήσεις έχουν βραχυπρόθεσμους στόχους που στην ουσία βλάπτουν την συγχωνευθείσα εταιρεία σε μακροπρόθεσμη βάση, επηρεάζοντας αρνητικά τους μετόχους από ότι πριν.

Το παιχνίδι ξεκινά με την αποκτώσα εταιρεία, η οποία έχει συνήθως μια υψηλή τιμή για τα κέρδη. Ο δείκτης P/E, πολλαπλασιαστικής των κερδών της επιχείρησης, είναι ένας ευρέως διαδεδομένος χρηματοοικονομικός δείκτης. Η «χρηστική» αξία του εν λόγω δείκτη, εντοπίζεται στο γεγονός ότι παριστάνει το «premium», το ποσό δηλαδή το οποίο είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο επενδυτής για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, το δυναμικό κίνητρο είναι η μείωση του δείκτη P/E της εξαγοράστριας εταιρίας, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας. Η αποκτών εταιρία αναγνωρίζει μια άλλη εταιρεία με την οποία έχουν στόχο να συγχωνευθούν. Η υπό εξαγορά εταιρεία έχει χαμηλή P / E αναλογία, συνήθως επειδή είναι μια μικρότερη εταιρεία με μικρότερο αριθμό μετοχών. Μετά από μια συναλλαγή συγχώνευσης, η εξαγοράζουσα εταιρεία βιώνει μια αύξηση των κερδών της ανά μετοχή σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, γεγονός που κάνει τους επενδυτές να πιστεύουν ότι η συγχώνευση ήταν μια θετική πράξη. Με την πάροδο του χρόνου, όμως, η εξαγοράζουσα εταιρεία βιώνει μια βραδύτερη ανάπτυξη των κερδών ανά μετοχή, δεδομένου ότι ο συνολικός αριθμός των μετοχών έχει αυξηθεί. Αυτό μειώνει, «αραιώνει» θα λέγαμε, τα κέρδη ανά μετοχή, η οποία επηρεάζει αρνητικά την αξία της μετοχής που κατέχει κάθε επενδυτή στην εταιρεία. (S.C. Myers, 1976).

Επιτυγχάνεται **αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης** σε επίπεδο τόσο του κλάδου, όσο και της αγοράς, ενώ ταυτόχρονα η επιχείρηση αυξάνει τη διαπραγματευτική της ικανότητα σε επίπεδο προμηθειών ενδιαμέσων υποπροϊόντων. Με αυτό τον τρόπο, η επιχείρηση επιτυγχάνει τη μείωση του λειτουργικού της κόστους με παράλληλη αύξηση των περιθωρίων κέρδους της. Αντίστοιχα, οι οικονομίες φάσματος επιτρέπουν στην επιχείρηση να κινηθεί στην παραγωγή νέων προϊόντων και σε νέους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, η επιχείρηση επεκτείνει το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της, καλύπτοντας ολοένα και μεγαλύτερο φάσμα των καταναλωτικών αναγκών μιας οικονομίας, ενώ ταυτόχρονα επεκτείνεται σε νέες αγορές αυξάνοντας έτσι το ρυθμό ανάπτυξής της και μειώνοντας την εξάρτησή της από συγκεκριμένες αγορές και προμηθευτές.

Μακροχρόνια ενδυνάμωση της επιχείρησης, μέσω της μειωμένης έντασης του ανταγωνισμού που αναπτύσσεται σε έναν κλάδο. Σε μια αγορά ολιγοπωλιακής διάρθρωσης δύο σημαντικοί “παίκτες” έχουν συμφέρον να ενώσουν τις δυνάμεις τους, παρά να αναλωθούν σε έναν πόλεμο μεταξύ τους, ο οποίος πιθανόν να μην οδηγήσει σε κάποιο τελικό νικητή, μέσω της μείωσης των τιμών των τελικών προϊόντων.

Δημιουργούνται μεγάλοι πολυσχιδείς επιχειρηματικοί όμιλοι, οι οποίοι είναι ικανοί να ανταποκριθούν σε νέες μελλοντικές E & Σ. Με αυτόν τον τρόπο, οι επιχειρήσεις ανταποκρίνονται στις συνεχώς αυξανόμενες συνθήκες ανταγωνισμού,

ενώ παράλληλα είναι σε θέση να διαχειριστούν καταστάσεις ανεπιθύμητων προτάσεων συνεργασίας και τυχόν επιθετικής εξαγοράς από άλλη επιχείρηση ανταγωνιστή. Με τον τρόπο αυτό, η επιχείρηση ουσιαστικά επιτυγχάνει τη μείωση της μεταβλητότητας του κινδύνου σε μια αθέλητη εξαγορά.

Δυνατότητες μεγαλύτερου ρυθμού ανάπτυξης, οι οποίες δημιουργούνται σε πολλές περιπτώσεις μέσω των E & Σ για την επιχείρηση, συνήθως μέσω της τεχνολογία και τεχνογνωσίας που μπορεί να έχει η άλλη επιχείρηση.

Τέλος, τα κίνητρα για την πραγμάτωση Εξαγορών & Συγχωνεύσεων μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία επίπεδα. Το πρώτο είναι το βραχυπρόθεσμο, το δεύτερο είναι το μεσοπρόθεσμο και το τρίτο είναι το μακροπρόθεσμο επίπεδο που ομαδοποιούνται επιγραμματικά στον παρακάτω πίνακα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1 ΚΑΤΑΤΜΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΧΡΟΝΙΚΟΥ ΟΡΙΖΟΝΤΑ		
Βραχυπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργιες	Μεσοπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργιες	Μακροπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργιες
Επιδράσεις στα Κέρδη ανά Μετοχή	Αυξημένη Ικανότητα Δανεισμού	Οικονομίες Κλίμακας
Επιδράσεις στο δείκτη P/E	Βελτίωση Κεφαλαιακών Πόρων	Αύξηση των Ρυθμών Ανάπτυξης της Επιχείρησης
Βελτίωση Ρευστότητας	Μείωση του Δανεισμού και των Εξόδων	Μείωση του Ανταγωνισμού
Φορολογικές Επιδράσεις	Διατήρηση Κερδοφορίας	Απόκτηση Τεχνολογικής & Επιχειρηματικής Γνώσης
		Μείωση του Ρίσκου και της Αβεβαιότητας
		Αύξηση Παραγωγής ή Μεριδίου Αγορά

3.7 Αντικίνητρα ή Λόγοι Αποτυχίας

Πέρα από τα μεγάλα κίνητρα που εμφανίζονται κατά καιρούς, θα πρέπει να αναφερθούν και τα **αντικίνητρα** ή οι λόγοι αποτυχίας των E & Σ. Οι σημαντικότεροι λόγοι που δημιουργούν αποτυχίες στις Εξαγορές & Συγχωνεύσεις είναι οι παρακάτω:

Προσωπικοί λόγοι των διευθυντικών στελεχών για την εξαγορά και πιθανόν λόγοι προβολής και ιδίων συμφερόντων, καθώς μετά τη Σ & Ε πιθανόν να κινδυνεύει η θέση που κατείχαν ή φοβούμενοι ότι κινδυνεύει η θέση τους από τα στελέχη της άλλης εταιρίας, ή από το διοικητικό προσωπικό που θα επιλεγθεί τελικά .

Σε πολλές περιπτώσεις E & Σ έχει παρατηρηθεί έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής, η οποία να βασίζεται σε ρεαλιστικά στοιχεία. Μια ιδέα συγχωνεύσεως ή εξαγοράς για κάποια στελέχη μπορεί να μην είναι επιθυμητή καθώς κρίνουν πως δεν είναι απαραίτητη κίνηση ή είναι δύσκολο και χρονοβόρο να βρουν την κατάλληλη υποψήφια εταιρία. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν τα στελέχη που μπορεί να τα ενθουσιάσει με αποτέλεσμα να παραβλέπουν κάποια στοιχεία που είναι πλασματικά και να οδηγηθούν σε λανθασμένα μονοπάτια.

Μη ρεαλιστικές προσδοκίες. Έχουν αναπτυχθεί πολλές θεωρίες σχετικά με τον τρόπο που θα πρέπει να υπολογίζονται οι πιθανές συνέργιες. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι υπερβολικές προσδοκίες δημιουργούν λανθασμένη εικόνα στην αγορά σχετικά με τις ικανότητες / δυνατότητες του νέου σχήματος και τελικά οδηγούν στην αποτυχία ανάπτυξης των αρχικών του δεσμεύσεων.

Υπερβολικό κόστος εξαγοράς. Σύνηθες φαινόμενο αποτελεί η «σύγκρουση» μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης μιας E & Σ. Αποτέλεσμα αυτών πολλές φορές είναι η λανθασμένη αποτίμηση των εταιριών, συνήθως προς τα πάνω. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ως καλύτερη μέθοδο τη μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας⁵ (Net Present Value). Επίσης σε πολλές περιπτώσεις έχουν παρατηρηθεί Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, οι οποίες στηρίζονται είτε στην Εσωτερική Αξία (Book Value), δηλαδή στη θεωρία ότι η αγοραία τιμή ενός στοιχείου τείνει να μετακινείται προς την «πραγματική αξία» ή την «εσωτερική αξία», είτε στη Χρηματιστηριακή Αξία⁶ - Τρέχουσα Αξία (Market Capitalization).

Σε μεσοπρόθεσμο διάστημα παρατηρούνται **συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες**. Πολλές φορές πάνω στον ενθουσιασμό τους οι εταιρίες, δεν εντοπίζουν τις τυχόν εταιρικές διαφορές τους ως προς την κουλτούρα που έχουν δημιουργήσει ή το παραβλέπουν θεωρώντας πως είναι εύκολο να αντιμετωπιστούν μελλοντικά. Οι διαφορές, όμως, αυτές δεν επιτρέπουν στην ενοποιημένη επιχείρηση, πλέον, να αναπτύξει εκείνα τα πλεονεκτήματα που θεωρητικά διαθέτει.

Αποτυχία γρήγορης συνένωσης. Κατά τη διάρκεια της E & Σ, θα σχηματιστούν δυσκολίες, για παράδειγμα γραφειοκρατίας ή πιο ουσιαστικές, στο εσωτερικό των εταιριών, οι οποίες πρέπει να αντιμετωπιστούν γρήγορα και αποτελεσματικά από

⁵ Για να εφαρμόσουμε τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας, βρίσκουμε την παρούσα αξία των αναμενόμενων καθαρών εισροών μετρητών μιας επενδύσεως, προεξοφλημένη με το κόστος κεφαλαίου, και αφαιρούμε από αυτήν (παρούσα αξία) την αρχική δαπάνη της επενδύσεως.

Αν η καθαρή παρούσα αξία είναι θετική, η επένδυση πρέπει να γίνει αποδεκτή, ενώ αν είναι αρνητική η επένδυση πρέπει να απορριφθεί. Σε περίπτωση αμοιβαία αποκλειόμενων επενδύσεων, επιλέγεται εκείνη με την υψηλότερη καθαρή παρούσα αξία.

Η εξίσωση για την καθαρή παρούσα αξία είναι :

$$Κ.Π.Α. = \left[\frac{R_1}{(1+K)} + \frac{R_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{R_N}{(1+K)^N} \right] - C$$

Οπου R_1, R_2, \dots, R_N είναι οι καθαρές εισροές μετρητών για τα αντίστοιχα χρόνια, K είναι το κόστος κεφαλαίου C είναι η αρχική δαπάνη της επενδύσεως και N η αναμενόμενη ζωής της.

⁶ Η χρηματιστηριακή αξία μια εταιρείας (ή αλλιώς κεφαλαιοποίηση) υπολογίζεται ως το γινόμενο του συνολικού αριθμού των μετοχών μιας εταιρείας επί της τρέχουσας χρηματιστηριακής της τιμής. Αντιπροσωπεύει το συνολικό τίμημα που θα πλήρωνε κάποιος αν αγόραζε το σύνολο των μετοχών μιας εταιρείας στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή

τους υπευθύνους. Η μη έγκαιρη αντιμετώπιση αυτών των δυσκολιών οδηγεί σε αρνητικά αποτελέσματα που ενδέχεται να αναστείλει ακόμη και τα αρχικά σχέδια συγχώνευσης. Όπως, για παράδειγμα, συνέβη και με την περίπτωση των τραπεζών Alpha Bank και Eurobank, όπου τα σχέδια τους για επικείμενη συγχώνευση διακόπηκαν από την Επιτροπή Ανταγωνισμού.

Αντικρουόμενα συμφέροντα και εσωτερικός ανταγωνισμός. Τα στελέχη των εταιριών καθώς και το εργατικό δυναμικό στην προοπτική μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς αισθάνονται να απειλούνται, με αποτέλεσμα να αυξάνεται ο ανταγωνισμός εσωτερικά της εταιρίας για το ποιος θα παραμείνει στη θέση του ή θα διαδραματίσει πιο σημαντικό ρόλο στην ολοκλήρωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, όπως είναι το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζεται από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις, όπως και οι παράγοντες που αφορούν μεταβλητές τις οποίες η επιχείρηση δεν μπορεί να ελέγξει, μπορεί να οδηγήσουν εξίσου σε συγκρουόμενα συμφέροντα, τα οποία πολλές φορές είναι δύσκολο να αντιμετωπιστούν στην πράξη.

Η οικονομική συγκυρία που επικρατεί. Μία Ε & Σ μπορεί να μην γίνει ποτέ, ή και αν γίνει μπορεί να μην επιτύχει τους στόχους της, ως αποτέλεσμα αποκλειστικά εξω-επιχειρησιακής κατάστασης και των μακρο-οικονομικών συνθηκών. Επομένως, οι εταιρίες που επιθυμούν να επενδύσουν σε μια εξαγορά ή συγχώνευση οφείλουν να ερευνήσουν και να αναλύσουν όλες τις παραμέτρους, εσωτερικές και εξωτερικές των επιχειρήσεων. Το εξωτερικό περιβάλλον των εταιριών, σύμφωνα και με τον M. Porter, διαδραματίζει εξίσου σημαντικό ρόλο στην εξελικτική πορεία μιας εταιρίας, όπως η χώρα στην οποία βρίσκονται οι εταιρίες, η οικονομική τους κατάσταση, ο πολιτισμός, το δημογραφικό και πολιτιστικό επίπεδο. Η οικονομική συγκυρία, όπως η οικονομική ύφεση που διανύουμε, αποτελεί άλλοτε ευκαιρία για συνένωση εταιριών και άλλοτε για απόσχιση, το οποίο αν ερευνηθεί σωστά θα ενισχύσει την επίδοση των εταιριών.

Κλείνοντας το θέμα των αντικινήτρων πρέπει να αναφερθεί ότι η ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι μια δύσκολη φάση με καθοριστικότερη παράμετρο τις αντιδράσεις και τη γενικότερη στάση των εργαζομένων. Πολλές φορές **η στάση των εργαζομένων και των συνδικάτων τους** προκαλεί τριβές και αναταραχές που μπορούν να φθάσουν ως τη ματαίωση της Σ & Ε. Οι κύριοι φόβοι τους είναι οι ακόλουθοι :

- Φόβος για απώλεια εργασίας ή μισθολογική και βαθμολογική υποβάθμιση με συνέπεια να χάσουν μέρος της αναγνωσιμότητας τους.
- Φόβος μετάθεσης σε άλλο τμήμα ή γεωγραφικό διαμέρισμα με συνέπεια απώλεια επιρροών και εξουσίας.
- Φόβος για τις νέες συνθήκες εργασίας, αν θα υπάρχουν εντατικότεροι ρυθμοί εργασίας με λιγότερη αυτονομία και περισσότερη εποπτεία
- Φόβος λήψης και εκτέλεσης νέων καθηκόντων που ίσως αδυνατούν να μάθουν και ενδεχομένως δεν τους ενδιαφέρουν καθόλου.

3.8 Πλεονεκτήματα, Μειονεκτήματα & Κίνδυνοι

3.8.1 Πλεονεκτήματα

Τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι πολλαπλά και μπορούν να συνοψισθούν στα εξής:

Μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών (shareholder value). Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές προσδίδουν μία δυναμική στο νέο όμιλο που δημιουργείται. Αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών, καθώς θεωρείται μια θετική επενδυτική κίνηση και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής του. Αυτή η άνοδος είναι ακόμα μεγαλύτερη εάν ακολουθήσει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Η άνοδος, όμως, της τιμής είναι βραχυπρόθεσμη, καθώς και οι προσδοκίες δεν παραμένουν μακροπρόθεσμα, αλλά θα πρέπει ο όμιλος να αποδείξει την «αξία» του με τη θετική πορεία του. Σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδο της μετοχής θα παρατηρηθεί εάν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του στα επόμενα χρόνια.

Αντιμετώπιση του οξυνόμενου ανταγωνισμού, εγχώριου ή και διεθνούς. Για την επίτευξη αυτού του πλεονεκτήματος απαραίτητη προϋπόθεση είναι ο όμιλος να προσφέρει νέα προϊόντα ή υπηρεσίες στην ήδη υπάρχουσα αγορά που δραστηριοποιείται. Επιπρόσθετα, τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες να είναι διαφοροποιημένα, υψηλής ποιότητας και σε ελκυστικές τιμές, ώστε να είναι σε θέση να ανταγωνιστούν αυτά των άλλων εταιριών. Για να συμβούν, όμως, τα παραπάνω προϋποθέτουν επιπλέον βελτίωση στη διαχείριση πόρων και κόστους, όπως τη μείωση του κόστους λειτουργίας, παραγωγής και των δαπανών μισθοδοσίας του προσωπικού.

Δημιουργία οικονομιών κλίμακας στην παραγωγή και διάθεση προϊόντων και υπηρεσιών. Η τεχνολογική πρόοδος και η ανάγκη για όλο και πιο βελτιωμένα, υψηλής ποιότητας προϊόντα και υπηρεσίες οδηγεί στη δημιουργία εταιριών μεγάλου μεγέθους μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς η κάθε εταιρία ξεχωριστά δεν είναι σε θέση να ανταπεξέλθει. Η εισαγωγή νέας τεχνολογίας είναι στις περισσότερες περιπτώσεις δαπανηρή και συμφέρουσα μόνο σε μεγάλους ομίλους. Για αυτό το λόγο και «επιβάλλεται» η δημιουργία οικονομιών κλίμακας για να αντιμετωπιστούν κυρίως η παραγωγή και η διάθεση των προϊόντων και υπηρεσιών.

Η εξοικονόμηση κόστους, μέσω οικονομιών κλίμακας, μάθησης και φάσματος, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, μπορεί να ανέλθει σε περιπτώσεις όπου οι αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται οι συγχωνευμένες εταιρίες είναι παρεμφερείς, μέχρι και 25%. Η μείωση των λειτουργικών εξόδων, εξόδων παραγωγής, μεταφορικών εξόδων και εξόδων συναλλαγής, είτε ακόμη και η περισσότερο αποδοτική χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων και πόρων που διαθέτει η νέα εταιρία μέσω της γνώσης που αποκτά από τη συνένωση των εταιριών, οδηγεί σε σημαντικά οφέλη για την κερδοφόρα λειτουργία του ομίλου.

Καλύτερη κατανομή των περιουσιακών στοιχείων. Ο νέος όμιλος θα πρέπει να διαχειριστεί τα περιουσιακά στοιχεία των συμμετεχόντων εταιριών αξιολογώντας σε ποιο ποσοστό και με ποιο χρονικό ορίζοντα θα αξιοποιηθούν ή θα πωληθούν. Το χαρτοφυλάκιο των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να κατανεμηθεί επίσης ανά τομέα

και σύμφωνα με γεωγραφικά κριτήρια. Η διαφοροποίηση θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τον κίνδυνο και την προσδοκώμενη απόδοση, εξισορροπώντας κατάλληλα της κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων των διαφόρων συσχετισμών, προκειμένου να μεγιστοποιηθούν οι αποδόσεις και να ελαχιστοποιηθούν οι κίνδυνοι.

Η απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης. Καθώς οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις συμβάλλουν στην μεγέθυνση του μεριδίου αγοράς που δραστηριοποιείται ο νέος όμιλος, αντιμετωπίζουν τον οξυνόμενο εγχώριο και διεθνή ανταγωνισμό. Η δύναμη αυτή δίνει στην επιχείρηση τη δυνατότητα να ελέγχει και να θέτει τις τιμές που επιθυμεί στην αγορά μέσω της τιμολογιακής δύναμης που αποκτά, αυξάνοντας τα κέρδη των εταιριών.

Ισχυροποίηση του ονόματος της εταιρίας (Brand name). Η δημοσιότητα είναι ένα σημαντικό πλεονέκτημα που απολαμβάνουν οι εταιρίες πριν και μετά την απόφαση της εξαγοράς ή της συγχώνευσης. Μία συγχώνευση συμβάλει στην αύξηση της φήμης της επιχείρησης, η οποία συνεπάγεται με τη σειρά της πολλαπλά οφέλη σε πολλούς τομείς και ειδικότερα στις πωλήσεις και στις οικονομικές συναλλαγές της, αλλά και γενικότερα στην αξιοπιστία της και στην πορεία της μετοχής της. Η νέα εταιρία οφείλει να εκμεταλλευτεί αυτή τη φήμη στο έπακρο, αλλά δεν πρέπει να εφησυχαστεί σε αυτή την προσωρινή φήμη, η οποία θα κοπάσει λίγο μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

Χρηματοοικονομικά και φορολογικά οφέλη κυρίως μέσα από τη διασπορά των κερδών και τη μείωση των διακυμάνσεων. Αυτά τα οφέλη μπορεί να είναι από ελαφρύνσεις και απαλλαγές που ορίζει ο εκάστοτε νόμος, όπως στην περίπτωση της αξιοποίησης των κερδών μέσω της επανεπένδυσης των υπερκανονικών κεφαλαιακών διαθεσίμων, είτε μέσω της εμφάνισης μειωμένων κερδών από την εξαγορά / συγχώνευση με ζημιογόνες εταιρίες.

Βελτίωση ποιότητας προϊόντων, η οποία επιτυγχάνεται μέσω της απόκτηση νέας τεχνολογίας, συνήθως μέσω της εξαγοράζουσας εταιρίας, καθώς η εξαγοραζόμενη δεν θα ήταν σε θέση να την αποκτήσει χωρίς βοήθεια.

Διοικητικά οφέλη, βελτιωμένη χρήση πληροφοριών και τεχνογνωσίας και η μείωση του χρόνου επίτευξης των στόχων. Τόσο οι εσωτερικές αναδιαρθρώσεις που απαιτούνται για την παραγωγή ενός νέου προϊόντος, όσο και η είσοδος σε μια νέα αγορά, αποτελούν ιδιαίτερα χρονοβόρες και επίπονες διαδικασίες. Ειδικότερα αν αυτή βρίσκεται σε μια απομακρυσμένη περιοχή. Η επιμήκυνση του χρόνου στις διαδικασίες αυτές προέρχεται κυρίως από το γεγονός ότι η επιχείρηση στηρίζεται αποκλειστικά στις δικές της δυνάμεις. Μια εξαγορά μπορεί να επιταχύνει τους επιδιωκόμενους στόχους, αφού ο αγοραστής με αυτή τη στρατηγική κίνηση μπορεί πολύ γρήγορα να αποκτήσει μια εξειδικευμένη τεχνογνωσία (know how), ένα σύγχρονο τμήμα ανάπτυξης νέων προϊόντων ή μια ολόκληρη πελατεία, ενσωματώνοντας στον όμιλό του μια άλλη ανεξάρτητη ως εκείνη τη στιγμή επιχειρηματική μονάδα, χρησιμοποιώντας τα ισχυρά σημεία των δύο εταιριών. Οι λεγόμενες οικονομίες φάσματος (economies of scope) εμφανίζονται όταν το κόστος παραγωγής αρκετών προϊόντων μαζί σε μία μόνο επιχείρηση, είναι μικρότερο από το κόστος παραγωγής των προϊόντων ξεχωριστά σε εξειδικευμένες επιχειρήσεις (Berger 1999). Επομένως, ένα βασικό πλεονέκτημά που προσφέρουν οι Σ & Ε είναι και ο χρόνος (Chambers 2001).

3.8.2 Μειονεκτήματα

Διαχρονικά οι περισσότερες ακαδημαϊκές έρευνες έδειξαν ότι μόνο το 15% περίπου των συγχωνεύσεων/εξαγορών ήταν επιτυχημένες ενώ ποσοστό μεγαλύτερο του 60% αποτυχημένες. Επομένως, ήταν αναμενόμενο στη διεθνή βιβλιογραφία να συναντούμε και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων, καθώς τα πραγματικά οικονομικά αποτελέσματα πολλές φορές δεν είναι τα αναμενόμενα. Το γεγονός αυτό μπορεί να οφείλεται σε λανθασμένη πληροφόρηση, όπως οι υπεραισιόδοξες προβλέψεις, που οδηγούν σε λανθασμένη απόφαση εξαγοράς. Επιγραμματικά, τα κυριότερα **μειονεκτήματα** είναι τα ακόλουθα:

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

Οι περικοπές κόστους που επιτυγχάνονται με τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος και τις συνέργιες είναι εφάπαξ περικοπές.

Σύμφωνα με τον Roll (1986) κατά τις συγχωνεύσεις κα εξαγορές μπορεί να εμφανιστεί το φαινόμενο “Managerial hubris”, κατά το οποίο οι διοικητές και managers υπερεκτιμούν τις ικανότητες τους, λόγω της φιλοδοξίας τους.

Το διοικητικό και διαχειριστικό κόστος που συνεπάγονται οι συγχωνεύσεις είναι υψηλό. Απαιτείται χρόνος και χρηματικό κόστος και από τις δύο πλευρές για να ξεκαθαρίσουν τι τελικά είναι αναγκαίο και χρήσιμο να παραμείνει στη νέα συγχωνευμένη εταιρία. Τι θα παραμείνει σε περιουσιακό επίπεδο, κτίρια, γραφεία, αλλά και σε ανθρώπινο παράγοντα, από τον πιο χαμηλόβαθμο υπάλληλο μέχρι τον πιο υψηλόβαθμο. Θα μπορούσε, όμως, να υποστηριχθεί ότι πρόκειται για εφάπαξ δαπάνη που συμψηφίζονται με τις περικοπές κόστους λόγω συνεργιών.

Προκύπτουν μεγάλες δυσκολίες προσαρμογής όπως η ενοποίηση της διαφορετικής φιλοσοφίας δράσης των επιχειρήσεων, των διαφορετικών μισθολογίων, επιδομάτων και παροχών και του διαφόρου τρόπου ανέλιξης. Πολλοί ερευνητές υποστηρίζουν πως οι αγεφύρωτες διαφορές οδηγούν σε χαμηλές επιδόσεις και υπάρχουν αρκετά παραδείγματα κατά τα οποία μπορεί να οδηγήσουν και σε αποτυχία.

Το κοινωνικό κόστος είναι υψηλό αφού στο 80% των συγχωνεύσεων και εξαγορών υπήρξε μείωση της απασχόλησης με απολύσεις προσωπικού, καθώς πλέον δημιουργείται μόνο μία θέση στη νέα εταιρία που θα πρέπει να καλυφθεί από δύο ή και περισσότερα άτομα. Η υποβάθμιση του ανθρώπινου παράγοντα οδηγεί σε αντιδράσεις του κοινωνικού συνόλου και ειδικότερα των συνδικάτων που παρακολουθούν με ανησυχία να πλήττονται τα εργασιακά κεκτημένα.

Τα προβλήματα της γλωσσικής ετερογένειας, των διαφορών κουλτούρας και των μικρών διαφορών στους εποπτικούς κανόνες μειώνουν τα οφέλη. Απαιτείται προσπάθεια και από τις δύο πλευρές, όταν πρόκειται για διεθνή εξαγορά ή συγχώνευση, για να συμψηφίσουν τη διαφορετική κουλτούρα και νοοτροπία που

υπάρχει και λόγω της χώρας στην οποία εδρεύουν, αλλά και λόγω της εταιρικής κουλτούρας που έχει δημιουργήσει η εταιρία.

3.8.3 Κίνδυνοι

Στη διεθνή βιβλιογραφία συναντούμε και παράθεση πολλών **κινδύνων** :

Οι κίνδυνοι πριν την εξαγορά, συνδέονται κυρίως με την τιμολόγηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η αξία της εξαγοράς θα πρέπει να αντισταθμίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων εσόδων που θα προκύψουν. Στην περίπτωση της συγχωνεύσεως δύο πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην ίδια χώρα με την ίδια περίπου γραμμή παραγωγής, οι στρατηγικοί κίνδυνοι πρέπει λογικά να είναι γνωστοί και συνεπώς να διαχειρίζονται εύκολα από την διοίκηση.

Στην περίοδο μετά την συγχώνευση ο μεγαλύτερος κίνδυνος είναι ο λειτουργικός, που προκύπτει από την ενσωμάτωση του προσωπικού στη νέα εταιρία, την ενοποίηση των συστημάτων πληροφορικής και διαχειρίσεως κινδύνων, τον επανασχεδιασμό ή επέκταση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, την καθημερινή παρακολούθηση των λογιστικών συστημάτων και την επαφή με την πελατεία.

Επίσης, η δημιουργία μεγάλων και πολύπλοκων χρηματοοικονομικών ομίλων και οι αλληλεξαρτήσεις αυτών, όπως μετριέται από τη συσχέτιση των αποδόσεων των μετοχών τους, έχουν οδηγήσει σε αύξηση του συστηματικού ρίσκου στο χρηματοοικονομικό σύστημα, παρά το γεγονός ότι υπάρχουν και ευκαιρίες.

Βιβλιογραφία 3^ο Κεφαλαίου

Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα

Damodaran (2005), “*The value of synergy*”,
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>. σελ 2-7

Seth, A., Song, K. and Petit, R. (2000), “*Synergy, Managerialism or Hubris? An examination of motives for foreign acquisitions of US firms*”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, pp. 387-98.

Baker, R.D. and R. J. Limmack (2002), “*UK takeovers and acquiring company wealth changes: the impact of survivorship and other potential selection biases on post outcome performance*”, University of Stirling Working Paper, May 2002.

Berkovitch E. & Narayanan M.P.(1993). “*Motives for takeovers: An empirical investigation*”.

Brealey, Richard A., and Myers, Stewart, “*Principles of Corporate Finance*”, Seventh Edition, New York, McGraw-Hill, 2002.

The discussion of the bootstrap game follows **S.C. Myers**, “*A Framework for Evaluating Mergers*”, in S.C. Myers, ed, *Modern Developments in Financial Management* (N.Y. Frederick A. Praeger, Inc, 1976)

Weston J. Fred, Chung S. Kwang and Hoag E. Susan, 1990, “*Mergers Restructuring and Corporate Control*”, Prentice Hall, USA

Ghosh A. (2001), “*Does operating performance really improve following corporate acquisitions?*”

Αρθρογραφία

Grosan T. A. Rachel, Gomes Armando, McGinn L. Kathleen and Markus Noth, 2004, “*Mergers and Aquisitions: An Experimental Analysis of Synergies, Externalities and Dynamics*”, *Review of Finance* 8, pp. 481-514

Mueller C. Dennis and Sirower L. Mark, May 2003, “*The cause of mergers: Tests based on the Gains to Acquiring Firms, Shareholders and the Size of Premia*”, *Managerial and Decision Economics*, vol. 24, pp. 373-391

Mukherjee K. Tarym, Kiyamaz Halil and Baker H. Kent, 2004, “*Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs*”, *Journal of Applied Finance*, pp. 7-24

Mulherin J. Harold and Aurora L. Boone, 2000, “*Comparing Acquisitions and Divestitures*”. *Journal of Corporate Finance*, vol. 6 (No 2, July), pp. 117-139

Tehrani Hassan, Nickolaos G. Travlos and James F. Waegelein, 1987, “*The Effect of long term Performance Plans on Corporate Sell-of-Induced Abnormal Returns*”, *Journal of Finance*, vol. 42 (No 4), pp. 943-963

Tichy Gunther, 2001, “*What Do We Know about Success and Failure of Mergers?*”, *Journal of Industry, Competition and Trade*, 1:4, pp. 431-440

Villalonga Belen, 2004, “*Diversification Discount of Premium? New Evidence from the Business Tracking Series*”, *Journal of Finance*, vol. 59 (No 2 April), pp. 479-506

Κεφάλαιο 4 : ΑΠΟΤΥΧΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

4.1 Εισαγωγή

Η επιτυχία ή η αποτυχία των Σ & Ε μπορεί συχνά να συνδέεται με την εφαρμογή στρατηγικών, πριν και μετά τη συγχώνευση μεταξύ εταιριών. Κατά την περίοδο πριν από τη συγχώνευση ή το «φλερτ» με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση, προσοχή πρέπει να δοθεί στα κρίσιμα σημεία, όπως η αξιολόγηση του εμπορικού ισοζυγίου μεταξύ της τιμής που καταβάλλεται, στα αντίστοιχα δυνατά και αδύνατα σημεία, το παραγωγικό και λειτουργικό μείγμα, τη γεωγραφική κάλυψη, την ποιότητα που απέκτησε η ομάδα διαχείρισης, τις μελλοντικές επενδυτικές ανάγκες και δυνατότητες ανάπτυξης.

Στην περίπτωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων πρέπει να ληφθούν υπόψη, τα τεχνικά προβλήματα, όπως οι διαφορές στις συνθήκες της αγοράς, τη φορολογία και τα λογιστικά συστήματα, τα ενδιαφερόμενα μέρη και τις προσδοκίες των μετόχων, καθώς και τις πολιτισμικές διαφορές. Όλα αυτά γίνονται ιδιαίτερα περίπλοκα με τις ανθρώπινες πτυχές, που είναι ίσως πιο λεπτό και δύσκολο να διαχειριστούν.

Πράγματι, οι συμφωνίες μπορεί να αποτύχουν εξαιτίας της πολύ σύντομης περιόδου «φλερτ» μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιριών, επειδή οι επιχειρήσεις αδυνατούν να γνωρίσουν η μία την άλλη αρκετά καλά πριν από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης (Μοροζίνι και Radler, 1999).

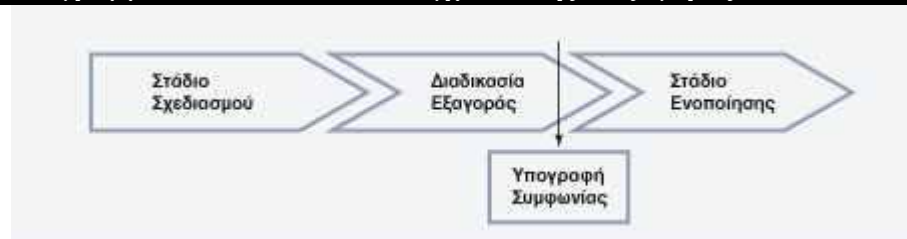
Έρευνες δείχνουν ότι η μετά τη συγχώνευση φάση αποδεικνύεται γενικά να είναι η πιο δύσκολη περίοδος, κυρίως επειδή επικεντρώνεται σε εφαρμογή της στρατηγικής και επιχειρησιακής πολιτικής, που περιλαμβάνει τις οργανωτικές, πολιτιστικές, το προσωπικό και τα θέματα διαδικασίας, καθώς οι εταιρείες προσπαθούν να συνδυάσουν την επίτευξη επιθυμητών στόχων (Van de Vliet, 1997).

Υπάρχουν τρία σαφή στάδια διαδικασίας μετά την ολοκλήρωση της Σ & Ε που χρειάζονται ταχεία εφαρμογή για να είναι αποτελεσματική η συνέργια (Testa και Μοροζίνι, 2001). Σύμφωνα με το διάγραμμα 4.1 τα στάδια είναι, το στάδιο του σχεδιασμού, η διαδικασία της εξαγοράς και τέλος το στάδιο της ενοποίησης, ώστε ο όμιλος ως ένα πλέον να συνεχίσει την πορεία του στην οικονομική αγορά. Λίγο πριν την ολοκλήρωση της δεύτερης φάσης υπογράφεται και η συμφωνία για την εξαγορά ή τη συγχώνευση.

Πιο αναλυτικά, στους τρεις πρώτους μήνες, πρέπει να συντάσσονται τα σχέδια για την ένταξη και να αποφασιστεί η διοικητική δομή εξουσίας. Δεύτερον, οι αποφάσεις που ελήφθησαν σε αυτήν την αρχική περίοδο θα πρέπει να πραγματοποιηθούν γρήγορα. Τρίτον, τους επόμενους 12 μήνες όλα τα μέτρα που αφορούν τον εξορθολογισμό των λειτουργιών και των διαδικασιών της αγοράς θα πρέπει να πραγματοποιηθούν. Όλη αυτή η διαδικασία θα πρέπει να μην υπερβαίνει τους 18 μήνες έως δύο χρόνια το μέγιστο, ξεκινώντας με βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες λύσεις. Αυτά μπορεί να περιλαμβάνουν τον εξορθολογισμό των εγκαταστάσεων παραγωγής και εργασίας, την επαναφορά και επανατοποθέτηση στην

αγορά, την εκποίηση περιουσιακών στοιχείων και την ανάπτυξη νέων προϊόντων (Slatter, 1994).

Διάγραμμα 4.1: Διαδικασία Συγχώνευσης / Εξαγοράς



Οι Σ & Ε, όταν δεν πρόκειται για εχθρικές συγχωνεύσεις ή εξαγορές, ξεκινάνε με τις καλύτερες των πεποιθήσεων. Συχνά, όμως, οδηγούνται στην αποτυχία και μάλιστα σχετικές μελέτες αναφέρουν ότι τα ποσοστά αποτυχίας αγγίζουν το 75%.

Σύμφωνα με έρευνα της αμερικανικής συμβουλευτικής εταιρείας Boston Consulting Group (BCG), στην οποία συμμετείχαν διευθύνοντες σύμβουλοι επιχειρήσεων, προέκυψε το συμπέρασμα ότι οι σημαντικότεροι λόγοι για την αποτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι οι παρακάτω:

1. Χαμηλή απόδοση στη διαδικασία ενοποίησης και στη μετά-συγχωνευτική διαχείριση.
2. Λάθος στην επιλογή της εξαγοραζόμενης εταιρείας.
3. Υπερτιμημένη εξαγορά.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία υπάρχουν και άλλοι λόγοι που συνδέονται με τους παραπάνω της έρευνας είτε ως κύριοι είτε ως δευτερεύοντες. Στη συνέχεια, αναλύονται οι βασικοί λόγοι που οδηγούν μια Σ & Ε σε αποτυχία.

4.1.1 Ανεπαρκής Αξιολόγηση

Όταν μια επιχείρηση εξετάζει μια Σ & Ε συνήθως εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης στόχου. Συχνά, όμως η διαδικασία αποδεικνύεται ανεπαρκής, αφού μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων, μετά την Σ & Ε, ανακαλύπτει ότι υπερεκτίμησε τα οφέλη που θα αποκόμιζε ή υποεκτίμησε τα κόστη που θα απέρρεαν.

Ένας από τους βασικότερους λόγους για τον οποίο μια επιχείρηση αποφασίζει να εφαρμόσει στρατηγική ανάπτυξης μέσω Σ & Ε είναι η πιθανότητα να επιτευχθεί ένα ή περισσότερα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα. Για να πραγματοποιηθεί αυτό, όπως αναφέραμε και στο τρίτο κεφάλαιο, η επιχείρηση πρέπει να εξασφαλίσει την ύπαρξη συνέργιας. Η συνέργια αφορά την επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερης από αυτή που θα είχαν οι δύο επιχειρήσεις, αν λειτουργούσαν ξεχωριστά.

Ωστόσο, η εκτίμηση των ωφελειών μιας Σ & Ε μπορεί να αποδειχθεί λανθασμένη. Η προβλεπόμενη αύξηση των εσόδων φαίνεται να παρουσιάζει τρομακτική δυσκολία στον υπολογισμό, καθώς αποτελεί ούτως ή άλλως μια επίπονη και χρονοβόρα διαδικασία. Την δυσκολία τείνουν να εντείνουν πολλές φορές η ανεπαρκής

πληροφόρηση ή και η παραπληροφόρηση. Ενώ, επιπρόσθετα, εξαρτάται από εξωτερικές παραμέτρους, που συχνά δεν μπορούν να προβλεφθούν από τη διοίκηση της εταιρίας-αγοραστή και είναι πέραν του ελέγχου τους. Όπως για παράδειγμα, η πελατεία της εξαγορασθείσας εταιρείας μπορεί να αντιδρά διαφορετικά σε διαφορετικές τιμές και χαρακτηριστικά προϊόντων σε σχέση με την πελατεία της εξαγοράζουσας εταιρίας.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχει ο κίνδυνος μία Σ ή Ε να γίνεται αποκλειστικά με κριτήριο της τη μεγέθυνση και με έλλειψη στρατηγικού οράματος. Σε μερικές των περιπτώσεων, αυτό συνεπάγεται πως η αξιολόγηση της εταιρίας-στόχου θα είναι ελαστική και λιγότερο λεπτομερής. Πολλές επιχειρήσεις, κυρίως στον τραπεζικό τομέα, έχουν την τάση να εξαγοράζουν άλλες επειδή αυτή είναι η τάση της αγοράς ή από φόβο μήπως το μικρό μέγεθός τους τις καταστήσει ευάλωτες σε επιθετικές εξαγορές. Συχνά, η αναίτια εξαγορά και η ανεπαρκής αξιολόγηση των εξαγοραζόμενων εταιρειών όχι μόνο δεν αποφέρει επαρκή αποτελέσματα, αλλά θέτει σε κίνδυνο τις προοπτικές του όλου εγχειρήματος.

Είναι φανερό ότι υπάρχουν πολλές δυσκολίες στην ακριβή εκτίμηση ύπαρξης συνέργιας και του οφέλους που ενδεχομένως θα αποφέρει. Υπάρχει και το ενδεχόμενο να υπάρχει δυνατότητα συνεργίας, όμως τα στελέχη να αδυνατούν να την αντιληφθούν και συνεπώς να μην είναι σε θέση να κατευθύνουν τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων, ώστε να την επιτύχουν.

Επιπροσθέτως, υπάρχουν πολλές περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων που απέτυχαν στο να εκτιμήσουν επαρκώς τα οφέλη που θα τους παρείχε η εξαγορά μιας επιχείρησης ή η μη ύπαρξη αναγκαιότητας για συγχώνευση ή εξαγορά με μια επιχείρηση. Για παράδειγμα η Coca-Cola, όπου το 1975, δοκίμασε τις ικανότητες της στον τομέα του κρασιού εξαγοράζοντας τρεις επιχειρήσεις παραγωγής κρασιού, στηριζόμενη στην επιτυχία της στον τομέα των αναψυκτικών. Το σκεπτικό της κίνησης διαφοροποίησης ήταν ότι μπορούσε να εκμεταλλευτεί την επιτυχία που ήδη είχε στο marketing και το διευρυμένο δίκτυο διανομής της για να επικρατήσει και στην αγορά κρασιού. Όμως, διαπίστωσε μετά από οριακά κέρδη 7 ετών ότι η διαφορά των δύο προϊόντων δεν ήταν μόνο στο περιεχόμενό τους, αλλά και στο κοινό στο οποίο απευθύνονταν, στην τιμολογιακή τους πολιτική και φυσικά στο δίκτυο διανομής τους. Μετά από 8 χρόνια αναγκάστηκε να τις πουλήσει.

4.1.2 Η Υπερβολική Τιμή της Εξαγοραζόμενης Εταιρίας

Μια επιχείρηση που αποφασίζει να εξαγοράσει μια άλλη, είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει. Όμως, συνήθως, είτε λόγω ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης-στόχου, είτε λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης των στελεχών της, για την απόφασή τους η επιχείρηση πριν το κλείσιμο της συμφωνίας βρίσκεται σε μια θέση όπου δε γνωρίζει την ακριβή αξία που έχει η επιχείρηση-στόχος.

Αν οι μετοχές της επιχείρησης-στόχου διακινούνται στο χρηματιστήριο, τότε κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αυξάνεται η τιμή τους. Συνεπώς αυξάνεται και η αξία της εταιρίας – στόχου, ενισχύοντας την αυτοπεποίθηση των στελεχών της για την θετική έκβαση της απόφασής τους. Έτσι, προκειμένου η επιχείρηση-αγοραστή να

εξασφαλίσει την επιχείρηση-στόχο, είναι πρόθυμη να διαθέσει υψηλή υπεραξία (premium) στους μετόχους της. Αυτό συνεπάγεται μεγάλα έξοδα, αν για τα ρευστά που απαιτούνται, στρέφεται σε άλλο είδος χρηματοδότησης, συνήθως δανεισμό από τράπεζες και μέσω junk bonds⁷, διότι πρόκειται για αβέβαιη επένδυση, αφού εξαρτάται από την πορεία της εξαγοράς. Επίσης ενδέχεται να ακολουθήσει και ανορθόδοξους τρόπους χρηματοδότησης για την αγορά των μετοχών, να χρησιμοποιήσει, για παράδειγμα, ίδιους χρηματικούς πόρους, οι οποίοι όμως αρχικά προορίζονταν για άλλες δραστηριότητες.

Αν η απόδοση της επιχείρησης-στόχου αντικατοπτριζόταν στην αξία που είχαν οι μετοχές της, για να αποφέρει κέρδη, μετά την εξαγορά της, θα πρέπει η απόδοσή της να αυξηθεί τουλάχιστον κατά το ποσοστό της υπεραξίας που πλήρωσε η επιχείρηση για να την εξαγοράσει. Επιπλέον, το χρέος που έχει δημιουργηθεί από το δανεισμό πρέπει να αποπληρωθεί. Για να πραγματοποιηθεί αυτό, θυσιάζονται πόροι που αλλιώς θα χρησιμοποιούνταν για μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Αν μάλιστα η εξαγοράζουσα εταιρία διανύει και περίοδο μειωμένων κερδών, θα δυσκολευτεί να αποπληρώσει το χρέος και μπορεί να οδηγηθεί ακόμα και σε χρεοκοπία.

Γενικά, η πληρωμή υψηλής υπεραξίας για την εξαγορά μιας επιχείρησης-στόχου, έχει περισσότερες πιθανότητες να οδηγήσει την επιχείρηση-αγοραστή στη συσσώρευση χρέους, παρά στην αύξηση των κερδών της, ακόμα και αν εξετάσουμε το θέμα μακροπρόθεσμα. Επιπλέον, πέραν της αξίας της μετοχής, το υπερβολικό χρέος και η υπερβολική τιμή που πιθανόν να ζητήσει η εξαγοραζόμενη επιχείρηση, να καταβληθεί τελικά από την εξαγοράζουσα επιχείρηση λόγω λανθασμένων ή ελλιπών πληροφοριών.

4.1.3 Ο Ρόλος των Στελεχών

Προβλήματα μπορεί να δημιουργηθούν και στην πορεία των διαπραγματεύσεων για Σ & Ε, καθώς συμμετέχουν τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή και ένα πλήθος άλλων ατόμων με διάφορες ειδικότητες, είτε από την ίδια την εταιρεία, είτε ανεξάρτητα από αυτή. Τα εν λόγω άτομα, συνήθως δεν έχουν συνεργαστεί ποτέ μεταξύ τους και καλούνται να αναλύσουν, να παρουσιάσουν από κοινού την άποψή τους για την επικείμενη απόφαση που πρέπει να ληφθεί, σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα και συχνά χωρίς επιτυχία. Αυτό συμβαίνει γιατί, κάθε στέλεχος μελετά από τη δική του οπτική γωνία την ελκυστικότητα της Σ ή Ε. Έτσι, συχνά συγκεντρώνονται πολλές απόψεις που αφορούν διαφορετικούς τομείς της επιχείρησης και όχι μια σφαιρική ανάλυση, όπως θα ήταν αναγκαίο. Επιπλέον, οι αναλυτές αγνοούν ορισμένα θέματα, διότι υπολογίζουν ότι θα τα επιλύσουν οι αρμόδιοι, μετά την Σ & Ε, που όμως μπορεί να είναι ζωτικής σημασίας για το νέο βήμα της επιχείρησης, όπως π.χ. κατά πόσο οι επιχειρήσεις είναι συμβατές οργανωτικά και οι δυσκολίες που ενδέχεται να παρουσιαστούν κατά τη διαδικασία ενοποίησης.

Το ίδιο συμβαίνει και κατά τις διαπραγματεύσεις. Τα συμβαλλόμενα μέρη βρίσκονται σε κατάσταση αβεβαιότητας. Μπορεί να συμφωνήσουν στα περισσότερα θέματα της ημερήσιας διάταξης και να διαφωνήσουν ή να αφήσουν για αργότερα κάποια θέματα

⁷ ομόλογα με υψηλό επιτόκιο

που τους δυσκολεύουν, που όμως, όταν έρθει η στιγμή να τα αντιμετωπίσουν, μπορεί να γίνουν αιτία για την αποτυχία της συμφωνίας.

Επιπρόσθετα, υπάρχουν και περιπτώσεις που οδηγούν στην επίσπευση της διαδικασίας των διαπραγματεύσεων και πιθανότατα οδηγούν σε λάθος εκτιμήσεις, που μπορεί να αποβούν καταστροφικές για την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Μερικές από αυτές είναι:

- Η διαρροή της πληροφορίας για την Σ & Ε. Το εργατικό δυναμικό των επιχειρήσεων θορυβείται και στην αγορά οι ανταγωνιστές προβαίνουν σε διάφορες κινήσεις για να αντιμετωπίσουν τον επικείμενο κίνδυνο. Το αποτέλεσμα είναι τα στελέχη να προσπαθούν να κλείσουν το θέμα όσο γίνεται γρηγορότερα, με την τελική επίτευξη της συμφωνίας, καθώς αυτό μπορεί να σημαίνει αλλαγή των συνθηκών και των καταστάσεων κάτω από τις οποίες είχαν σχεδιάσει την Σ ή Ε.
- Τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή, που έχουν προτείνει ή ασχοληθεί ιδιαίτερα με την υιοθέτηση αυτής της συμφωνίας, είναι φυσικό να έχουν ταυτιστεί με αυτή. Ακόμα και αν οι προβλέψεις δεν είναι τόσο ευοίωνες, εν τέλει έχουν δεθεί ή ακόμη και λόγω εγωισμού επιθυμούν να γίνει. Για να αποφύγουν αντιρρήσεις, επισπεύδουν τη διαδικασία και κλείνουν τη συμφωνία.
- Τέλος, σε μια διαδικασία Σ & Ε, πολλοί είναι εκείνοι που θα επωφεληθούν αν τελικά πραγματοποιηθεί, άσχετα με το αν είναι απόλυτα συμφέρουσα ή όχι, καθώς κάποιος τρίτος λόγω των πληροφοριών που είχε μπορεί να είχε κάνει ανάλογες επενδύσεις. Επιπλέον, υπάρχει η πιθανότητα στα στελέχη να έχει συμφωνηθεί κάποιο bonus για την επίτευξη της συμφωνίας, η οποία αν δεν γίνει τελικά να μην το αποκομίσουν.

Τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή συχνά μπαίνουν στις διαπραγματεύσεις με την αυτοπεποίθηση του επιτυχημένου, θεωρώντας τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου κατώτερα σε αξία, αφού η επιχείρηση τους έφτασε στο σημείο να εξαγοραστεί. Στη συνέχεια, μετά το κλείσιμο της συμφωνίας προκύπτει το ερώτημα ποιος είναι ο καταλληλότερος για να αναλάβει τη διοίκηση των τμημάτων της επιχείρησης-στόχου: τα στελέχη της εξαγοράζουσας ή τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου; Αποτέλεσμα είναι το ξέσπασμα διαμάχης μεταξύ των στελεχών και η μεγέθυνση της έντασης που ήδη υφίσταται.

Η οριζόντια συγχώνευση των βρετανικών φαρμακευτικών βιομηχανιών Glaxo PLC και SmithKline Beecham, το 1995, οδηγήθηκε σε αποτυχία, πριν ολοκληρωθούν οι διαπραγματεύσεις και παρά τα αναμενόμενα οφέλη, λόγω διαφωνιών για τη σύνθεση του νέου διοικητικού συμβουλίου. Βέβαια, οι επιχειρήσεις αναγνωρίζοντας τα μεγάλα οφέλη που θα μπορούσαν να αποκομίσουν από τη συμφωνία επανήλθαν σε διαπραγματεύσεις 5 χρόνια αργότερα και παραμερίζοντας τις διαφωνίες τους συμφώνησαν να προχωρήσουν στη συγχώνευση.

Αναμφισβήτητα, το μέγεθος μιας επιχείρησης είναι συνδεδεμένο άμεσα με το γόητρο και τη θέση των στελεχών όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση, τόσο ισχυρότερο θεωρείται ένα ανώτερο στέλεχος και τόσο μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη έχει στην αγορά. Συνεπώς, μια Σ & Ε συμβάλλει στην ενδυνάμωση της θέσης των στελεχών και για αυτό το λόγο είναι οι πιο ένθερμοι υποστηρικτές της, αγνοώντας συχνά τις αντιδράσεις των μετόχων.

Επιπλέον, σύμφωνα με έρευνα του Πανεπιστημίου Columbia, «όσο μεγαλύτερη είναι η αλαζονεία του Διευθύνοντα Συμβούλου, τόσο μεγαλύτερη είναι η υπεραξία που η επιχείρηση είναι πιθανόν να πληρώσει». Δηλαδή, διαπιστώνουμε πόσο ισχυρά είναι τα ανώτατα στελέχη μιας επιχείρησης, αφού δέχονται να πληρώσουν μεγάλη υπεραξία, που δεν είναι εύλογη, προκειμένου να πραγματοποιήσουν τη συμφωνία που επιθυμούν.

Συχνά, τα στελέχη στην προσπάθεια τους να αναπτύξουν την επιχείρηση, καταστρέφουν, παρά δημιουργούν αξία. Οι τρέχουσες εργασίες της επιχείρησης παραμελούνται, λόγω επικέντρωσης του ενδιαφέροντος στην επιχείρηση-στόχο. Για παράδειγμα, η Kmart, στις αρχές της δεκαετίας του '90, εφαρμόσε στρατηγική αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων λιανοπωλητών. Έδωσε περισσότερο έμφαση στη δραστηριότητα αυτή και παραμέλησε την επιχειρηματική της δραστηριότητα, με αποτέλεσμα να χάσει σημαντικό μερίδιο της αγοράς και να αναγκαστεί να πουλήσει τις εξαγορασθείσες επιχειρήσεις, το 1995.

Όσον αφορά, τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου, έχουν και αυτά μερίδιο ευθύνης αφού αποφεύγουν να πάρουν σημαντικές αποφάσεις, οδηγώντας σε περίοδο στασιμότητας την επιχείρηση-στόχο, από το φόβο, μήπως, κάποιες αποφάσεις τους, δε φέρουν το επιθυμητό αποτέλεσμα και γίνουν λόγος επίσπευσης της λύσης της συνεργασίας τους με την επιχείρηση.

4.1.4 Η Μετά-συγχωνευτική Διαχείριση

Παρόλο που η σημασία και το κόστος των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι διεθνώς αποδεκτά, πρόσφατες έρευνες που έχουν διεξαχθεί στις Ηνωμένες Πολιτείες και σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, όπως η Μεγάλη Βρετανία, δείχνουν ότι το 45%-60% αυτών αποτυγχάνουν λόγω της αδυναμίας να εφαρμόσουν επιτυχημένη μετά-συγχωνευτική διαχείριση. Έχοντας υπόψη ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν μία από τις δύο πιο επιτυχημένες μεθόδους ανάπτυξης και επιχειρηματικής επέκτασης – η άλλη μέθοδος είναι η οργανική/εσωτερική ανάπτυξη των εταιρειών – είναι σημαντικό να τονισθεί η σημασία της μετά-συγχωνευτικής διαχείρισης για την επίτευξη επιτυχημένων συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Παραδοσιακά, οι περισσότεροι διευθύνοντες σύμβουλοι και τα Διοικητικά Συμβούλια των επιχειρήσεων επικεντρώνουν την προσοχή τους μόνο στην επίτευξη της συμφωνίας για τη συγχώνευση ή την εξαγορά. Ενώ πολύ συχνά τα διοικητικά στελέχη υποτιμούν την αξία των λεγομένων «soft issues» όπως τις διαφορές στην κουλτούρα και την «αντίσταση στην αλλαγή» εκ μέρους του προσωπικού της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Η ενοποίηση είναι μια πολύπλοκη διαδικασία όπου κάθε στέλεχος έχει διαφορετικό τρόπο να ερμηνεύει τις δυσκολίες. Ο βαθμός δυσκολίας της ενοποίησης και της διαχείρισης της σχετίζεται με τα χαρακτηριστικά της εξαγοράς ή της συγχώνευσης. Κάθε εξαγορά ή συγχώνευση έχει μοναδικές δυσκολίες, διαφορετικού επιπέδου στρατηγικής σημασίας συνέργιες και προτεραιότητες.

Σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες και έρευνες, οι επιτυχημένες εξαγορές και συγχωνεύσεις λαμβάνουν υπ' όψιν τους δύο σημαντικά κριτήρια: τους κοινούς

στρατηγικούς στόχους (strategic fit) και την επιτυχημένη μετα-συγχωνευτική ενοποίηση (post-acquisition integration).

Αξίζει να τονίσουμε ότι, ύστερα από την επίσημη ανακοίνωση μιας συμφωνίας εξαγοράς ή συγχώνευσης, οι εταιρείες έχουν μόνο δύο χρόνια, προκειμένου να ολοκληρώσουν επιτυχώς τη μετά-συγχωνευτική διαδικασία και περίοδο.

Η αμερικανική συμβουλευτική εταιρεία A.T. Kearney προτείνει επτά κανόνες που τονίζουν τη σπουδαιότητα της μετά-συγχωνευτικής διαχείρισης και μπορούν να βοηθήσουν σημαντικά στη διαδικασία ενοποίησης:

1. Καθορισμός ηγετικών ρόλων. Ο προσδιορισμός ηγετικών ρόλων σε ανθρώπους και ομάδες εργασίας είναι πολύ σημαντικά στοιχεία.
2. Προσδιορισμός ξεκάθαρων στόχων και διαχείριση προσδοκιών. Η προτεραιότητα στα σημαντικά έργα και στις ευκαιρίες για συνεργασίες βοηθούν σημαντικά στην εδραίωση κλίματος εμπιστοσύνης.
3. Ενοποίηση. Δημιουργία ισχυρής διάρθρωσης: Τα διοικητικά στελέχη καθορίζουν σε συγκεκριμένους τομείς δράσης και σε συγκεκριμένα μέλη της ομάδας έργου τις αρμοδιότητες προκειμένου να βελτιστοποιήσουν την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα. Οι διευθυντές παρακολουθούν την πρόοδο των έργων και διαδικασιών, προκειμένου να εξασφαλίσουν ότι τα αποτελέσματα μεταφράζονται σε ξεκάθαρους και μετρήσιμους στόχους.
4. Δημιουργία ανοιχτής, τακτικής και άμεσης επικοινωνίας. Η επίτευξη υψηλού επιπέδου ευθύνης των υπαλλήλων σε συνδυασμό με την αποτελεσματική επικοινωνία κρίνονται ως απαραίτητα στοιχεία.
5. Παρακολούθηση και επίλυση των θεμάτων που αφορούν την εταιρική κουλτούρα. Η εφαρμογή και προώθηση ομοιογενούς κουλτούρας. Η επιβεβαίωση ότι η εταιρική κουλτούρα παραμένει ικανοποιητική και ταυτόχρονα αποτελεί πρόκληση για την προσέλκυση χαρισματικών και υψηλού επιπέδου στελεχών.
6. Αποκλειστική επικέντρωση της προσοχής στους πελάτες. Διαρκής επικέντρωση στη διατήρηση της υφιστάμενης πελατείας και πρόληψη μέτρων για την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού.
7. Συστηματική Διαχείριση Κινδύνου. Η επιτυχής διαχείριση κινδύνου αποτελεί βασικό κριτήριο για την επιτυχία της μετά-συγχωνευτικής διαχείρισης αλλά και την απόδοση της επένδυσης που προκύπτει από την εξαγορά και τη συγχώνευση.

Η διαδικασία της μετά-συγχωνευτικής διαχείρισης αποτελεί σημαντικότερο παράγοντα για την επιτυχημένη ολοκλήρωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται από το γεγονός ότι το 45%-60% των επιχειρηματικών εξαγορών και συγχωνεύσεων αποτυγχάνουν εξαιτίας της έλλειψης μετά-συγχωνευτικού σχεδιασμού και διαχείρισης. Η διαδικασία αυτή είναι πολυσύνθετη και θα πρέπει να λαμβάνονται μεταξύ άλλων υπ' όψιν παράγοντες που σχετίζονται με θέματα κουλτούρας, υποδομών μηχανογράφησης και πληροφορικής αλλά και χρηματοοικονομικής διαχείρισης. Οι συνέπειες από διαχειριστικά λάθη στους παρακάτω τομείς μπορεί να είναι καταστροφικές. Κλειδί για την επιτυχημένη ολοκλήρωση των εξαγορών και συγχωνεύσεων, αλλά και για την αύξηση του επενδυμένου κεφαλαίου των μετόχων, είναι η επιτυχημένη μετά-συγχωνευτική διαχείριση.

4.1.5 Δυσκολίες Ενοποίησης

Βασικός λόγος αποτυχίας μιας Σ & Ε είναι η αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Δηλαδή, της ένωσης δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών και τεχνολογικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου, καθώς και η προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των υψηλόβαθμων διοικητικών στελεχών των επιχειρήσεων καθώς και του πιο χαμηλόβαθμου υπαλληλικού προσωπικού. Πρόκειται για μια διαδικασία χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα.

Οι επιχειρήσεις ακόμη και όταν καταλήγουν πως η συγχώνευση ή εξαγορά τους θα αποφέρει σημαντικά κέρδη, αποδεικνύονται μη συμβατές, όταν αξιολογήσουν τη στρατηγική που ακολουθούν, το όραμα, την πολυπλοκότητα των πληροφοριακών τους συστημάτων κ.α.. Σε άλλες περιπτώσεις, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει ο ανθρώπινος παράγοντας, καθώς είναι εκείνος που ευθύνεται για την αποτυχία. Όταν μιλάμε για ανθρώπινο παράγοντα, αναφερόμαστε στο ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και την εταιρική κουλτούρα⁸ που το διακρίνει.

Παρόλο που η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι καθοριστικός παράγοντας επιτυχίας μιας Σ & Ε, είναι και ο παράγων που, δυστυχώς, συχνά αγνοείται. Οι δυσάρεστες συνέπειες απαντώνται κατά τη μεταβατική περίοδο μετά την οριστικοποίηση της συμφωνίας και είναι δυνατό να οδηγήσουν μια, κατά τα άλλα πολλά υποσχόμενη Σ & Ε, σε αποτυχία.

Μεταξύ των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρείας επικρατεί συνήθως μια σύγχυση, αφού δε γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν τη θέση τους ή θα απολυθούν. Π.χ. το 1998, η εξαγορά της αμερικάνικης Bankers Trust από τη γερμανική Deutsche Bank, δημιούργησε ένα τραπεζικό κολοσσό από τον οποίο όμως χάθηκαν περίπου 5.500 θέσεις εργασίας. Όπως και στην περίπτωση της πρόσφατα ακυρωμένης συγχώνευσης της Alpha Bank με τη Eurobank, όπου πριν ακόμη δοθεί η άδεια από την Επιτροπή Ανταγωνισμού είχαν απολυθεί πολλές εκατοντάδες υπαλλήλων. Η αβεβαιότητα αυτή, οδηγεί σε πτώση ηθικού, άγχος, αύξηση απουσιών από την εργασία και κυρίως μείωση της παραγωγικότητας. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν οι εταιρείες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές, με αποτέλεσμα οι εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας εταιρείας να νιώθουν ηττημένοι, φοβισμένοι και συχνά προδομένοι. Επίσης, το γεγονός ότι δεν γνωρίζουν ποιος θα είναι ο ρόλος τους στη νέα εταιρεία, σε ποιον θα αναφέρονται καθώς και πως θα ταιριάξουν οι προσωπικοί κι επαγγελματικοί τους στόχοι στην κουλτούρα του νέου οργανισμού εντείνει το άγχος στους εναπομείναντες εργαζόμενους.

Το ίδιο συμβαίνει και με τα υψηλά ιστάμενα στελέχη. Καθώς μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντός τους και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή, λόγω του ότι βρίσκονται αντιμέτωπα με την αλλαγή του τρόπου που λειτουργούσαν ως εκείνη τη στιγμή και μετέωρα σε σχέση με τις αρμοδιότητες που θα έχουν εν όψει της επικείμενης αναδιάρθρωσης των λειτουργιών της επιχείρησης-

⁸ *εταιρική κουλτούρα*, είναι το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν, συχνά ασυνείδητα, ώστε να καθοδηγούν και να διαμορφώνουν την ατομική και την εταιρική συμπεριφορά.

στόχου. Ορισμένες φορές τα στελέχη αυτά, όπως εξάλλου και εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας φοβούνται πως διαγράφονται τα προηγούμενα επιτεύγματα τους και θα πρέπει από την αρχή να αποδείξουν την αξία τους.

Επιπλέον, συχνά οι εργαζόμενοι στην επιχείρηση-στόχο είναι προκατειλημμένοι έναντι της εξαγοράζουσας και τείνουν να παρεξηγούν και να απορρίπτουν τις αντιλήψεις της, σχετικά με τους στόχους και το σκοπό της Σ & Ε. Οι ασάφειες και η αβεβαιότητα που επικρατούν πυροδοτούν μια σύγκρουση των δύο ειδών κουλτούρας και διαμάχες για το ποια θα επικρατήσει. Η σύγκρουση έγκειται κυρίως στο διαφορετικό τρόπο σκέψης που διακρίνει την κάθε επιχείρηση και στη δυσκολία του να βρει κάποια άλλη επιχείρηση που να τον μοιράζεται.

Τέλος, στις διασυνοριακές Σ & Ε, προκύπτει το πρόβλημα της διαφοράς της εθνικής κουλτούρας. Διαφορές εντοπίζονται στον τρόπο διεξαγωγής της εργασίας, στη διοίκηση, στη θέση των απλών υπαλλήλων, στους κανόνες εργασίας, στη δύναμη των πελατών και των προμηθευτών. Συνεπώς, η ασυμβατότητα της εθνικής κουλτούρας μπορεί να είναι ακόμα ένας λόγος αποτυχίας μιας Σ & Ε. Για παράδειγμα, η πώληση της Τράπεζας Αθηνών στον κορεάτικο όμιλο Hanwa, κατά τη διάρκεια των αποκρατικοποιήσεων, την περίοδο 1991-1993, όχι μόνο δεν οδήγησε στην ανάπτυξη της τράπεζας, αλλά αντίθετα επιδείνωσε τις εγγενείς αδυναμίες της. Συγκεκριμένα, η διοίκηση και γενικότερα η επιχειρηματική φιλοσοφία, που ακολούθησε ο κορεάτικος Όμιλος, μπορεί να έχουν αποδειχθεί για τις αγορές της Ασίας αποτελεσματικός, αλλά δεν πέτυχε στην ελληνική πραγματικότητα.

4.1.6 Αρνητικές Επιπτώσεις της Καθυστέρησης Ενοποίησης

Σε περίπτωση που το διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της ανακοίνωσης μιας Σ & Ε και της ολοκλήρωσης της διευρύνεται περισσότερο από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί, είτε λόγω του ανθρώπινου παράγοντα, όπως αναφερθήκαμε πιο πάνω, είτε λόγω τεχνικών ή γραφειοκρατικών προβλημάτων, θα υπάρξει ιδιαίτερα αρνητικός αντίκτυπος επί της αποτελεσματικής πραγματοποίησης της συγχώνευσης, λόγω της επίδρασής της σε πέντε κρίσιμα μέτωπα.

- Αύξηση του κόστους κεφαλαίου. Όσο αργά δημιουργηθεί ο νέος οργανισμός, τόσο πιο αργά θα επιτευχθούν και οι συνέργιες, τα επιθυμητά αποτελέσματα και τελικά τα κέρδη. Τα κεφάλαια που δεσμεύθηκαν για την Σ & Ε δεν αποδίδουν, καθώς οι καθυστερήσεις στην πραγματοποίηση συνεργιών συνεπάγονται μείωση της πραγματικής αξίας τους, δεδομένου ότι το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας⁹ (opportunity cost) και αν τελικά είχε χρησιμοποιηθεί σε άλλη επένδυση να είχε αποδώσει μεγαλύτερα κέρδη ή/και νωρίτερα.

- Κόστος μειωμένης παραγωγικότητας. Η περίοδος μέχρι και την ενοποίηση είναι για τους εργαζομένους ένα χρονικό διάστημα άγχους και φόβου πως τα κεκτημένα τους μπορεί να χαθούν. Κάτω από αυτή την πίεση είναι λογικό αρκετοί εργαζόμενοι να αναζητούν αλλού επαγγελματική στέγη, με κίνδυνο να αποχωρήσουν οι αποδοτικοί εργαζόμενοι εάν βρουν αλλού εργασία, ίσως με τους ίδιους ή και καλύτερους όρους,

⁹ το κόστος που προκύπτει από την θυσία ενός αγαθού, για την παραγωγή κάποιου άλλου.

που θα τους προσφέρει όμως μεγαλύτερη ασφάλεια και σταθερότητα. Από την άλλη, οι εναπομείναντες εργαζόμενοι μειώνουν την παραγωγικότητα τους βεβαρυμμένοι από το άγχος της αβεβαιότητας και της ανασφάλειας που λαμβάνουν.

- Απώλεια σημαντικών προμηθευτών και πελατών. Οι προμηθευτές αισθάνονται, επίσης, ανασφάλεια καθώς δεν γνωρίζουν εάν θα εξακολουθούν να συνεργάζονται με τη νέα επιχείρηση και υπό ποιους όρους θα συνεχίσει η συνεργασία. Οι πελάτες, ομοίως, αισθάνονται το άγχος, εάν ο νέος οργανισμός που θα προκύψει θα συνεχίσει να συνεργάζεται μαζί τους στην ίδια βάση συνεργασίας. Και επομένως, οι ανταγωνιστές μπορεί να εκμεταλλευθούν την αγωνία των πελατών και να τους προσελκύσουν ή ακόμη και οι ίδιοι να αναζητήσουν νέους προμηθευτές, για να μη βρεθούν προ δυσάρεστων εκπλήξεων, αν η νέα επιχείρηση τους ζητήσει τη διακοπή της συνεργασίας.

- Κίνδυνος από τους ανταγωνιστές να ενισχύουν τελικά αυτοί τη δική τους θέση. Όσο περισσότερες δυσχέρειες αντιμετωπίζουν οι εταιρίες κατά τη διαδικασία ενοποίησης, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο χρόνος για τον οποίο αφιερώνει η εξαγοράζουσα εταιρία μέρος των πόρων της και της προσοχής της στη διαδικασία των διαπραγματεύσεων και της μετέπειτα ενσωμάτωσης της εξαγοραζόμενης. Αυτή η εστίαση προσοχής στην επιθυμητή συγχώνευση ή εξαγορά, μπορεί να αφαιρεί ή να μειώνει την απαιτούμενη προσοχή και τους βασικούς πολύτιμους πόρους από τη βασική δραστηριότητα της επιχείρησης, δίνοντας στους ανταγωνιστές τη μοναδική ευκαιρία να την εκτοπίσουν και να ενισχύσουν τη δική τους θέση στον κλάδο.

- Αβεβαιότητα των μετόχων. Η παράταση της περιόδου ενοποίησης αποτελεί ένδειξη αδυναμίας της εξαγοράζουσας να ενεργήσει σύμφωνα με το πρόγραμμα και έχει ως επακόλουθο την μείωση της εμπιστοσύνης των μετόχων προς το διοικητικό συμβούλιο και εν συνεχεία προς την ίδια την επιχείρηση.

4.2 Επιπτώσεις Σ & Ε

4.2.1 Στα Διευθυντικά Στελέχη

Η επίπτωση που έχουν οι Σ & Ε στους managers εξαρτάται από το κίνητρο που έχουν οι ίδιοι για την επίτευξη αυτών. Ξεκινώντας με τους managers των εξαγοραζόμενων εταιριών, εάν το κίνητρο είναι πειθαρχικό (disciplinary form), που σημαίνει εχθρική διάθεση της αγοράστριας εταιρίας, τότε ο βαθμός αλλαγής των managers μετά την εξαγορά θα είναι μεγάλος. Ενώ, εάν το κίνητρο είναι η δημιουργία συνεργειών, τότε η εξαγορά θα είναι φιλική και ο βαθμός αλλαγής των managers μικρός.

Πράγματι οι διάφορες εμπειρικές μελέτες όπως αυτές των Martin & McConnell (1991) επιβεβαιώνουν την ανώτερη πρόταση, και έμμεσα, τα συμπεράσματα των Lichtenberg and Siegel (1992) σχετικά με την αύξηση της παραγωγικότητας κατά την περίοδο μετά τη συγχώνευση. Τα στελέχη αναγνωρίζουν τον κίνδυνο που τους περιβάλλει σχετικά με την θέση εργασίας τους στη νέα εταιρία με αποτέλεσμα να αυξάνουν σημαντικά την απόδοσή τους, σκεπτόμενοι πως με αυτό τον τρόπο θα διασφαλίσουν τη θέση τους.

Από την πλευρά των managers των επιχειρήσεων που εξαγοράζουν διαπιστώνεται ότι υπάρχει μία τάση για αύξηση των αποδοχών τους μετά τη συγχώνευση έστω και με την παρουσία αρνητικών αποδόσεων για τους μετόχους τους, γεγονός το οποίο ενισχύει τη θεωρία της αυτονόμησης των managers από τα συμφέροντα των λοιπών μετόχων (self- managerial interests & agency problem).

Αυτή όμως η αλαζονεία των managers των αγοραστριών εταιριών μετά τη συγχώνευση μπορεί συχνά να οδηγήσει στην καταστροφή της επιχείρησης που διοικούν και στη συνέχεια η συγχώνευση να οδηγηθεί σε παταγώδη αποτυχία, αφού θα έχουν σπαταλήσει χρόνο και πόρους για την ολοκλήρωση της.

4.2.2 Στους Εργαζόμενους

Οι επιπτώσεις των Σ & Ε στους εργαζόμενους γενικά δεν είναι ευνοϊκές, διότι αυτό σημαίνει απολύσεις και αναδιατάξεις προσωπικού, εθελούσιες εξόδους, σύγχυση, ένταση. Το μέγεθος των αλλαγών αυτών πάλι εξαρτάται από το κίνητρο της εξαγοράς και από την ύπαρξη του agency problem¹⁰, κατά την περίοδο προ της εξαγοράς. Εάν η προσφορά είναι εχθρική ενδέχεται και οι επιπτώσεις για τους εργαζόμενους να είναι πιο δυσμενείς, ενώ εάν είναι φιλική μπορεί να υπάρχουν είτε ευνοϊκές ρυθμίσεις (π.χ. αποζημιώσεις για πρόωρη συνταξιοδότηση, κλπ.), είτε ακόμη και διασφάλιση των περισσότερων θέσεων εργασίας.

Φαίνεται επίσης ότι το προσωπικό που είναι σε βοηθητικές και επιτελικές υπηρεσίες κινδυνεύει πιο πολύ από απολύσεις από το προσωπικό που είναι στην παραγωγή και ιδίως αν είναι εξειδικευμένοι εργατές.

Μία μελέτη πάντως που θέλει να καταγράψει σωστά τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων πάνω στην απασχόληση θα πρέπει, και αυτό είναι πολύ δύσκολο, να προβλέψει σωστά τις απολύσεις που θα είχαν συμβεί στο μέλλον, στην περίπτωση που η συγχώνευση δεν είχε γίνει. Εάν η επιχείρηση- στόχος είχε όντως προβλήματα αποτελεσματικότητας, που θα την οδηγούσαν πιθανότατα σε εκκαθάριση, τότε η μείωση της απασχόλησης λόγω συγχώνευσης ή εξαγοράς θα ήταν σαφέστατα μικρότερη από αυτήν που θα γινόταν σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρίας.

4.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν την Επιτυχή Έκβαση των Σ & Ε

Ζωτικής σημασίας για την επιτυχία της συγχώνευσης είναι ο ρόλος της διαχείρισης της εφαρμογής υπό την ισχυρή ηγεσία. Μέσω αυτής της διαδικασίας, η διαχείριση της απορροφώμενης εταιρείας μπορεί να παρακινηθεί να εντοπίσει και να συνεργαστεί με την απαιτούμενη ομάδα. Είναι, επομένως, απαραίτητη η κατάρτιση μιας ομάδας ή ομάδων υλοποίησης, που μπορεί να προέρχονται και από τις δύο εταιρείες, για να προσδιορίσει ποιες αλλαγές είναι απαραίτητες, πώς και σε ποιο ρεαλιστικό χρονικό πλαίσιο αυτά πρέπει να υλοποιηθούν βραχυπρόθεσμα,

¹⁰ Μία σύγκρουση δημιουργείται όταν οι άνθρωποι (the agents) εμπιστεύονται τη διαφύλαξη των συμφερόντων τους σε άλλους (the principals), οι οποίοι χρησιμοποιούν την εξουσία τους για τη διασφάλιση των δικών τους συμφερόντων.

μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Χαρακτηριστικό των βασικών θεμάτων που καλύπτονται είναι η οργανωτική δομή, η υποβολή εκθέσεων και η δομή της λήψης αποφάσεων, ο εξορθολογισμός, τα μέτρα επιδόσεων, η διαχείριση των ανθρώπινων πόρων, των επιχειρησιακών διαδικασιών και συστημάτων διαχείρισης κ.λπ. Στην περίπτωση των διασυνοριακών, πόσο μάλλον διηπειρωτικών συγχωνεύσεων, χρειάζονται αυτά τα θέματα να αντιμετωπιστούν με προσοχή για να μη διαταραχθεί η πολιτιστική ισορροπία σε σχέση με τις πεποιθήσεις, τη γλώσσα, τη γνώση και τις αξίες της κάθε χώρας που δραστηριοποιούνται.

Σύμφωνα με τους Testa και Morosini (2001), η επιτυχία των συγχωνεύσεων μπορεί να παρεμποδίζεται από την αποτυχία του ηγέτη της συμφωνίας να ασχοληθεί με ποικίλες εθνικότητες ή πολιτισμούς και να αναλάβει αποφασιστική δράση. Επίσης, σημαντικό είναι να υπάρχει η απαίτηση για τη θέση τόσο διαχειριστικών όσο και επικοινωνιακών ικανοτήτων.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, οι παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία των Σ & Ε, διακρίνονται σε μακροπρόθεσμους (*long-run*), μεσοπρόθεσμους και βραχυπρόθεσμους (*short-run*).

Οι μακροπρόθεσμοι παράγοντες έχουν σχέση με την επιλογή της συγχώνευσης ως τμήμα μίας ολοκληρωμένης εταιρικής στρατηγικής που επιδιώκει τη διατήρηση του παλαιού ή την απόκτηση νέου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Τέτοιοι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των συγχωνεύσεων μπορεί να είναι:

- Ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται, είτε εάν η συγχώνευση είναι οριζόντια ή κάθετη ολοκλήρωση, συσχετισμένη ή ασυσχέτιστη (*conglomerates*) διαφοροποίηση. Η μεγαλύτερη μερίδα της βιβλιογραφίας υποστηρίζει, ότι τα κέρδη είναι υψηλότερα στην περίπτωση των Σ & Ε, που γίνονται μεταξύ επιχειρήσεων με συσχετισμένες κατά κάποιο τρόπο δραστηριότητες μεταξύ τους, από ότι μεταξύ επιχειρήσεων με ασυσχέτιστες δραστηριότητες, κυρίως λόγω των λειτουργικών συνεργειών και της αύξησης της λειτουργικής αποτελεσματικότητας.

Όμως υπάρχει και μια άλλη μερίδα της βιβλιογραφίας που ισχυρίζεται ότι οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (*conglomerate mergers*) δημιουργούν επίσης σημαντική αξία, είτε λόγω της δημιουργίας διοικητικών συνεργειών (*managerial synergies*), είτε λόγω χρηματοοικονομικών συνεργειών (*financial synergies*) που προκύπτουν από το χαμηλότερο κίνδυνο που δημιουργεί η χαμηλή συσχέτιση των διαφορετικών ταμειακών ροών των επιχειρήσεων (Lewellen, 1971). Σημαντικό είναι το επιχείρημα των Grant et.al. ότι η σχέση μεταξύ απόδοσης και διαφοροποίησης είναι μη-γραμμική, καθώς υπάρχει ένας άριστος βαθμός διαφοροποίησης που αυξάνει την απόδοση της συγχώνευσης. Οι Ashlinger & Copeland ερμηνεύοντας τα ευρήματα τους (το 80% των 829 εξαγορών που μελέτησαν, παρήγαγαν αποδόσεις υψηλότερες του κόστους κεφαλαίου τους για μία περίοδο 10 ετών), διετύπωσαν την άποψη ότι πολλές από τις συγχωνεύσεις που φαίνονταν από πολλές πλευρές να είναι ασυσχέτιστες, στην ουσία δεν ήταν, καθώς γύρω από ένα θέμα υπήρχε μία μεγάλη εμπειρία τεχνογνωσίας, διοικητικών ικανοτήτων, *marketing*, κ.λπ. Άλλωστε, πολύ μεγάλες επιχειρήσεις όπως η General Electric, Hunday, κ.λπ. χρωστούν την επιτυχία τους στο γεγονός ότι συνδυάζουν επιτυχώς ασυσχέτιστες και συσχετισμένες δραστηριότητες μεταξύ τους, βασισμένες σε ένα κοινό θέμα (*common theme*), που μπορεί να είναι π.χ. η κατασκευή μηχανών.

- Η φάση (growth, maturity, decline, κ.λ.π.) στην οποία βρίσκεται ο κλάδος στον οποίο γίνονται οι συγχωνεύσεις και η οικονομία γενικότερα. Είναι φυσικό, ότι οι εσωτερικοί παράγοντες εκτός από την επίδραση που έχουν πάνω στη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων (timing of merger activity) θα πρέπει να έχουν επίπτωση και στα κέρδη που παράγουν, καθώς η αναγκαιότητα για επιχειρηματική αναδιάρθρωση είναι διαφορετική ανάλογα με το εάν ο κλάδος ή η οικονομία γενικότερα βρίσκεται σε φάση ανόδου ή συρρίκνωσης.

Οι βραχυπρόθεσμοι παράγοντες έχουν σχέση με τις συνθήκες κάτω από τις οποίες γίνεται η προσφορά, τις διάφορες τακτικές που εφαρμόζει η αγοράστρια εταιρία, καθώς και η εταιρία στόχος κατά τη διαδικασία προσφοράς και τον τρόπο δόμησης της συμφωνίας (structuring the deal). Τέτοιοι παράγοντες είναι:

- Η διάθεση της προσφοράς (Mood of the bid), δηλ. εάν η εξαγορά είναι εχθρική ή φιλική. Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών δείχνει ότι οι εχθρικές εξαγορές συνδέονται με πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις για τους μετόχους των εταιριών στόχων, αλλά και σε κάποιες περιπτώσεις και με μεγαλύτερες αποδόσεις των αγοραστών.

- Ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η προσφορά (ειδικά για τις Η.Π.Α.) tender offer (απευθείας στους μετόχους) ή merger (μεταξύ των διοικήσεων των εταιριών), δείχνουν την υπεροχή των tender offers έναντι των mergers. Εάν μάλιστα συνδυασθεί το γεγονός ότι τα tender offers συνδέονται στη συντριπτική τους πλειοψηφία με hostile bids και τα mergers με friendly mergers, επιβεβαιώνεται έμμεσα και το προηγούμενο επιχείρημα περί ύπαρξης πειθαρχικού μηχανισμού ελέγχου της αγοράς.

- Ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος. Σε μετρητά, μετοχές (cash, equity), συνδυασμός αυτών ή ένας συνδυασμός εναλλακτικών μεθόδων. Η πλειοψηφία των μελετών που χρησιμοποιεί event study methodology δείχνει ότι οι προσφορές που γίνονται με μετρητά προσφέρουν ανώτερες αποδόσεις στους μετόχους των συγχωνευομένων εταιριών, καθώς διαπιστώνεται πως υπάρχει ρευστότητα. Αυτό το αποτέλεσμα διαφοροποιείται βέβαια, όταν χρησιμοποιούνται λογιστικά στοιχεία για τη μελέτη της λειτουργικής απόδοσης του αγοραστή μετά τη συγχώνευση, καθώς η πληρωμή εξολοκλήρου με μετοχές αποφεύγει την εμφάνιση υπεραξίας και έτσι τα κέρδη αυξάνονται.

- Η ύπαρξη ποσοστού ιδιοκτησίας στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας-στόχου από την αγοράστρια εταιρία κατά την περίοδο προ της προσφοράς, μειώνει τα κέρδη των πρώτων και αυξάνοντας τα κέρδη των αγοραστριών εταιριών.

- Η ύπαρξη πολυάριθμων εταιριών που διεκδικούν τη συγχώνευση με μία συγκεκριμένη εταιρία-στόχο, αυξάνει τα κέρδη των μετόχων αυτής της εταιρίας και μειώνει τα αντίστοιχα κέρδη των «μνηστήρων».

- Η διαφορά του Δείκτη Αποτίμησης (Valuation Ratio), δηλ. ο δείκτης Market Book (MB) της αγοράστριας εταιρίας σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη της εταιρίας - στόχου. Η εμπειρική έρευνα δείχνει ότι οι αποδόσεις των μετόχων των στόχων είναι υψηλότερες, όταν το valuation ratio του αγοραστή υπερβαίνει αυτόν του στόχου. Αυτό σημαίνει ότι η αγορά εκτιμά θετικά το γεγονός ότι οι εταιρίες με υψηλή αποτίμηση αγοράζουν άλλες εταιρίες που έχουν δεχθεί χαμηλή αποτίμηση.

- Το μέγεθος του αγοραστή σε σχέση με το αντίστοιχο του στόχου. Η αγορά φαίνεται να εκτιμά θετικά το γεγονός, όταν το μέγεθος του στόχου είναι μικρότερο σε σχέση με αυτό του αγοραστή. Κατά συνέπεια, αυξάνονται οι αποδόσεις των στόχων.

4.4 Η εξαγορά μιας εταιρείας

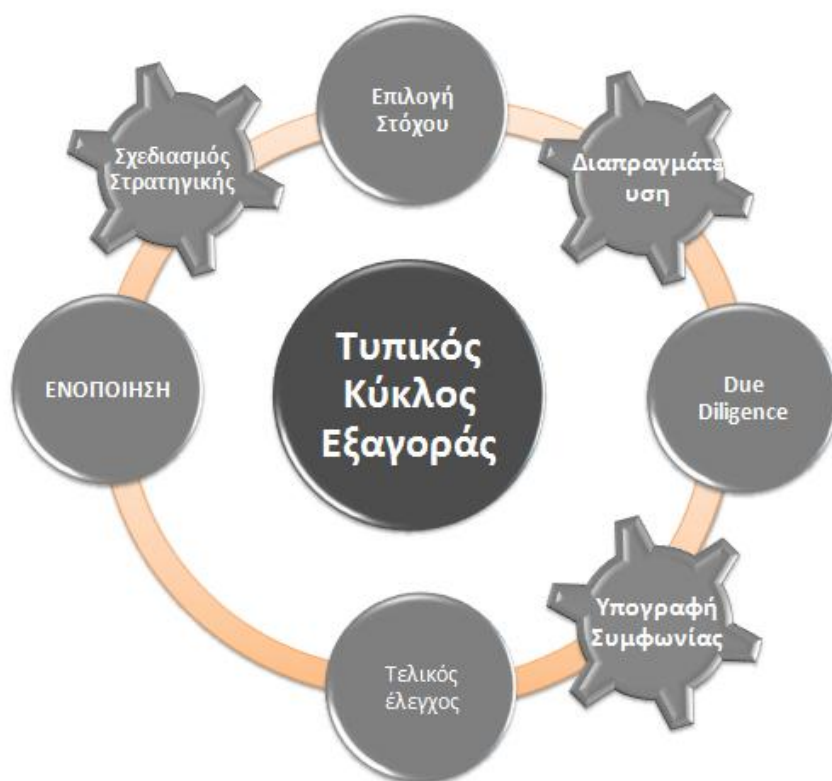
Η αγορά μιας επιχείρησης είναι μια σύνθετη διεργασία, με έναν πλούτο επιμέρους ζητημάτων που χρήζουν αποσαφήνισης. Θα πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ της προετοιμασίας, της συναλλαγής και της φάσεις ολοκλήρωσης. Η πρώτη προϋπόθεση είναι επομένως ένα πλάνο εκτέλεσης για τα επιμέρους στάδια και τα βήματα που θα ακολουθηθούν.

4.4.1 Βήματα κατά την εξαγορά μίας εταιρίας:

- Εάν μια συγκεκριμένη εταιρεία δεν έχει ήδη επιλεγεί για τον επιδιωκόμενο στόχο, η ενδεχόμενη αγορά πρέπει πρώτα να εξετάζεται σύμφωνα με τις προδιαγραφές και τις δυνατότητες του ενδιαφερομένου.
- Μόλις η εταιρία – στόχος εντοπιστεί, γίνεται η πρώτη επικοινωνία μαζί της. Σε αυτό το σημείο μπορεί να είναι χρήσιμο να συνοδεύει την εταιρία κάποιος σύμβουλος, δικηγόρος, φοροτεχνικός κλπ.
- Εάν ο στόχος δείχνει τη θεμελιώδη προθυμία του να εξαγοραστεί, θα πρέπει να υπογραφεί για ευνόητους λόγους μια συμφωνία εμπιστευτικότητας όσον αφορά την περαιτέρω ανταλλαγή πληροφοριών (σύγκλιση, καθορισμός των συμφερόντων, κ.λπ.).
- Σε περίπτωση που τα δύο μέρη εκφράσουν ενδιαφέρον κατά την αρχική συζήτηση για τη συνέχιση των διαπραγματεύσεων εξαγοράς, υπογράφουν μία "δήλωση προθέσεων" ή επιστολή προθέσεων (letter of intent), όπου θα πρέπει να συμφωνήσουν σχετικά με το στάδιο των διαπραγματεύσεων που θα ακολουθήσουν.
- Το επόμενο στάδιο απαιτεί μια προσεκτική αποτίμηση της επιχείρησης, που είναι γνωστό ως "Due Diligence"¹¹. Μια περαιτέρω διάκριση γίνεται μεταξύ του νομικού ελέγχου, για να ελεγχθούν οι νομικές υποθέσεις της εταιρίας, και του οικονομικού ελέγχου (legal and financial due diligence).
- Ακολουθεί η τελική οργάνωση της σχεδιαζόμενης εξαγοράς βάσει του αποτελέσματος του due diligence.
- Οι διαπραγματεύσεις για τις τιμές πραγματοποιούνται μετά τη διενέργεια του due diligence ή παράλληλα αν οι εταιρίες επιθυμούν να συντομεύσουν το χρόνο που απαιτείται για τις διαδικασίες.
- Όσον αφορά τις μεγαλύτερου αντικειμένου εξαγορές, η σύμβαση συνήθως καταρτίζεται αφού έχει ληφθεί η γνώμη της αρμόδιας επιτροπής ανταγωνισμού
- Υπογραφή συμφωνίας.
- Τελικός έλεγχος.
- Συγχώνευση. Όταν γίνει η υπογραφή της σύμβασης, θα πρέπει να εξασφαλιστεί η ομαλή μεταβίβαση καθώς και η συνέχιση των εργασιών.

¹¹ Μελέτη δέουσας (προσήκουσας) επιμέλειας

Διάγραμμα 4.4: Τυπικός Κύκλος Εξαγοράς



4.4.2 Η due diligence

Η due diligence, σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομικών (Ελλάδας) ορίζει την ανάλυση της κατάστασης μιας επιχείρησης για τον προσδιορισμό του κινδύνου που αντιπροσωπεύει για το αντισυμβαλλόμενο μέρος (π.χ. δανειστής, υποψήφιος αγοραστής). Είναι ένα αμερόληπτο τρίτο πρόσωπο (όπως ελεγκτικός οίκος ή δικηγορικό γραφείο) εκ μέρους της οντότητας που προτίθεται να προβεί σε εξαγορά για σκοπούς παροχής της δέουσας πληροφόρησης βάσει της οποίας θα αξιολογηθούν τα οφέλη και οι κίνδυνοι που εμπλέκονται. Άλλες περιπτώσεις διενέργειας Due diligence είναι το δάνειο για χρηματοδότηση. Η αποτίμηση της εταιρίας – στόχου, επομένως, διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην εξαγορά της εταιρείας.

Οι πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση πρέπει να αντιπαραβάλλονται ούτως ώστε να αποτιμηθεί η αξία της επιχείρησης και να μειωθούν οι προφανείς και κρυφοί κίνδυνοι που συνδέονται με τη συναλλαγή, έτσι ώστε να μπορούν να αξιολογηθούν τα πλεονεκτήματα και αδυναμίες που ενέχει η σχεδιαζόμενη εξαγορά από τη μία πλευρά και οι ευκαιρίες και κίνδυνοι από την άλλη. Όλες οι πληροφορίες, τα γεγονότα και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά πρέπει να αναφερθούν στην έγγραφη έκθεση του due diligence, κυρίως για αποδεικτικούς σκοπούς και τεκμηρίωση.

Η due diligence θα πρέπει να περιλαμβάνει κάθε απαραίτητη πληροφορία για την επιχείρηση, δηλαδή:

- δεδομένα της εταιρείας από την ίδρυσή της,
- πληροφορίες σχετικά με τη στρατηγική κατεύθυνση της εταιρείας, την εμπορική της πολιτική, κλπ.,

- το περιβάλλον της εταιρείας και τις επικρατούσες συνθήκες,
- την οικονομική κατάσταση και τα ιδιαίτερα στοιχεία του ενεργητικού της εταιρείας, ταμειακή ροή, ρευστότητα και κερδοφορία,
- πόσο η διαχείριση είναι οργανωμένη και το τεχνικό πρότυπο της εταιρείας,
- τα επίπεδα στελέχωσης,
- η νομική και φορολογική κατάσταση,
- θέματα που αφορούν το περιβάλλον

Η μελέτη δέουσας επιμέλειας μπορεί να είναι Χρηματοοικονομική, για την επιβεβαίωση χρηματοοικονομικών ιστορικών στοιχείων και την εξέταση οικονομικών προβλέψεων. Μπορεί να είναι Επιχειρηματική/Στρατηγική για την εξέταση τάσεων αγοράς, τομέα, προσδιορισμός στοιχείων όπως πελάτες- κλειδιά, προμηθευτές, και αξιολόγηση διαδικασιών, διεύθυνσης κλπ. Καθώς και Φορολογική, Νομική για την επιβεβαίωση νομικής κατάστασης εταιρείας: μέτοχοι, διευθυντές, καταστατικά έγγραφα, συμβόλαια κλπ και τέλος Τεχνολογική ή Περιβαλλοντολογική

4.4.3 Η σύμβαση πώλησης

Εάν η due diligence έχει εκτελεστεί ικανοποιητικά και συμφωνήθηκε η τιμή πώλησης, θα πρέπει να καταρτιστεί το σχέδιο της σύμβασης πώλησης.

Στην Ελλάδα, οι συμβάσεις για την πώληση μιας εταιρείας καλύπτονται από τις αντίστοιχες γενικές διατάξεις του αστικού δικαίου (Αστικός Κώδικας, ΑΚ) που προκύπτουν από τις διατάξεις του ενοχικού δικαίου και, ανάλογα με τις ρυθμίσεις της σύμβασης, και άλλες διατάξεις του ΑΚ ή της εμπορικής νομοθεσίας.

Εκτός από τα "essentialia negotii", δηλαδή τα βασικά στοιχεία της σύμβασης, η σύμβαση πώλησης περιέχει μια ακριβή περιγραφή του αντικειμένου της πώλησης και της τιμής πώλησης, την ημερομηνία ολοκλήρωσης καθώς και όρους που αφορούν την εγγύηση, διαβεβαιώσεις και εγγυήσεις, που αποτελούν αναπόσπαστα μέρη οποιασδήποτε σύμβασης για την πώληση της εταιρείας. Η σύμβαση συνήθως περιλαμβάνει επίσης θέματα που αφορούν τα δικαιώματα και υποχρεώσεις που απορρέουν από υφιστάμενες σχέσεις, τις πιθανές εξαιρέσεις ευθύνης και παραγραφής αξιώσεων, συμβατικές κυρώσεις, απαγορεύσεις του ανταγωνισμού και ρυθμίσεις για την ανατροπή της σύμβασης σε περίπτωση μη τήρησης των κυρίων υποχρεώσεων. Επιπλέον, πρέπει να διασαφηνίζονται ο τρόπος και ο μηχανισμός αποπληρωμής καθώς και οι όροι μη ανταγωνισμού.

Σε περίπτωση που ο πωλητής παραβεί τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τη σύμβαση πώλησης, ο αγοραστής πρέπει να έχει την ευκαιρία να μειωθεί η τιμή πώλησης καθώς και την αξίωση διόρθωσης ή αντικατάστασης. Σε περίπτωση που η συμβατική παροχή καθυστερεί ή δεν εκπληρωθεί καθόλου, ο αγοραστής μπορεί να απαιτήσει την εκπλήρωση και αποζημίωση ή να υπαναχωρήσει από τη σύμβαση πώλησης και να προβάλει αξιώσεις για αποζημίωση λόγω μη εκπλήρωσης.

Στην περίπτωση των ανωνύμων εταιριών, η εξαγορά ή επένδυση ολοκληρώνεται συνήθως μέσω ενός "share deal", με την μεταβίβαση των μετοχών της εν λόγω εταιρείας. Ενώ στην περίπτωση της ΕΠΕ απαιτείται συμβολαιογραφική σύμβαση

πώλησης για την μεταβίβαση των μεριδίων των εταιριών, στην περίπτωση της ΑΕ οι μετοχές μπορούν να μεταβιβαστούν με ιδιωτικό συμφωνητικό.

Η αγορά περιουσιακών στοιχείων μίας εταιρίας συνηθίζεται να ονομάζεται "asset-deal". Στην περίπτωση αυτή η έμφαση δεν δίδεται στην μεταβίβαση της εταιρείας *per se*, αλλά στην μεταβίβαση των περιουσιακών της στοιχείων.

Εάν η εξαγορά της εταιρείας έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία μιας ιδιαίτερα μεγάλης εταιρείας, ή αν βρίσκεται σε μια υψηλή θέση στην αγορά από άποψη ανταγωνισμού, η εξαγορά θα πρέπει επίσης να εξεταστεί από την άποψη της νομοθεσίας περί ελεύθερου ανταγωνισμού. Η έκβαση απόφασης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού θα αποφανθεί σχετικά με το εάν η προκύπτουσα εταιρία δεν επηρεάζει τις προϋποθέσεις του ανταγωνισμού με τις άλλες εταιρίες του ίδιου κλάδου.

Σε αυτή την περίπτωση, σύμφωνα με το ν. 3959/2011, η ελληνική νομοθεσία περί του ελεύθερου ανταγωνισμού ισχύει για την εξαγορά των εταιριών σε εθνικό επίπεδο.

Βιβλιογραφία 4^ο Κεφαλαίου

- Nikandrou, I., Papalexandris, N. and Bourantas, D.** (2000), “*Gaining employee trust after acquisition: implications for managerial action*”, *Employee Relations*, Vol. 22 No. 4, pp. 334-55.
- Schuler, R. and Jackson, S.** (2001), “*HR issues and activities in mergers and acquisitions*”, *European Management Journal*, Vol. 19 No. 3, pp. 239-53.
- Kay, I.T. and Shelton, M.** (2000), “*The people problem in mergers*”, *The McKinsey Quarterly*, Vol. 4, pp. 27-37.
- Swerdlow, D., Laseter, T., Cade, S., Engel, H. and Weissbarth, R.** (2001), “*Managing procurement through a merger: capturing the value of the deal*”, Booz Allen Hamilton White article, August.
- Kotter, J.P.** (1995), “*Leading change: why transformation efforts fail*”, *Harvard Business Review*, pp. 59-67.
- Martin K. J. and J.J. Mc Connell**, (1991), “*Corporate performance, corporate takeovers and management turnover*”.
- Firth, M.**, (1991). “*Takeovers, shareholder returns and executive rewards, Managerial and Decision economics*”.
- Thompson S., Girma S., Wright, P.**, (2006), “*The Impact of Merger Activity on Executive Pay in the UK*”, *Economica*, Vol.73 (290), pp.321-339.
- Nguyen, H. and Kleiner, B.H.** (2003), “*The effective management of mergers*”, *Leadership & Organization Development Journal*, Vol. 24 No. 8, pp. 447-54.
- Testa and Morosini** (2001), “*How to win in execution: the role of leadership in CNH construction equipment*”, *Proceedings of the Carnegie Bosch Institute Conference*, Berlin, 2-4 October
- Ghosn, C.** (2002), “*Saving the company without losing the business*”, *Harvard Business Review*, January, pp. 37-45.
- Tom Donnelly, David Morris and Tim Donnelly**, (2005), “*Renault-Nissan: a marriage of necessity?*”, *European Business Review* Vol. 17 No. 5, 2005 pp. 428-440
q Emerald Group
- Holl, P. and Kyriazis, D.**, (1997). “*Wealth creation and bid resistance in UK takeover bids*”. *Strategic Management Journal*, 18, 483–498.
- Christian Tuch and Noel O’Sullivan**, (2007), “*The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence*”, *International Journal of Management Reviews* Volume 9 Issue 2 pp. 141–170, Blackwell Publishing Ltd 2007

Κεφάλαιο 5: ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ Σ & Ε

Εισαγωγή

Η προσπάθεια να απαντηθεί το ερώτημα, εάν οι Σ & Ε δημιουργούν ή καταστρέφουν την αξία για τους μετόχους των εταιριών που εμπλέκονται, και γενικότερα για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (π.χ. μέτοχοι, διοίκηση, εργαζόμενοι, κυβέρνηση), έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον των ακαδημαϊκών ερευνητών εδώ και πολλά χρόνια.

Είναι σαφές ότι το ενδιαφέρον αυτό προκύπτει, λόγω των μεγάλων κεφαλαιακών επενδύσεων που απαιτούνται για τη σύναψη των Σ & Ε, του υψηλού βαθμού δεσμεύσεως και κινδύνου αυτών των κεφαλαίων, καθώς και των πολλαπλών σοβαρών επιπτώσεων σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη.

Στο παρόν κεφάλαιο θα ξεκινήσουμε την ανάλυση με τα κύρια εμπλεκόμενα πρόσωπα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αυτούς που προκαλούν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, τους λόγους που παρακινούν τους μετόχους ή επενδυτές να εμπλέκονται και τι ζητούν να αποκομίσουν μέσα από την τελική συμφωνία. Βάση κυρίως του λόγου της αποκόμισης κερδών, στη συνέχεια, θα αναλύσουμε τον όρο της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης, καθώς μέσω των αποτελεσμάτων της θα γίνει η λήψη της απόφασης για επένδυση, ώστε να προκύψουν τα πολυπόθητα κέρδη.

5.1 Σκοπιμότητα Επενδυτών – Μετόχων

Η βασική υπόθεση πίσω από μία προτεινόμενη συγχώνευση είναι ότι δύο ή περισσότερες εταιρίες ενωμένες σε μία ενιαία εταιρία είναι καλύτερα από ότι μόνες τους.

Οι επενδυτές - μέτοχοι είναι προφανές ότι διακατέχονται από τη σκοπιμότητα κυρίως του χρηματικού κέρδους. Αυτό είναι εύκολα αντιληπτό από το γεγονός ότι η συγκεκριμένη κατηγορία ενδιαφερόμενων είναι αυτή που με τα επιχειρηματικά της κεφάλαια χρηματοδοτεί τη λειτουργία υφιστάμενων επιχειρήσεων, αλλά και τη δημιουργία νέων. Τόσο στην πρώτη περίπτωση όσο και στη δεύτερη, η τοποθέτηση κεφαλαίων από την πλευρά των μετόχων – εταίρων ενέχει ένα βαθμό αβεβαιότητας ή αλλιώς κινδύνου, αλλά συγχρόνως και κέρδους (beta coefficient).

Γενικότερα, είναι γνωστό ότι ο βαθμός του κινδύνου που απορρέει από τη συμμετοχή σε κάποια μορφή επένδυσης ποικίλλει και εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Οι παράγοντες αυτοί μπορεί να είναι εσωτερικοί ή εξωτερικοί και να σχετίζονται άμεσα ή έμμεσα με τη δραστηριότητα της επιχείρησης και ανάλογα με την πορεία τους να την επηρεάζουν θετικά ή αρνητικά. Έτσι, κατ' επέκταση, λειτουργούν είτε επωφελώς, είτε όχι για τους επενδυτές – μετόχους. Ενδεικτικά, μπορούμε να αναφέρουμε ότι τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι η πορεία της τιμής του πετρελαίου, το ύψος των επιτοκίων και του πληθωρισμού, η ανταγωνιστικότητα του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, αλλά και της ίδιας της επιχείρησης όπου ο επενδυτής - μέτοχος έχει τοποθετήσει κεφάλαια. Τέλος, αναμφισβήτητης σημαντικότητας για

την επωφελή ή ζημιογόνα λειτουργία μιας επιχείρησης και συνεπώς και για τα αντίστοιχα επενδυτικά αποτελέσματα των επενδυτών – μετόχων, είναι και η επιχειρηματική ικανότητα του management.

Ειδικότερα ο επενδυτής – μέτοχος αποβλέπει στα εξής οφέλη:

- Στη λήψη κάποιου μερίσματος στο μέλλον, διατηρώντας τα κεφάλαια που έχει επενδύσει σε τουλάχιστον μέσο - μακροπρόθεσμο ορίζοντα.
- Στην πιθανή λήψη κάποιων δικαιωμάτων από τη διανομή αποθεματικών κεφαλαίων της εταιρείας.
- Στη πραγματοποίηση κερδών κεφαλαίου, με αύξηση της τιμής διαπραγμάτευσης των τίτλων (μετοχών) στους οποίους έχει τοποθετήσει κεφάλαια.

Η εκτίμηση της αξίας των μετοχών μιας επιχείρησης είναι μια εργασία αρκετά πολύπλοκη και για αυτό απαιτείται να γίνεται από ειδικούς αναλυτές επενδύσεων. Η εκτίμηση γίνεται με αντικειμενικό σκοπό τη λήψη απόφασης για νέα αγορά τίτλων ή την πώληση των ήδη κατεχομένων ή τη διατήρηση των ήδη επενδυμένων κεφαλαίων σε τίτλους,

5.2 Σκοπιμότητα Αναλυτών

Όταν μιλάμε για τη σκοπιμότητα των αναλυτών σε περιπτώσεις εξαγοράς μιας επιχείρησης από μία άλλη ή για συγχώνευση μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, θα πρέπει να έχουμε στο μυαλό μας ότι οι αναλυτές των επιχειρηματικών αυτών ενεργειών λειτουργούν ουσιαστικά όπως οι μέτοχοι – επενδυτές.

Βέβαια, σε αυτές τις περιπτώσεις οι εν λόγω αναλυτές, θα πρέπει να προχωρήσουν και σε εκτίμηση ενός σοβαρού χρηματοοικονομικού μεγέθους που καλείται **υπεραξία (goodwill)** και θα μπορούσαμε να το χαρακτηρίσουμε ως μια κατά βάση σύνθετη έννοια.

Ειδικότερα, η υπεραξία είναι η διαφορά μεταξύ του τιμήματος που καταβάλλεται για την εξαγορά μιας επιχείρησης και της αξίας των καθαρών περιουσιακών στοιχείων που πραγματικά αποκτά η επιχείρηση που πραγματοποιεί την εξαγορά.

Ουσιαστικά, η υπεραξία αφορά άυλα περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού, δηλαδή στοιχεία τα οποία έχουν αξία αλλά δεν είναι απτά και δεν μπορούμε να τα ξοδέψουμε με την απλή καθημερινή έννοια. Τέτοια στοιχεία είναι οι εργαζόμενοι, το πελατολόγιο, τα δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας, οι ευρεσιτεχνίες, το brand name, το σήμα, η φήμη, οι πηγές στρατηγικής ισχύος κλπ.

Συνεπώς, η πραγματοποιούμενη από τους ειδικούς αναλυτές των οικονομικών στοιχείων είναι πολύτιμη για τον προσδιορισμό της οικονομικής και λειτουργικής αξίας των συγχωνευομένων επιχειρήσεων ή της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

5.3 Η Αποδοτικότητα Σ & Ε

Με τον όρο αποδοτικότητα εννοούμε, γενικά, την ικανότητα διατήρησης και επαύξησης της καθαρής θέσης της επιχείρησης. Ενώ με τον όρο ρευστότητα εννοούμε την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, όταν αυτές καθίστανται ληξιπρόθεσμες.

Η επιχείρηση είναι ένας μηχανισμός, του οποίου τα ζωτικά εξαρτήματα είναι τόσο πολυάριθμα και λεπτά που δεν αφήνουν περιθώρια στους διοικούντες της για αυτοσχεδιασμούς. Έτσι, κρίνεται αναγκαίο η επιχείρηση να διαθέτει όργανα μέτρησης και ελέγχου για να διατηρήσει ισορροπία στη λειτουργία της και να επιτύχει βιωσιμότητα και ανάπτυξη.

Για να είναι έγκυρη η διαχρονική σύγκριση, θα πρέπει η επιχείρηση να εφαρμόζει με συνέπεια τις ίδιες μεθόδους, κανόνες και αρχές σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων της, όπως κανόνες αποτίμησης, λογισμού αποσβέσεων, προβλέψεων, κ.λ.π., σε ολόκληρη την αναλυόμενη χρονική περίοδο. Ο δε ρυθμός του πληθωρισμού να είναι χαμηλός, διαφορετικά θα πρέπει να αποπληθωρίζονται τα λογιστικά μεγέθη ή να λαμβάνονται υπόψη οι επιδράσεις του. Για αυτό και παρατηρούμε σε κάθε δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων να αφιερώνονται αρκετές σελίδες για τη διευκρίνιση και αποσαφήνιση των αρχών και κανόνων που ακολούθησαν οι συντελεστές αυτών. Με αυτό τον τρόπο εξασφαλίζεται ότι η σύγκριση των οικονομικών καταστάσεων μπορεί να γίνει διαχρονικά και είναι δυνατή η έκβαση των αποτελεσμάτων για την πορεία της επιχείρησης.

5.3.1 Έννοια και σκοπός της αποτίμησης

Ως έννοια της *αποτίμησης (valuation)* νοείται η διαδικασία μετατροπής των μελλοντικών προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου αυτής, σύμφωνα με τους Palepu Healy & Bernard (2004).

Οι σημαντικότεροι τομείς εφαρμογής της αποτίμησης είναι:

- οι επενδυτικές προτάσεις αναλυτών,
- η επιλογή άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης,
- οι εξαγορές και συγχωνεύσεις IPOs,
- στη διαμόρφωση στρατηγικής και
- ως σημαντικής πηγή πληροφόρησης.

Σκοπός της διαδικασίας της αποτίμησης είναι σε πολλές περιπτώσεις η διάκριση των μετοχών σε υπερτιμημένες και υποτιμημένες για τον εντοπισμό επενδυτικών ευκαιριών. Επίσης, η διαδικασία της αποτίμησης οδηγεί τους ενδιαφερόμενους σε εξαγωγή συμπερασμάτων για τις προσδοκίες της αγοράς, όσον αφορά την μελλοντική προοπτική βιωσιμότητας και κερδοφορίας μιας επιχείρησης, μέσω σύγκρισης των θεμελιωδών στοιχείων της, αλλά και με τη δημιουργία σημείων αναφοράς (*benchmarks*).

Αναμφισβήτητα, η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί αναγκαίο εργαλείο για τη διενέργεια αξιολόγησης επιχειρηματικών γεγονότων και ειδικότερα όσον αφορά τις

επιδράσεις στην αξία των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε ενέργειες συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ακόμη, η εφαρμογή των τεχνικών της αποτίμησης αποτελεί έναν σπουδαίο μηχανισμό διαλόγου ανάμεσα στη Διοίκηση μιας εταιρείας, στους μετόχους αυτής ή στους αναλυτές για θέματα που επιδρούν στην αξία της εταιρείας, όπως επίσης αποτελεί και ένα σπουδαίο εργαλείο αξιολόγησης των εναλλακτικών στρατηγικών της εταιρείας.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συνοπτικά το σκοπό της διαδικασίας της αποτίμησης:

Πίνακας 5.3: Σκοπός αποτίμησης

Επιλογή Μετοχών	<i>Αναγνώριση επενδυτικών ευκαιριών ανάμεσα σε υποτιμημένες και υπερτιμημένες μετοχές</i>
Συμπεράσματα για τις προσδοκίες της αγοράς	<i>Οι τιμές απεικονίζουν τις προσδοκίες της αγοράς για τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας - Σύγκριση με Fundamentals - Δημιουργία Benchmarks</i>
Αξιολόγηση επιχειρηματικών γεγονότων	<i>Επίδραση στην αξία της εταιρείας των εξαγορών, συγχωνεύσεων, MBOs, spin-offs, Divestitures</i>
Μηχανισμός διαλόγου	<i>Διάλογος ανάμεσα στη Διοίκηση, τους μετόχους και τους αναλυτές για θέματα που επηρεάζουν την αξία της εταιρείας</i>
Αξιολόγηση στρατηγικών	<i>Διαρκής αξιολόγηση από τους μετόχους, πώς η κάθε εναλλακτική στρατηγική επιδρά στην αξία της εταιρείας</i>
Αποτίμηση private εταιρειών	<i>Η τιμή της μετοχής δεν διαπραγματεύεται δημόσια, απαραίτητη η αποτίμηση π.χ. σε IPOs</i>

5.4 Μέθοδοι Αποτίμησης

Μία μέθοδος, που ιστορικά αναπτύχθηκε και πρώτη, ήταν η Χρήση Λογιστικών Μεγεθών (κέρδη, ταμειακές ροές, βασικοί δείκτες, κ.λ.π.) για την εξέταση των επιπτώσεων της συγχώνευσης πάνω στην ενιαία εταιρία, συγκρίνοντας την πορεία των μεγεθών αυτών πριν και μετά τη συγχώνευση. Η σύγκριση με την προ της συγχώνευσης απόδοση των εν λόγω συγχωνευομένων εταιριών γίνεται με την απόδοση ενός συγκρίσιμου δείγματος μη συγχωνευομένων επιχειρήσεων (control group) του ίδιου κλάδου.

Μία άλλη μέθοδος, που έγινε δημοφιλής μετά την αποδοχή της Θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών¹² (Efficient Market Hypothesis) και της εφαρμογής της στην πρωτοπόρα μελέτη των Fama, Fisher, Jensen & Roll για την επίπτωση της δημόσιας ανακοίνωσης των stock splits¹³ στις τιμές των μετοχών, είναι η λεγόμενη

¹² Η θεωρία αναφέρει ότι σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες.

«Αποτελεσματική» είναι μια αγορά, όπου υπάρχει μεγάλος αριθμός λογικών παραγόντων μεγιστοποίησης του κέρδους, οι οποίοι ανταγωνίζονται ενεργώς μεταξύ τους και προσπαθούν να προβλέψουν τις μελλοντικές αγοραίες αξίες μεμονωμένων χρεογράφων.

¹³ Μια διάσπαση μετοχών είναι μια απόφαση από τους διευθυντές του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας για αύξηση του αριθμού των μετοχών που είναι σε κυκλοφορία με την έκδοση περισσότερων μετοχών στους μετόχους. Για παράδειγμα, σε 2-για-1 split μετοχών, κάθε μέτοχος με ένα απόθεμα αποκτά ένα επιπλέον μερίδιο. Έτσι, εάν μια εταιρεία

Event Study Analysis ή Abnormal Returns Methodology, Μέθοδος Μη Κανονικών Αποδόσεων. Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετόχων, τόσο του υποψήφιου αγοραστή (Bidder), όσο και της εταιρίας στόχου της εξαγοράς. Η πρώτη μέθοδος μελετά την επίπτωση της συγχώνευσης μετά το γεγονός, ex-post ανάλυση, ενώ η δεύτερη αφορά ex-ante ανάλυση, δηλ. τη μελέτη των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με την επίπτωση του γεγονότος.

Μία άλλη μέθοδος είναι η Θεμελιώδης Αποτίμηση (Fundamental Valuation Techniques) που εκτελείται στα ιστορικά και παρόντα στοιχεία, αλλά με σκοπό τη δημιουργία οικονομικών προβλέψεων. Υπάρχουν διάφοροι αντικειμενικοί στόχοι για τη χρήση της μεθόδου, όπως να διευθύνει μια επιχείρηση αξιολόγησης αποθεμάτων (stock valuation) και να προβλέψει την πιθανή εξέλιξη των τιμών, την απόδοση της επιχείρησης, να αξιολογήσει τη διαχείριση και να παίρνει αποφάσεις για το εσωτερικό της επιχείρησης και για να υπολογίζει τον πιστωτικό κίνδυνο.

Παρακάτω βλέπουμε αναλυτικότερα πληροφορίες για την χρήση των μεθόδων.

- Μέθοδος Μη Κανονικών Αποδόσεων (Abnormal Returns)
- Μέθοδος Θεμελιακής Αποτίμησης (Fundamental Valuation Techniques)
- Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης Βάσει Λογιστικών Στοιχείων (Accounting Based Operational Performance Evaluation)

5.4.1 Μέθοδος Μη Κανονικών Αποδόσεων (Abnormal Returns)

Η μέθοδος αυτή συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών της αγοράστριας και εξαγοραζόμενης εταιρίας κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης της συμφωνίας (event) μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις (predicted or expected returns) στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί βάσει των ιστορικών στοιχείων μίας περιόδου (συνήθως 3-5 έτη προ του event), η οποία είναι «καθαρή» από το συγκεκριμένο γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται Abnormal Returns (AR) και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός. Εάν η διαφορά αυτή είναι θετική τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε η συγχώνευση καταστρέφει αξία (Negative Project Value, NPV), ενώ εάν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη. Για να ελεγχθεί εάν ισχύουν οι επιπτώσεις αυτές για το δείγμα των παρατηρήσεων γίνονται στατιστικοί έλεγχοι σημαντικότητας (παραμετρικοί και μη παραμετρικοί).

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

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

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

$t=1,2,3,\dots,T$ (μήνες ή ημέρες)

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

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

είχε 10 εκατ. μετοχές σε κυκλοφορία πριν από τη διάσπαση, θα έχει 20 εκατομμύρια μετοχές σε κυκλοφορία μετά από 2-για-1 διάσπαση.

Υπάρχουν έτσι, δύο χρονικές περιόδους. Την περίοδο υπολογισμού (estimation period) των «καθαρών» αποδόσεων και την περίοδο παρατηρήσεως (observation period) που μπορεί να καταταμηθεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους, τα λεγόμενα event windows. Η ημερομηνία του γεγονότος (ημέρα ή μήνας δημοσίευσης ανακοινώσεως του bid) λέγεται event day/month, και τοποθετείται για όλη τη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0. Συνήθως λαμβάνονται μηνιαία δεδομένα καθώς οι κατανομές των αποδόσεων των μετοχών τείνουν να είναι περισσότερο κανονικές από αυτές που καταρτίζονται σε ημερήσια βάση. Συνήθως, η περίοδος υπολογισμού (estimation period) τελειώνει 1-3 μήνες πριν το σημείο 0 για να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος της διαπραγμάτευσης 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 επαν-επενδύονται), ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων, τα οποία λέγονται και benchmark returns, είναι κάπως πιο πολύπλοκος και γίνεται με την ανάλυση παλινδρομήσεων (regression analysis) με τη βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων, όπως το market model (απλούστευση του CAPM), το mean adjusted return model και το market adjusted return model.

5.4.2 Μέθοδος Θεμελιακής Αποτίμησης (Fundamental Valuation Techniques)

Η θεμελιώδης αποτίμηση των προνομιούχων μετοχών στηρίζεται στην οικονομική ανάλυση των ιστορικών οικονομικών στοιχείων και μια αξιολόγηση των επιχειρησιακών προοπτικών ενός εκδότη ομολογιακών δανείων. Τα ιστορικά στοιχεία αποδεικνύουν την πορεία της επιχείρησης και τον τρόπο διοίκησης της. Η αξιολόγηση των επιχειρησιακών προοπτικών ενός εκδότη ομολογιακών δανείων περιλαμβάνει την μελέτη των συνθηκών του περιβάλλοντος μέσα στο οποίο μια επιχείρηση λειτουργεί.

Η οικονομική ανάλυση της επιχείρησης εξετάζει τις τάσεις για την κερδοφορία της, την αποδοτικότητα στην υιοθέτηση κεφαλαίου, την οικονομική δυνατότητα και τους άλλους παράγοντες που ο αναλυτής θεωρεί σημαντικούς. Αυτοί αξιολογούνται με τον υπολογισμό των εφαρμόσιμων οικονομικών δεικτών, το σχέδιο των πωλήσεων και της αύξησης κέρδους.

Σημαντικοί δείκτες θεωρούνται: το ακαθάριστο και καθαρό περιθώριο κέρδους, ο κύκλος εργασιών, το οικονομικό και λειτουργικό δυναμικό, η επενδυτική κάλυψη τρεχουσών και αμέσων δεικτών. Τα κριτήρια αποτίμησης περιλαμβάνουν την τιμή, τις αποδοχές, τη λογιστική αξία ανά μερίδιο, την απόδοση των κερδών και την απόδοση των μερισμάτων καθώς και τους αποδοτικούς δείκτες. Η βασική αξιολόγηση της επιχειρησιακής προοπτικής, περιλαμβάνει την εξέταση όλων των διαθέσιμων δημόσιων πληροφοριών και τις ερευνητικές αναφορές που αφορούν την επιχείρηση.

5.4.3 Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης Βάσει Λογιστικών Στοιχείων (Accounting Based on Operational Performance Evaluation)

Η μέθοδος αυτή εφαρμόστηκε πρώτη ιστορικά για τη μελέτη των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων, πολύ πριν καθιερωθούν η Θεωρία της Αποτελεσματικότητας των Αγορών και η χρήση του CAMP, που αναβάθμισαν τη σημασία της αξιοποίησης στοιχείων της αγοράς για τη διεξαγωγή επιστημονικών συμπερασμάτων.

Χρησιμοποιεί διάφορα μέτρα σύγκρισης που υπολογίζονται βάσει κυρίως λογιστικών στοιχείων (π.χ. λειτουργικά κέρδη – EBIT, πωλήσεις, ταμειακές ροές, δείκτες ROE, ROA, κ.λ.π.). Με τον τρόπο αυτό:

- Αποφεύγονται τα προβλήματα των στοιχείων της μεθόδου των μετοχικών αποδόσεων.
- Επιχειρείται μία εις βάθος ανάλυση της πραγματικής επίπτωσης των συγχωνεύσεων, όπως αυτή καταγράφεται από τις λογιστικές καταστάσεις.
- Αποφεύγονται τα προβλήματα έλλειψης στοιχείων για τις μη εισηγμένες εταιρίες.

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων διαθέτει μια σειρά από μεθόδους, από τις οποίες ο αναλυτής μπορεί να επιλέξει όποια εξυπηρετεί καλύτερα τον επιδιωκόμενο σκοπό του. Οι πιο βασικές μεθόδους ανάλυσης είναι:

- Κάθετη ανάλυση ή Καταστάσεις κοινών μεγεθών.
- Οριζόντια ανάλυση ή Συγκριτικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις.
- Ανάλυση με αριθμοδείκτες τάσης ή Χρηματοοικονομικές καταστάσεις τάσης.
- Ανάλυση με αριθμοδείκτες.
- Ανάλυση του Νεκρού Σημείου των συναλλαγών.

Κάθε μέθοδος ανάλυσης έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, γι' αυτό οι αναλυτές συχνά επιλέγουν ένα μέσο ανάλυσης ως κύριο, ενώ παράλληλα, χρησιμοποιούν επικουρικά και κάποιο άλλο. Γενικά, οι αναλυτές δίνουν ένα σχετικό προβάδισμα στην τεχνική της ανάλυσης με αριθμοδείκτες, γιατί αναγνωρίζουν ότι η τεχνική αυτή προσφέρεται περισσότερο από τις άλλες μεθόδους στην ερμηνεία χρηματοοικονομικών δεδομένων.

Να σημειώσουμε ακόμα ότι οποιαδήποτε ανάλυση περιλαμβάνει τα εξής τρία στάδια:

- α) Την κατανόηση του επιδιωκόμενου σκοπού, την επιλογή μεθόδου και τον προσδιορισμό χρήσιμων σχέσεων από τα λογιστικά στοιχεία των καταστάσεων.
- β) Την ταξινόμηση των καταστάσεων, με τρόπο ώστε να μπορούν να υπολογιστούν οι μεταξύ τους σημαντικές σχέσεις.
- γ) Την αξιολόγηση, μελέτη και ερμηνεία των πιο πάνω σχέσεων.

5.4.3.1 Κάθετη ανάλυση

Πρόκειται για μια μέθοδο ανάλυσης, κατά την οποία ένα σημαντικό μέγεθος ή στοιχείο μιας συγκεκριμένης οικονομικής κατάστασης, όπως για παράδειγμα είναι για τον ισολογισμό το άθροισμά του, για τα αποτελέσματα χρήσης οι πωλήσεις, χρησιμοποιείται ως βάση υπολογισμού και όλα τα άλλα στοιχεία της οικονομικής κατάστασης συγκρίνονται προς αυτό. Αποτέλεσμα της σύγκρισης αυτής, είναι ότι όλα τα στοιχεία της χρηματοοικονομικής κατάστασης εκφράζονται πλέον ως ποσοστά του ποσού του μεγέθους που λήφθηκε ως βάση υπολογισμού και το οποίο παριστάνεται με το 100 %.

Συχνά, είναι εποικοδομητικό να ευρεθεί το ποσοστό συμμετοχής κάθε στοιχείου ξεχωριστά στο σύνολο κάποιας κατηγορίας στοιχείων. Έτσι, φαίνεται αμέσως η σχετική σπουδαιότητα π.χ. των κυκλοφοριακών και μη κυκλοφοριακών στοιχείων ή το σχετικό ύψος χρηματοδότησης από βραχυχρόνιους ή μακροχρόνιους πιστωτές.

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που παρουσιάζουν τα στοιχεία τους σε απόλυτους αριθμούς και σε ποσοστά ή μόνο σε ποσοστά, λέγονται, είτε καταστάσεις «κοινού μεγέθους», γιατί τα ποσοστά υπολογίζονται πάνω σε κοινή βάση, είτε καταστάσεις του «100%», είτε ακόμα και καταστάσεις «συστατικού ποσοστού», γιατί κάθε κατάσταση ανάγεται στο σύνολο του 100 και κάθε στοιχείο της εκφράζεται ως ποσοστό στο σύνολο του 100.

Η κάθετη ανάλυση ή οι καταστάσεις «κοινού μεγέθους» μπορούν να περιγραφούν ως μέσα ανάλυσης της εσωτερικής δομής των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η μέθοδος αυτή οφείλει την ονομασία της στο γεγονός ότι εφαρμόζεται σε οικονομικές καταστάσεις κάθετης παράθεσης (μορφής) και η μελέτη, συνεπώς, των ποσοστών που εμφανίζονται σ' αυτές γίνεται κατά κάθετο τρόπο.

5.4.3.2 Οριζόντια Ανάλυση

Πρόκειται για μια μέθοδο ανάλυσης, κατά την οποία συγκρίνονται και αξιολογούνται οι μεταβολές των διαφόρων ομάδων - στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων και των μεταβολών της χρηματοοικονομικής θέσης μιας επιχείρησης, δύο ή περισσότερων ετών. Σ' αυτήν, αντιπαρατίθενται τα κονδύλια διαδοχικών ισολογισμών ή αποτελεσμάτων χρήσης, δύο ή περισσότερων χρήσεων και παρακολουθείται και μελετάται η διαχρονική εξέλιξή τους, διότι έτσι οι πληροφορίες που προκύπτουν απ' αυτές είναι πιο αποκαλυπτικές για τον αναλυτή.

Η ονομασία της οφείλεται στο ότι προσδιορίζονται και μελετώνται οι οριζόντιες μεταβολές στα στοιχεία των διαδοχικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι διαδοχικές δε αυτές καταστάσεις, λέγονται Συγκριτικές Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις (Comperative Statements). Έτσι, ετήσια, εξαμηνιαία, τριμηνιαία ή και μηνιαία στοιχεία, μπορούν εύκολα να συγκριθούν με τα αντίστοιχα προηγούμενων χρήσεων και να οδηγήσουν σε συμπεράσματα, σχετικά με την τάση και το ρυθμό τους διαχρονικά.

Για να είναι, όμως, δυνατή η σύγκριση των λογιστικών στοιχείων διαχρονικά, πρέπει οι συγκριτικές καταστάσεις να πληρούν τις εξής προϋποθέσεις:

- Η ταξινόμηση των στοιχείων να είναι ομοιόμορφη σε όλες τις περιόδους, στις οποίες αναφέρονται.
- Τα στοιχεία να είναι ενταγμένα στις ίδιες επί μέρους ομάδες στοιχείων.
- Να τηρούνται οι λογιστικές αρχές, καθ' όλη την υπό κρίση περίοδο. Σε περίπτωση που υπάρχει κάποια αλλαγή αυτών, θα πρέπει να σημειώνεται, ώστε να λαμβάνεται υπόψη από τον αναλυτή.
- Να σημειώνονται τυχόν μεταβολές στις συνθήκες ή στη φύση των στοιχείων.

Στην έκταση που οι παραπάνω προϋποθέσεις δεν τηρούνται, οι συγκρίσεις μπορεί να δώσουν παραπλανητική εικόνα και να οδηγήσουν σε εσφαλμένα συμπεράσματα.

5.4.3.3 Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Τάσης

Η εφαρμογή της οριζόντιας ανάλυσης σε συγκριτικές οικονομικές καταστάσεις που καλύπτουν μια μεγάλη χρονική περίοδο για την παρακολούθηση των διαχρονικών μεταβολών των οικονομικών στοιχείων, καθίσταται πιο κοπιαστική. Αυτό συμβαίνει γιατί ο υπολογισμός της ποσοστιαίας μεταβολής ενός οικονομικού στοιχείου, από έτος σε έτος, απαιτεί, κάθε φορά αλλαγή της βάσης υπολογισμού, με συνέπεια η σύγκριση των ετήσιων ποσοστιαίων μεταβολών του να γίνεται πραγματικά πιο δύσκολη.

Τα πράγματα γίνονται ακόμα πιο δύσκολα στην περίπτωση της σύγκρισης των ετήσιων ποσοστιαίων μεταβολών δύο ή περισσότερων οικονομικών στοιχείων. Στις περιπτώσεις αυτές, εφαρμόζεται ένα άλλο μέσο ανάλυσης: οι **αριθμοδείκτες τάσης**.

Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών τάσης, από τεχνικής άποψης, δεν παρουσιάζει καμία δυσκολία: επιλέγεται ένα έτος (ή κάποιο άλλο χρονικό σημείο) ως βάση των υπολογισμών, για αυτό λέγεται και έτος βάσης. Στη συνέχεια, τα ποσά των επιλεγμένων στοιχείων των επόμενων ετών υπολογίζονται ως ποσοστά πάνω στο ποσό του έτους βάσης (το έτος βάσης είναι ίσο με 100% ή απλά με το 100).

Για τον υπολογισμό της σειράς των αριθμοδεικτών τάσης ενός οικονομικού στοιχείου, για καθένα από τα επόμενα έτη της υπό εξέταση χρονικής περιόδου, χρησιμοποιείται ο τύπος:

$$\text{Αριθμοδείκτης τάσης έτους } (v) = \frac{\text{Αξία μεγέθους έτους } (v) \times 100}{\text{Αξία μεγέθους έτους βάσης}}$$

Κρίνετε σκόπιμο να σημειώσουμε ότι επειδή το έτος βάσης αποτελεί την αφετηρία για όλους τους υπολογισμούς και όλες τις μετέπειτα συγκρίσεις, θα πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο τυπικό ή κανονικό, από την άποψη των συνθηκών λειτουργίας και των αποτελεσμάτων της επιχείρησης ή αλλιώς να αντιπροσωπεύει την καλούμενη «τυπική» ή «ομαλή» δραστηριότητα της επιχείρησης. Γενικά, κατά την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων με αριθμοδείκτες τάσης, ως έτος βάσης λαμβάνεται το πρώτο έτος της χρονικής περιόδου που καλύπτει η ανάλυση, εκτός και αν το έτος αυτό δεν εκπληρώνει τις πιο πάνω προϋποθέσεις του έτους βάσης, οπότε θα πρέπει να επιλεγεί από τον αναλυτή ένα άλλο, πιο αντιπροσωπευτικό έτος.

5.5 Στάδια Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων μια επιχείρησης περιλαμβάνει τέσσερα στάδια:

1. Στατιστική Ανάλυση
2. Κριτική Διερεύνηση Δεικτών
3. Κριτική Διερεύνηση Πινάκων Κίνησης Κεφαλαίων
4. Εξαγωγή Συμπερασμάτων

Η ταξινόμηση του έργου σε τέσσερις φάσεις αποτελεί μια μεθοδολογική προσέγγιση, η οποία μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως υπόδειγμα ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων. Η μέθοδος αυτή οδηγεί σε τεκμηριωμένα συμπεράσματα, καθώς το αποτέλεσμα της προηγούμενης φάσης αποτελεί την πρώτη ύλη της επόμενης.

5.5.1 Στατιστική ανάλυση

Η στατιστική ανάλυση περιλαμβάνει:

α. Τον καθορισμό του αριθμού των χρήσεων που θα συμπεριληφθούν στην ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων. Προκειμένου να έχουμε μια αντιπροσωπευτική εικόνα της εξέλιξης των διαφόρων μεγεθών θα πρέπει η ανάλυση να ακολουθεί το υπόδειγμα των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας.

Στην περίπτωση μας, στο επόμενο κεφάλαιο που ακολουθεί αναλύονται οι οικονομικές καταστάσεις, για τις συμμετέχουσες εταιρίες, ένα οικονομικό έτος πριν τη συγχώνευση και το οικονομικό έτος κατά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Ενώ, για την προκύπτουσα συγχωνευόμενη εταιρία αναλύονται οι οικονομικές καταστάσεις ένα οικονομικό έτος πριν τη συγχώνευση και ένα οικονομικό έτος μετά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης.

β. Την επισκόπηση των λογαριασμών του ισολογισμού προκειμένου να κατανοηθεί πλήρως το ουσιαστικό περιεχόμενό τους. Αυτή η ενέργεια είναι απαραίτητη κυρίως, στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις δεν ακολουθούν τα διεθνή λογιστικά πρότυπα (ΔΛΠ), τα οποία εξασφαλίζουν την ομοιόμορφη κατάστρωσή τους.

γ. Την εμφάνιση του ισολογισμού με τέτοιο τρόπο, ώστε να διευκολύνεται η σύγκριση των ισολογισμών διαδοχικών χρήσεων. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται με την κάθετη μορφή και στη συνέχεια την παράθεση του ενός ισολογισμού δίπλα στον άλλο με πρώτο από αριστερά τον ισολογισμό της παλαιότερης χρήσεως. Το ίδιο και για τον ίδιο σκοπό ακολουθείτε και στην περίπτωση του λογαριασμού αποτελέσματα χρήσεως.

5.5.2 Κριτική διερεύνηση δεικτών

Οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες αποτελούν μια κατάλληλη μεθοδολογία με την οποία συνοψίζεται ένας μεγάλος αριθμός χρηματοοικονομικών δεδομένων προκειμένου να αξιολογηθούν οι επιδόσεις των επιχειρήσεων. Ο κυριότερος λόγος χρήσης των αριθμοδεικτών, που τους αναδεικνύει σε αξιόπιστο μέτρο σύγκρισης, είναι ότι ενώ τα απόλυτα ποσά που αναφέρονται στους λογαριασμούς του ισολογισμού πιθανόν να μεταβάλλονται, οι σχέσεις όμως μεταξύ των διαφόρων ομάδων περιουσιακών στοιχείων και στοιχείων του παθητικού παραμένουν σταθερές.

Η αξιοπιστία των αριθμοδεικτών βασίζεται στην αξιοπιστία του συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Για αυτό και αποτελεί μειονέκτημα των αριθμοδεικτών η δυνατότητα που έχει η διοίκηση μιας επιχείρησης να αναλάβει ενέργειες, οι οποίες έχουν ως στόχο την επιρροή των δεικτών και την εμφάνιση μιας πιο επιθυμητής εικόνας στους χρήστες των λογιστικών καταστάσεων. Επομένως, η διοίκηση ανάλογα

με τις λογιστικές μεθόδους που θα επιλέξει να εφαρμόσει, σε συνδυασμό με τις χρηματοοικονομικές και επενδυτικές αποφάσεις, μπορεί να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τα αποτελέσματα των αριθμοδεικτών.

Οι κυριότερες κατηγορίες αριθμοδεικτών είναι οι δείκτες αποδοτικότητας, περιθωρίου κέρδους, κυκλοφοριακής ταχύτητας, αποτελεσματικότητας διαχείρισης αποθεμάτων – απαιτήσεων – υποχρεώσεων, ρευστότητας, δανειακής επιβάρυνσης, κάλυψης τόκων – δανείων – μερισμάτων, παγιοποίησης περιουσίας, χρηματοδότησης ενεργητικού και δείκτες σε τρέχουσες αξίες.

5.5.3 Κριτική Διερεύνηση Πινάκων Κίνησης Κεφαλαίων

Ο πίνακας κίνησης κεφαλαίων (Sources and Uses of Funds) είναι μία από τις πιο βασικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις και απεικονίζει τις πηγές από τις οποίες έχουν αντληθεί τα νέα κεφάλαια καθώς και τον τρόπο με τον οποίο έχουν χρησιμοποιηθεί (Ευθύμογλου 1999, σελ. 117). Συνεπώς, κομμάτι της χρηματοοικονομικής ανάλυσης μιας επιχείρησης αποτελεί η συγκεντρωτική παρουσίαση όλων των πηγών από τις οποίες αντλήθηκαν τα νέα κεφάλαια κατά τη διάρκεια δύο διαδοχικών ισολογισμών και όλων των επενδύσεων στις οποίες επανατοποθετήθηκαν.

Η χρησιμότητα του πίνακα κινήσεως κεφαλαίων εγκύπτει από τις επιπλέον πληροφορίες που εξασφαλίζει για το επενδυτικό και ενδιαφερόμενο κοινό. Συγκεκριμένα, εγκύπτει στο γεγονός ότι απεικονίζει τα αίτια και τις συνέπειες της κίνησης των πόρων της επιχείρησης κατά τη διάρκεια της ετήσιας περιόδου, σε αντίθεση με τα αποτελέσματα χρήσης και τον ισολογισμό που απεικονίζουν τα ετήσια κέρδη και την κατανομή των πόρων της επιχείρησης στην αρχή και στο τέλος του έτους.

5.5.4 Εξαγωγή Συμπερασμάτων

Το σημαντικότερο ζήτημα στην χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί η ερμηνεία των προηγούμενων σταδίων και η εξαγωγή των συμπερασμάτων.

Με βάση τα εξαγόμενα συμπεράσματα, οι διευθυντές των επιχειρήσεων είναι σε θέση να γνωρίζουν πλήρως τη χρηματοοικονομική θέση των επιχειρήσεων, προκειμένου να εντοπίσουν τις τυχόν αδυναμίες της, στην προσπάθειά τους για συνεχή βελτίωση και αύξηση του πλούτου των μετόχων. Από την άλλη πλευρά, οι εν δυνάμει επενδυτές μπορούν να εκτιμήσουν τους κινδύνους που εγκυμονούν οι επιχειρήσεις ως επένδυση, αλλά και τις μελλοντικές χρηματικές ροές που μπορεί να τους επιφέρουν.

Για την επίτευξη και την ορθή έκβαση αυτών απαιτούνται:

- Συνδυασμός λογιστικών και χρηματοοικονομικών γνώσεων.
- Αλληλουχία μεταξύ Λογιστικής, Οικονομικού Λογισμού και Οικονομικής των Επιχειρήσεων.
- Γνώση του κλάδου που ανήκει και δραστηριοποιείται η επιχείρηση.
- Γνώση της διεθνούς και εγχώριας οικονομίας.

Βιβλιογραφία 5^ο Κεφαλαίου

Ξένη Βιβλιογραφία

Fama E.F. & Jensen M.C., (1983). “*Separation of ownership and control. Journal of law and Economics*”.

Fama, E.F., (1998), “*Market efficiency, long-term returns, and behavioural Finance*”.

Barder, B.M., J.D. Lyon and C.L. Tsai (1999), *Improved methods for tests of long-run abnormal returns*.

Baumol W.J.(1965) *The stock market and economic efficiency* (New York 1965).

Brown, S. & J. Warner (1985). *Using Daily Returns: The case of event studies*.

De Bondt W.F. & Thompson H.E. (1992). Is economic efficiency the driving force behind mergers? *Managerial and Decision Economics*

Healy P., Palepu K. & R Ruback, R (1992). *Does corporate performance improve after mergers?*

Sudarsanam S., (2003) «*Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges. An Integrated and International Perspective*», Prentice Hall International, London.

Ελληνική Βιβλιογραφία

Γεώργιος Π. Αρτίκης, (2003) «*Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Ανάλυση και Προγραμματισμός*», Εκδόσεις **Interbooks**

Νικήτας Α. Νιάρχου, (2004) «*Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*», Εκδόσεις **ΑΘ. Σταμούλη**

Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου (1999), «*Θέματα Χρηματοοικονομική Διοικήσεως*», τεύχος Α΄ Πειραιάς.

Κεφάλαιο 6: Μελέτη Περιπτώσεων Σ & Ε

Εισαγωγή

Οι επιχειρηματικές συμφωνίες και οι μεγάλες ανακατατάξεις που συμβαίνουν στην ελληνική αγορά κατά καιρούς, ακολουθούν συνήθως τις τάσεις της διεθνής αγοράς και εκτιμούν πάντα τις εσωτερικές συνθήκες. Μια σειρά ελληνικών επιχειρήσεων αλλάζει χέρια, ενώ άλλες συγχωνεύονται για να γίνουν πιο ανθεκτικές στο άκρως ανταγωνιστικό περιβάλλον που διαμορφώνεται.

Η συγχώνευση της Δέλτα Συμμετοχών Α.Ε. με την Chipita International A.E., οδήγησε στη δημιουργία της Vivartia A.E., ενός βαλκανικού γίγαντα που άλλαξε το επιχειρηματικό τοπίο στην ευρύτερη αγορά τροφίμων και ποτών, δίνει το στίγμα των επικείμενων ανακατατάξεων που δρομολογήθηκαν στην ελληνική αγορά.

Παρά το γεγονός ότι το 2005 έκλεισαν σημαντικές συμφωνίες στην ελληνική αγορά τηλεπικοινωνιών, αλλά και άλλων κλάδων, ο κύκλος των εξαγορών και των συγχωνεύσεων παραμένει ανοιχτός. Αποκορύφωμα αυτής της περιόδου αποτέλεσε η συμφωνία εξαγοράς των εταιριών HOL και Unibrain, δημιουργώντας την εταιρία Hellas on line, μέλος ενός κολοσσού στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών όπως η Intracom.

Στο παρόν κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με δύο πραγματικές περιπτώσεις συναλλαγών της ελληνικής αγοράς, την εξαγορά της HOL και της Unibrain το οικονομικό έτος 2007 και τη συγχώνευση της Δέλτα Συμμετοχών ΑΕ και της Chipita International ΑΕ το έτος 2006.

Θα παρουσιαστούν συγκεντρωμένες οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις των συμμετεχουσών εταιριών, με τη μορφή της οριζόντιας ανάλυσης, ένα οικονομικό έτος πριν το γεγονός και ένα έτος μετά. Σκοπός αυτής της ανάλυσης είναι να διαπιστωθούν οι θετικές ή αρνητικές επιπτώσεις της κάθε συμφωνίας, στις συμμετέχουσες εταιρίες και η πορεία της νέο δημιουργηθείσας εταιρίας κατά το πρώτο οικονομικό έτος λειτουργίας.

6.1 Μελέτη Περίπτωσης Πρώτη

Συγχώνευση Δέλτα Συμμετοχών ΑΕ & Chipita International S.A.

Τη Δευτέρα 19 Δεκεμβρίου 2005 ανακοινώθηκε το άνοιγμα ενός νέου κύκλου ανακατατάξεων στην ελληνική αγορά τροφίμων και ποτών και ειδικότερα στα γαλακτοκομικά, στα κατεψυγμένα προϊόντα και σε άλλα συγγενή προϊόντα που αφορούν τη συγχώνευση της Δέλτα Συμμετοχών με την Chipita.

Η συγχώνευση δημιουργεί μια μεγάλη Ελληνική εταιρεία-ηγέτη στην αγορά τροφίμων, με σημαντική θέση στην Ευρώπη. Οι συνέργιες που προέκυψαν στο πλαίσιο της ενοποιημένης εταιρείας αφορούν δυνατότητα δυναμικής ανάπτυξης,

λειτουργικές βελτιώσεις (κόστος, παραγωγικότητα, διαδικασίες), διοικητικά και οργανωτικά οφέλη και βελτιστοποίηση επενδυμένων κεφαλαίων.

Για τη Δέλτα Συμμετοχών η επίσημη ανακοίνωση της πώλησης της Δέλτα Παγωτού στη Nestle για το ποσό των 250 εκατ. ευρώ, σημαίνει σημαντική ενίσχυση της ρευστότητας του νέου, διευρυμένου και με τη συμμετοχή της Chirita, ομίλου. Αυτό έδωσε τη δυνατότητα στο νέο όμιλο να εφαρμόσει με μεγαλύτερη άνεση το επενδυτικό πρόγραμμά του, το οποίο συμπεριελάμβανε εξαγορές και διείσδυση σε νέες αγορές εντός και εκτός Ελλάδας.

Ο όμιλος της Δέλτα Συμμετοχών, με πωλήσεις που στο εννιάμηνο του 2005 διαμορφώθηκαν στα 548 εκατ. Ευρώ, με πάνω από τρεις χιλιάδες εργαζόμενους και με 24 εταιρίες στο χαρτοφυλάκιο του, δραστηριοποιείται στην παραγωγή γαλακτοκομικών προϊόντων, φρέσκων χυμών, κατεψυγμένων τροφίμων, έτοιμων φαγητών, ενώ προσφέρει και υπηρεσίες μαζικής εστίασης.

6.2 Λόγοι Συγχώνευσης

6.2.1 Πλεονεκτήματα

Τα Διοικητικά Συμβούλια των Συγχωνευόμενων Εταιρειών αποφάσισαν τη συγχώνευση με απορρόφηση, κρίνοντάς τη σκόπιμη και συμφέρουσα, τόσο για τις Συγχωνευόμενες Εταιρείες, τους μετόχους τους και τους εργαζόμενους σε αυτές, όσο και για τους τρίτους συναλλασσόμενους με αυτές.

Η λήψη της απόφασης έγινε δεδομένου ότι κατ' αυτό τον τρόπο θα δημιουργηθεί ένα ισχυρό σχήμα, ενισχυμένο τόσο σε επίπεδο οικονομικών στοιχείων όσο και σε επίπεδο ανθρώπινων πόρων.

Ειδικότερα, με την εν λόγω συγχώνευση:

- (i) Δημιουργήθηκε μία ισχυρή εταιρεία στο χώρο των τροφίμων με πολυσχιδείς εμπορικές δραστηριότητες, ικανή να αντιμετωπίσει τόσο τον εγχώριο όσο και τον διεθνή ανταγωνισμό.
- (ii) Δίνεται η δυνατότητα αξιοποίησης στο μέγιστο δυνατό βαθμό των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιρειών.
- (iii) Η εταιρεία που προέκυψε, λόγω μεγέθους, θα μπορεί να εκμεταλλευτεί αποδοτικότερα και με μεγαλύτερη ευελιξία τυχόν επιχειρηματικές ευκαιρίες και να πετύχει συνεργασίες με ευνοϊκότερους όρους.

Επιπλέον, με την συγχώνευση θα επιτευχθεί μείωση των λειτουργικών δαπανών, καθώς και αρτιότερη οργάνωση και ορθολογικότερη κατανομή αρμοδιοτήτων μεταξύ των στελεχών και του προσωπικού. Δεδομένου ότι οι Συγχωνευόμενες Εταιρείες δραστηριοποιούνται σε συμπληρωματικούς/συναφείς τομείς, με αποτέλεσμα την δημιουργία οικονομικών κλίμακας και την κατ' επέκταση βελτιστοποίηση της αποδοτικότητας και των οικονομικών αποτελεσμάτων τους.

6.2.2 Νομικά Πλεονεκτήματα

Για την συγχώνευση των εταιριών προκρίθηκε η μέθοδος της συγχώνευσης με απορρόφηση σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 69-78 του Κ.Ν. 2190/1920 και τις διατάξεις του άρθρου 1-5 του Ν. 2166/1993, όπως ισχύουν.

Επισημαίνεται ότι ο εθνικός νομοθέτης, όπως και ο κοινοτικός, ανέκαθεν προωθεί τις συγχωνεύσεις προς το σκοπό δημιουργίας μεγάλων ανταγωνιστικών σχημάτων μέσω διαφόρων κινήτρων και διευκολύνσεων ιδίως:

Α) λογιστικών, όπως η εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων με ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού των υπό συγχώνευση εταιριών. Η διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων των εταιριών, που συμμετέχουν στη συγχώνευση, με διενέργεια ελέγχου από ανεξάρτητο ορκωτό ελεγκτή, η μεταφορά των πράξεων των συγχωνευόμενων εταιριών, που έγιναν από την ημερομηνία των ισολογισμών μετασχηματισμού μέχρι την ολοκλήρωση της συγχώνευσης στα βιβλία της Απορροφώσας Εταιρίας με συγκεντρωτική εγγραφή στα βιβλία της,

Β) νομικών, διότι η Απορροφώσα Εταιρεία θεωρείται ότι με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης υπεισέρχεται στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της κάθε Απορροφώμενης Εταιρίας, ως καθολικός διάδοχος, χωρίς την ανάγκη μεταβίβασης χωριστά κάθε δικαιώματος και υποχρέωσης από την Απορροφώμενη στην Απορροφώσα, και την περιγραφή των κατ' ιδίαν περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιριών στη σύμβαση ή στο καταστατικό και

Γ) φορολογικών, διότι η εισφορά και μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της κάθε Απορροφώμενης Εταιρίας, κάθε πράξη ή συμφωνία που αφορά την εισφορά ή τη μεταβίβαση στοιχείων ενεργητικού ή παθητικού ή άλλων δικαιωμάτων και υποχρεώσεων και κάθε εμπράγματος ή ενοχικού δικαιώματος, καθώς και κάθε άλλη συμφωνία ή πράξη που απαιτείται για τη συγχώνευση δεν επιβαρύνονται με φόρο, τέλος, εισφορά ή άλλο δικαίωμα υπέρ του Δημοσίου ή υπέρ οποιουδήποτε τρίτου, που θα τις καθιστούσε ασύμφορες.

6.3 Διαδικασία Συγχώνευσης

Η συγχώνευση συντελέστηκε με τη μέθοδο της συγχώνευσης με απορρόφηση σύμφωνα με:

- (i) Τις διατάξεις των άρθρων 69-77 του ΚΝ 2190/1920,
- (ii) Τις διατάξεις των άρθρων 1 – 5 του Ν. 2166/1993, όπως ισχύει σήμερα, με λογιστική ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού των Απορροφούμενων Εταιριών.

Η ενοποίηση των στοιχείων πραγματοποιήθηκε όπως αυτά εμφανίζονται στον Ισολογισμό Μετασχηματισμού με ημερομηνία 31.12.2005 που συντάχθηκε από κάθε μία από τις Απορροφούμενες Εταιρείες για το σκοπό της παρούσας συγχώνευσης- και θα μεταφερθούν αυτούσια. Ως Ισολογισμοί Μετασχηματισμού των Απορροφούμενων Εταιριών χρησιμοποιήθηκαν οι ισολογισμοί με ημερομηνία 31.12.2005.

Τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιρειών αποφάσισαν η νέα εταιρεία να ονομασθεί «VIVARTIA Ανώνυμη Βιομηχανική και Εμπορική Εταιρεία Προϊόντων».

Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης εγκρίθηκε με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της 1ης Ιουνίου 2006 και τα αντίστοιχα έγγραφα υποβλήθηκαν στις αρμόδιες αρχές. Η τελική έγκριση από το Υπουργείο Ανάπτυξης χορηγήθηκε την 31η Αυγούστου 2006, ημερομηνία κατά την οποία και ορίστηκε το νέο Διοικητικό Συμβούλιο της VIVARTIA A.B.E.E. Η ως άνω ημερομηνία θεωρήθηκε, σύμφωνα με το ΔΠΧΠ 3 «Συνενώσεις Επιχειρήσεων», ως η ημερομηνία που αποκτήθηκε ο έλεγχος της Chipita International A.E. από τη VIVARTIA A.B.E.E.

Ο Όμιλος έκανε χρήση της δυνατότητας που παρέχεται από το ως άνω Πρότυπο ως προς την οριστικοποίηση των ανωτέρω μεγεθών εντός 12 μηνών από την ημερομηνία εξαγοράς. Η ανωτέρω χρήση της δωδεκάμηνης περιόδου προκειμένου να οριστικοποιηθεί η διαδικασία του επιμερισμού του τιμήματος εξαγοράς έγινε λόγω του μεγέθους και του μεγάλου αριθμού θυγατρικών εταιρειών που περιλάμβανε ο όμιλος Chipita, αρκετές από τις οποίες δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό.

6.4 Μετοχικό Κεφάλαιο μετά τη Συγχώνευση

Το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας Εταιρείας Vivartia A.E. ανήρχετο το 2005 στο ποσό των εκατόν τριάντα εκατομμυρίων εννιακοσίων μίας χιλιάδων τετρακοσίων ογδόντα τριών ευρώ και δεκαέξι λεπτών του ευρώ (€ 130.901.483,16) και διαιρείται σε σαράντα τέσσερα εκατομμύρια πεντακόσιες είκοσι τέσσερις χιλιάδες τριακόσιες δεκατέσσερις (44.524.314) κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας δύο ευρώ και ενενήντα τέσσερα λεπτά του ευρώ (€ 2,94) η κάθε μία.

Το δε μετοχικό κεφάλαιο, ο αριθμός των μετοχών και η ονομαστική αξία των μετοχών των Απορροφούμενων Εταιρειών έχουν ως εξής:

«ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Ε.»: Μετοχικό κεφάλαιο: 35.645.203,60 ευρώ διαιρούμενο σε 29.217.380 ανώνυμες μετοχές ονομαστικής αξίας 1,22 ευρώ εκάστη,

«ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΥΠΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΤΡΟΦΩΝ»: Μετοχικό κεφάλαιο: 16.383.762,58 ευρώ διαιρούμενο σε 48.187.537 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 0,34 ευρώ εκάστη.

Σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 2 του ν. 2166/93, το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας εταιρείας θα αυξηθεί συνολικά κατά το ποσό των ευρώ 24.141.820,44 που αντιστοιχεί στα εισφερόμενα μετοχικά κεφάλαια των συνολικά τεσσάρων απορροφούμενων εταιρειών, αφού αφαιρεθούν οι συμμετοχές της απορροφώσας εταιρείας στις απορροφούμενες εταιρείες.

Ειδικότερα το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας Εταιρείας αυξήθηκε συνολικά κατά το ποσό των ευρώ 16.383.762,58 που αντιστοιχεί στο συνολικό εισφερόμενο μετοχικό κεφάλαιο της απορροφούμενης εταιρείας Chipita International A.E..

6.4.1 Σχέση Ανταλλαγής των Μετοχών

Σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 4 του ν. 2166/93, οι σχέσεις ανταλλαγής των μετοχών των Συγχωνευομένων Εταιρειών με νέες μετοχές της Απορροφώσας Εταιρείας, συνεπεία της συγχώνευσης είχαν ως εξής:

Οι μέτοχοι της Chipita International αντάλλαξαν μία (1) παλαιά μετοχή της προς 0,331901836 νέες μετοχές της Απορροφώσας Εταιρείας, δηλαδή έλαβαν συνολικά (48.187.537 X 0,331901836) 15.993.532 στρογγυλοποιημένες νέες μετοχές της Απορροφώσας Εταιρείας

Η επιβεβαίωση του εύλογου και δίκαιου της σχέσης ανταλλαγής, προσδιορίστηκε από διεθνείς οίκους αφού λήφθηκαν υπόψη τα αποτελέσματα των οικονομικών και νομικών ελέγχων που πραγματοποιήθηκαν.

Το συνολικό κόστος εξαγοράς ποσού € 196.081 προσδιορίστηκε σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του ΔΠΧΠ 3, με βάση τον αριθμό των νέων μετοχών της VIVARTIA A.B.E.E που εκδόθηκαν (15.993.532) υπέρ των παλαιών μετόχων της Chipita International A.E σύμφωνα με τη σχέση ανταλλαγής που ορίστηκε από το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης πολλαπλασιαζόμενο με τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της VIVARTIA A.B.E.E (πρώην ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών Α.Ε.) κατά την ημερομηνία της εξαγοράς (€ 12,26).

Αν η ανωτέρω συγχώνευση δια απορροφήσεως λάμβανε χώρα την 1η Ιανουαρίου 2006 ο συνολικός κύκλος εργασιών και τα συνολικά κέρδη προ φόρων από συνεχιζόμενη δραστηριότητα του Ομίλου για τη χρήση 2006 θα ήταν €941.708 και €82.265 αντίστοιχα.

Πίνακας 6.4: Εξέλιξη μετοχικού κεφαλαίου Vivartia 2006

ΕΞΕΛΙΞΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ							
Ημερομηνία Γ.Σ./Δ.Σ.	Αριθμός ΦΕΚ	Ποσό Αύξησης Μ.Κ.	Καταβολή Μετρητών	Κεφαλ/ση Αποθ/κών κλπ	Συνολικό Μ.Κ. μετά την αύξηση	Ονομαστική αξία μετοχής	Αριθμός μετοχών
1δρυσιν 31.12.68	1202/31.12.68	52.824,65	155,02	-	52.824,65	2,93	18.000
05.01.70	60/09.02.70	20.542,92	60,29	-	73.367,57	2,93	25.000
27.06.02	8079/30.07.02	215.054,66	-	215.054,66	119.358.907,32	2,94	40.598.268
27.05.05	2825/9.05.05	ΜΕΤΑΤΡΟΠΗ 11.501.759 ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΚΟΙΝΕΣ			119.358.907,32	2,94	40.598.268
09.12.05	534/20.01.06	1.058.400,00	ΜΕΤΑΤΡΟΠΗ 60.000 ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΕ 360.000 ΜΕΤΟΧΕΣ		120.417.307,92	2,94	40.958.268
18.01.06	1109/09.02.06	10.484.175,24	ΜΕΤΑΤΡΟΠΗ 594.341 ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΕ 3.566.046 ΜΕΤΟΧΕΣ		130.901.483,16	2,94	44.524.314
01.06.06	9376/31.08.06	24.372.999,81	ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΔΙΑ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΕΩΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ CHIPITA INTERNATIONAL, ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Ε., GOODY'S Α.Ε., ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε. ΑΠΟ ΤΗΝ ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.		155.274.482,97	2,33	66.641.409
19.12.06	265/12.01.2007	15.527.446,20	-	15.527.446,20	170.801.929,17	2,33	73.305.549

Πηγή: Απολογισμός Vivartia 2006

6.4.2 Χρόνος Συμμετοχής στα Κέρδη της Απορροφώσας

Από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης, δηλαδή από την καταχώρηση της εγκριτικής απόφασης στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών, οι μετοχές που πιστώθηκαν στους λογαριασμούς Σ.Α.Τ. των μετόχων των Απορροφούμενων Εταιρειών μέσω του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (Κ.Α.Α.), παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της Απορροφώσας Εταιρείας. Επομένως, οι νέες μετοχές δικαιούνται του μερίσματος της οικονομικής χρήσης του 2006, το οποίο μέρισμα εγκρίθηκε από την Τακτική Γενική Συνέλευση εντός του ημερολογιακού έτους 2007.

6.4.3 Επί της Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών

Η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής, όπως ειδικότερα προσδιορίζεται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης έχει επιβεβαιωθεί από ανεξάρτητους των Συγχωνευομένων Εταιρειών αποτιμητές. Συγκεκριμένα από την ελεγκτική εταιρία «Grant Thornton» που ενεργεί για λογαριασμό της Δέλτα Συμμετοχών και από την ελεγκτική εταιρία «KPMG» που ενεργεί για λογαριασμό της Chipita International σύμφωνα με την ισχύουσα χρηματιστηριακή νομοθεσία (άρθρο 289 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών).

Σύμφωνα με τις έκθεση των Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών των ελεγκτικών εταιριών «Grant Thornton» και «KPMG», οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν για την αποτίμηση της περιουσιακής κατάστασης των Συγχωνευόμενων Εταιρειών είναι οι εξής:

Παραδοχές Μεθόδου Άθροισης Επιμέρους Περιουσιακών Στοιχείων: Η εν λόγω μεθοδολογία χρησιμοποιήθηκε για την αποτίμηση της Δέλτα Συμμετοχών, η οποία είναι και η Απορροφώσα Εταιρεία της συμφωνίας. Για την εφαρμογή της μεθόδου, ο αποτιμητής πρόεβη σε προσδιορισμό των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, βάσει λοιπών γενικώς αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης, δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων, καθώς και εκτιμήσεων των Διοικήσεων της εταιρείας και των θυγατρικών της εταιρειών.

Παραδοχές Μεθόδου της Χρηματιστηριακής Αξίας: Η Χρηματιστηριακή Αξία της Απορροφώσας Εταιρείας και της Απορροφώμενης Εταιρείας, προσδιορίστηκε με βάση το μέσο όρο των ημερήσιων κεφαλαιοποιήσεων για διάφορες περιόδους (τρίμηνο, εξάμηνο), εντός του διαστήματος 10.10.2005 – 7.4.2006.

Παραδοχές Μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ελεύθερων Ταμειακών Ροών: Η μέθοδος χρησιμοποιήθηκε για τον προσδιορισμό της αξίας των εταιρειών:
– CHIPITA INTERNATIONAL A.E.
– ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ A.E.

Οι προβλέψεις που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου δόθηκαν από τις διοικήσεις των εταιρειών κι εξετάστηκαν για το εύλογό τους σε σχέση με τα ιστορικά στοιχεία και την περιουσιακή κατάσταση των εταιρειών, καθώς και το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μελλοντικές προοπτικές του κλάδου –στη χώρα αλλά και διεθνώς, στον οποίο δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία.

Παραδοχές Μεθόδου Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών:

Αναλυτικότερα, η αξία της κάθε εταιρείας προσδιορίστηκε με βάση τους χρηματιστηριακούς δείκτες ομοειδών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στη χώρα αλλά και στο εξωτερικό. Χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες:

Τιμή Μετοχής / Καθαρά Κέρδη (P/E),

Τιμή Μετοχής / Κύκλος Εργασιών (P/S),

Αξία Εταιρείας / Κύκλος Εργασιών (EV/S) και

Αξία Εταιρείας / Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων (EV/EBITDA).

Όλοι οι δείκτες προσδιορίστηκαν με βάση τα στοιχεία των ενοποιημένων Ισολογισμών των ομοειδών εταιρειών. Η Τιμή Μετοχής προσδιορίστηκε βάσει χρηματιστηριακών τιμών της μετοχής κάθε ομοειδούς εταιρείας την 31.12.2005.

Παραδοχές Μεθόδου Καθαρής Θέσης: Κατά τον προσδιορισμό της Καθαρής Θέσης των θυγατρικών της Εταιρείας, ελήφθησαν υπ' όψιν οι ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις και οι πληροφορίες που παρασχέθηκαν από τις Διοικήσεις των εταιρειών.

6.5 Ολοκλήρωση Συγχώνευσης

Οι απορροφούμενες εταιρείες μεταβίβασαν το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) στη νέα εταιρία Vivartia με βάση την περιουσιακή τους κατάσταση, η οποία αποτυπώνεται στον Ισολογισμό Μετασχηματισμού του 2005 κάθε εταιρείας και όπως αυτή είχε διαμορφωθεί μέχρι τη νόμιμη τελείωση της συγχώνευσης.

Από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης η Vivartia A.E. υποκαθίσταται αυτοδίκαια, πλήρως και χωρίς καμία άλλη διατύπωση στα δικαιώματα, έννομες σχέσεις και στις υποχρεώσεις των Απορροφούμενων Εταιρειών και η μεταβίβαση αυτή εξομοιώνεται με καθολική διαδοχή και γίνεται χωρίς καταβολή φόρων και τελών σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 3 του Α.Ν. 2166/1993, οι δε τυχόν δίκες των απορροφούμενων εταιρειών συνεχίζονται από την Vivartia A.E. χωρίς καμία άλλη διατύπωση μη επερχόμενης βίαιης διακοπής τους με τη συγχώνευση.

Με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης οι Απορροφούμενες Εταιρείες θεωρούνται αυτοδικαίως λυμένες, εξαφανιζόμενης της νομικής τους προσωπικότητας χωρίς να απαιτείται εκκαθάριση, οι δε μετοχές τους δεν παρέχουν κανένα άλλο δικαίωμα στους κατόχους τους παρά μόνο το δικαίωμα ανταλλαγής τους με τις νέες μετοχές της Απορροφώσας Εταιρείας.

6.6 Συνοπτική Παρουσίαση Εταιριών

6.6.1 Εταιρική παρουσίαση Δέλτα Συμμετοχών ΑΕ

Η Δέλτα ιδρύθηκε το 1952 από τον κ. Αριστείδη Δασκαλόπουλο σαν μια οικογενειακή επιχείρηση παραγωγής γιαουρτιού και διανομής γάλακτος, με είκοσι μόνο υπαλλήλους και δέκα οχήματα διανομής. Μετά από 50 και πλέον έτη η Δέλτα έχει αναπτυχθεί σε έναν από τους μεγαλύτερους βιομηχανικούς ομίλους στην

Ελλάδα. Οι κυριότερες επιχειρηματικές της δραστηριότητες είναι (i) η παραγωγή και η διανομή γαλακτοκομικών προϊόντων, όπως γάλα και παρεμφερή προϊόντα, παγωτών, γιαουρτιού και χυμών φρούτων, (ii) εστιατόρια γρήγορης εξυπηρέτησης και καφέ μπαρ και (iii) η παραγωγή και η διανομή κατεψυγμένων τροφίμων όπως λαχανικά, έτοιμες συνταγές γευμάτων και ζαχαροπλαστικής.

Η Δέλτα συμμετοχών Α.Ε. ιδρύθηκε με την επωνυμία Δέλτα Πρότυπος Βιομηχανία Γάλακτος Α.Ε. στις 31 Δεκεμβρίου 1968 και είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιριών με αριθμό 1154/06/Β/86/39. Η διάρκεια της εταιρίας έχει ορισθεί σε ογδόντα χρόνια και λήγει την 31^η Δεκεμβρίου 2048.

Από 1/1/2000 ο Όμιλος προχώρησε σε απόσχιση των κλάδων του παγωτού και των γαλακτοκομικών, δημιουργώντας δύο ξεχωριστές νομικά και φορολογικά εταιρίες. Οι δύο νέες εταιρίες που δημιουργήθηκαν είναι η Δέλτα Πρότυπος Βιομηχανία Γάλακτος Α.Ε. και η Δέλτα Βιομηχανία Παγωτού Α.Ε.. Και οι δύο εταιρίες ως μέλη του ομίλου Δέλτα Συμμετοχών Α.Ε. είχαν και έχουν σημαντική πορεία στην ελληνική αλλά και ξένη αγορά όπου δραστηριοποιούνται με αποκορύφωμα να αποτελέσουν κρυφό πόθο πολλών εταιριών να τις εξαγοράσουν ή να συγχωνευθούν μαζί τους. Όπως και συνέβη. Συγκεκριμένα το 2006 ολοκληρώθηκε η εξαγορά της Δέλτα Βιομηχανία Παγωτού Α.Ε. από τη Nestlé και μετονομασία αυτής σε Nestlé Ελλάς Παγωτά Α.Ε. καθώς και η συγχώνευση της Δέλτα Συμμετοχών Α.Ε, χωρίς πλέον την θυγατρική παγωτού με την Chipita International Α.Ε. και μετονομασία της σε Vivartia Α.Ε..

6.6.2 Εταιρική παρουσίαση Chipita International AE

Η ελληνική εταιρία Chipita International S.A. αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες και ταχύτερα αναπτυσσόμενες βιομηχανίες τροφίμων στην Ευρώπη στον χώρο της. Κατατάσσεται μεταξύ των 20 καλύτερων μικρών εταιριών παγκοσμίως, σύμφωνα με δημοσίευση του περιοδικού Forbes Global.

Η *Chipita International AE* είναι ανώνυμη εταιρεία εγγεγραμμένη στην Ελλάδα, ιδρύθηκε το 1973, έχει την έδρα της στην Μεταμόρφωση Αττικής και το κύριο αντικείμενο εργασιών της είναι η παραγωγή και εμπορία τυποποιημένων τροφίμων (snacks) από αλεύρι. Ο Όμιλος *Chipita* έχει ένα και μόνο επιχειρηματικό τομέα δραστηριοτήτων και συγκεκριμένα εκείνον της παραγωγής και διάθεσης τυποποιημένων τροφίμων, με έμφαση στα προϊόντα ζύμης.

Αποστολή της είναι η διατήρηση της ηγετικής θέσης στις χώρες που δραστηριοποιείται, μέσω της συνεχούς καινοτομίας σε προϊόντα με βάση το αλεύρι. Βασικός συνδυαστικός κρίκος των εταιρικών επιλογών, αλλά και κινητήρια δύναμη ολόκληρης της εταιρίας αποτελεί η βαθιά καινοτομία, στη διαφοροποίηση, στην ποιότητα, στο επιθετικό marketing, στη δυναμική πώληση και στο κόστος παραγωγής, το οποίο είναι αποτέλεσμα που προκύπτει από τις οικονομίες κλίμακας που διαμορφώνονται με τις επενδύσεις υψηλής παραγωγικής δυναμικότητας.

Τα προϊόντα της εταιρίας είναι σχεδιασμένα έτσι ώστε να καλύπτουν τις καθημερινές διατροφικές προτιμήσεις διαφορετικών καταναλωτών σε πολλές χώρες του κόσμου.

Η Chipita International S.A. ιδρύθηκε το 1973 με μετοχικό κεφάλαιο 5.000.000 δρχ. μετά από διαδοχικές αυξήσεις το μετοχικό κεφάλαιο ανήλθε τον Φεβρουάριο του 2005 στο ποσό των 16.383.762,58 ευρώ και διαιρείται σε 48.187.536 μετοχές ονομαστικής αξίας 0,34 ευρώ έκαστη.

Η εταιρία λειτουργεί με τη μορφή της ανώνυμης εταιρίας και υπόκειται στον Ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών. Είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο ανωνύμων εταιριών με αριθμό 6253/06/B/86/11. Η πλήρη ονομασία της είναι «Ανώνυμος Βιομηχανική και Εμπορική Εταιρία Τυποποιημένων Τροφών», με διακριτικό τίτλο «Chipita International S.A.»

6.6.3 Εταιρική παρουσίαση Vivartia A.B.E.E.

Η Vivartia ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο του 2006 μετά την απορρόφηση από τη ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ των εταιρειών ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤΥΠΙΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ, CHIPITA, GOODY'S και ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ - ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ. Μετά την απορρόφηση, οι εταιρείες μετασχηματίστηκαν στους τέσσερις Κλάδους της Vivartia, ως εξής:

Κλάδος Γαλακτοκομικών και Ποτών: Με αντικείμενο την παραγωγή και διανομή γαλακτοκομικών προϊόντων, όπως γάλα και παρεμφερή προϊόντα γιαουρτιού και χυμών φρούτων.

Κλάδος Αρτοποιίας και Ζαχαρωδών: Με αντικείμενο την παραγωγή τυποποιημένων τροφίμων (snacks) όπως προϊόντα μαλακής ζύμης και φουρνιστά παξιμάδια, με βασική πρώτη ύλη το αλεύρι.

Κλάδος Υπηρεσιών Εστίασης και Ψυχαγωγίας: Με αντικείμενο την παραγωγή και διάθεση προϊόντων εστίασης, μέσω της λειτουργίας αλυσίδας εστιατορίων και καφεζαχαροπλαστείων και υπηρεσιών μαζικής εστίασης (catering).

Κλάδος Καταψυγμένων Τροφίμων: Με αντικείμενο την παραγωγή και διανομή καταψυγμένων τροφίμων, όπως λαχανικά και έτοιμες συνταγές γευμάτων και ζαχαροπλαστικής.

Γενικότερα, εν έτη 2017, η Vivartia αποτελεί μία οικονομικά ισχυρή επιχείρηση, με σύγχρονη οργάνωση και δομή, με 5.500 ανθρώπινο δυναμικό και με βλέμμα σταθερά στραμμένο προς τον ευρύτερο χώρο που την περιβάλλει. Δραστηριοποιείται σε 3 κλάδους: Γαλακτοκομικά (Δέλτα, UMC), Κατεψυγμένα τρόφιμα (Μπάρμπα Στάθης, Χρυσή Ζύμη) και Υπηρεσίες εστίασης και ψυχαγωγίας (Goody's, Everest και Flocafe).

Η Vivartia, με κύκλο εργασιών το 2016 €572 εκ., διατηρεί την 1η θέση σε κάθε μία εκ των βασικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της (1η θέση στην αγορά φρέσκου γάλακτος στην Ελλάδα, Κύπρο και Βουλγαρία, 1η θέση στις υπηρεσίες εστίασης και 1η θέση στα κατεψυγμένα προϊόντα) και την 1η ή τη 2η θέση σε μερίδια αγοράς στα βασικά προϊόντα της (φρέσκο γάλα: 33%, φρέσκοι χυμοί: 30%, Fast Food & Coffee: 18%, κατεψυγμένα λαχανικά: 63%, κατεψυγμένες ζύμες: 27%)

Η δυναμική αυτή ταυτότητα της Vivartia, σε εθνικό και πολυεθνικό επίπεδο, ισχυροποιήθηκε περαιτέρω μέσω της συμφωνίας με την **MIG (Marfin Investment**

Group). Στις 13 Ιουλίου 2007 η MARFIN INVESTMENT GROUP (M.I.G.) – Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών απέκτησε 24.956.398 κοινές ονομαστικές μετοχές της Vivartia A.B.E.E. στην τιμή των € 25,00 ανά μετοχή, οι οποίες αντιστοιχούσαν σε ποσοστό 34% του μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας.

Μετά την απόκτηση του 34% του μετοχικού κεφαλαίου της Vivartia A.B.E.E., η M.I.G. με σχετική ανακοίνωση που κατέθεσε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υπέβαλλε δημόσια προσφορά για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της εταιρείας στην ίδια τιμή ανά μετοχή (€ 25,00).

Κατόπιν των ανωτέρω η M.I.G. προχώρησε σε διαδοχικές αγορές μετοχών της Vivartia A.B.E.E. μέσω του Χ.Α. με αποτέλεσμα το συνολικό ποσοστό της εταιρείας που κατείχε ο Όμιλος M.I.G. κατά την 31η Δεκεμβρίου 2016 να ανέρχεται σε 92,1%.

6.7 Κάθετη Παράθεση Ισολογισμών

Οι λογιστικές καταστάσεις αποτελούν μια σημαντική πηγή πληροφοριών για τη δραστηριότητα μιας επιχείρησης. Σε συνδυασμό με τις σημειώσεις που τις συνοδεύουν, δίνουν την πραγματική εικόνα μιας επιχείρησης. Οι βασικές λογιστικές καταστάσεις είναι ο Ισολογισμός και η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Ο ισολογισμός αποτελεί απεικόνιση της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης, εμφανίζοντας τα περιουσιακά στοιχεία, τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων τους. Ενώ, τα αποτελέσματα χρήσης εμφανίζουν τα οικονομικά αποτελέσματα από τις δραστηριότητες της επιχείρησης μέσα σε ένα χρονικό διάστημα.

Γενικά, ο αντικειμενικός σκοπός της ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων είναι η αποτύπωση της παρούσας χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Με τον τρόπο αυτό διευκολύνεται η λήψη αποφάσεων από τους ενδιαφερόμενους, βασιζόμενοι σε έγκυρα πορίσματα, για θέματα όπως η επιλογή επενδύσεων, η χορήγηση πιστώσεων, επιλογή προμηθευτών κ.α.

Με την δημιουργία του πίνακα Κάθετης Παράθεσης Ισολογισμών διευκολύνεται η σύγκριση των ισολογισμών διαδοχικών χρήσεων.

Παρακάτω παρουσιάζεται ο πίνακας για την περίπτωση της συγχώνευση των εταιριών Δέλτα Συμμετοχών Α.Ε. και Chipita international Α.Ε., όπου στη συνέχεια δημιούργησαν την εταιρία Vivartia. Για τις δύο συγχωνευθείσες εταιρίες παρουσιάζονται οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για τις εταιρικές χρήσεις 2004 – 2005, δηλαδή ένα οικονομικό έτος πριν τη συγχώνευση και το οικονομικό έτος κατά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Ενώ, για την τελική προκύπτουσα εταιρία Vivartia παρακολουθούμε τις οικονομικές χρήσεις 2006 – 2007. Παρατηρούμε ότι, στην πλειοψηφία τους οι λογαριασμοί αυξάνονται σταδιακά με την πάροδο του χρόνου και στις τρεις εταιρίες.

6.7.1 Βάση Σύνταξης των Οικονομικών Καταστάσεων

Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των Ομίλων που παρουσιάζονται στην παρακάτω μελέτη καλύπτουν την εταιρεία - όμιλο και τις θυγατρικές της. Θυγατρικές εταιρείες είναι όλες οι εταιρείες που διοικούνται και ελέγχονται, άμεσα ή έμμεσα, από την Δέλτα συμμετοχών, Chipita International AE και Vivartia αντίστοιχα, είτε με την κατοχή της πλειοψηφίας των μετοχών της εταιρείας στην οποία έγινε η επένδυση, είτε με την εξάρτησή της από την τεχνογνωσία που της παρέχει ο Όμιλος. Οι οικονομικές καταστάσεις των θυγατρικών εταιρειών περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις από την ημερομηνία που αποκτάται ο έλεγχος και μέχρι την ημερομηνία που παύει να υφίσταται ο έλεγχος.

Οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα), που έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι οικονομικές αυτές καταστάσεις έχουν συνταχθεί βάσει της αρχής του ιστορικού κόστους και είναι εκπεφρασμένες σε χιλιάδες Ευρώ.

6.7.1.2 Λογαριασμοί Ενεργητικού

Παρατηρώντας γενικά, το μέγεθος του Ενεργητικού και συνεπώς και Παθητικού της εταιρίας Δέλτα είναι τριπλάσιο από αυτό της εταιρίας Chipita και τα δύο συναπτά έτη. Η ένωση των δυο εταιριών οδήγησε στην δημιουργία ενός ομίλου με μέγεθος Ενεργητικού/Παθητικού τετραπλάσιο σε σχέση με την Chipita και κατά €500.000 περίπου σε σχέση με τη Δέλτα.

Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία: Τα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία, σύμφωνα με τους ισολογισμούς της Chipita είναι **279,364** και **231,381** χιλιάδες ευρώ, για τις οικονομικές χρήσεις 2005 και 2004 αντίστοιχα, δηλαδή **20,73%**.

Ασώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία: Για την Chipita τα ασώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία είναι **4,297** και **3,703** χιλιάδες ευρώ, για τις οικονομικές χρήσεις 2005 και 2004 αντίστοιχα. Η αύξηση των άυλων παγίων στοιχείων κατά μόλις **16,04%** οφείλεται στην απόκτηση δικαιωμάτων χρήσεως λογισμικού για τη διαχείριση αρχείων, καθώς και το κόστος του «σήματος» από την ανάπτυξη νέων προϊόντων («παξιμάδι» και «κέϊκ μπαρς»).

Σύνολο παγίων περιουσιακών στοιχείων: Η εταιρία Δέλτα Συμμετοχών παρουσιάζει μείωση των παγίων στοιχείων σε ποσοστό **24,15%**. Επιπρόσθετα, η αύξηση του Συνόλου των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας Chipita από **264.280** σε **331.130** χιλιάδες ευρώ το 2004 και 2005 αντίστοιχα, δηλ. **25,29%** οφείλονται στην αύξηση της Εμπορικής εύνοιας (goodwill). Ενώ, η τελική εταιρία Vivartia παρουσιάζει μικρή αύξηση της τάξεως του **3,86%**.

Κυκλοφορούν Ενεργητικό: Η εταιρία Δέλτα Συμμετοχών παρουσιάζει μείωση σε ποσοστό **0,74%**. Ενώ, η τελική εταιρία Vivartia παρουσιάζει αύξηση της τάξεως του **16,72%**.

Το Συνολικό Κυκλοφορούν Ενεργητικό της εταιρίας Chipita παρουσίασε επίσης αύξηση και από 93.706 χιλ. ευρώ το 2004 ανήλθε σε 116.778 χιλ. ευρώ το 2005, αύξηση ύψους **24,62%**. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην αύξηση των αποθεμάτων και των απαιτήσεων. Αυτή κάθε αυτή η αύξηση δε σηματοδοτεί σε κάτι ουσιαστικό, αν δεν εξεταστούν οι Κυκλοφοριακές Ταχύτητες των Αποθεμάτων, Απαιτήσεων και Διαθεσίμων. Σύμφωνα με τα στοιχεία που υπάρχουν στους Χρηματοοικονομικούς δείκτες η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων το 2004 ήταν 4,6 φορές, δηλαδή **78** ημέρες. Αντιστοίχως, το 2005 διαμορφώθηκε στις 5,01 φορές, δηλαδή **73** περίπου ημέρες. Η επιχείρηση παρουσιάζει αύξηση της Κυκλοφοριακής Ταχύτητας των Απαιτήσεων, δηλαδή πωλεί με λιγότερες ημέρες επί πιστώσει.

Αντίστοιχα, η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα των Αποθεμάτων το 2004 ήταν 60 ημέρες, παρουσιάζοντας μείωση διακράτησης των αποθεμάτων, το 2005 με ρυθμό 8,6 φορές δηλαδή 42 ημέρες περίπου. Η εταιρία επιθυμεί υψηλή ταχύτητα αποθεμάτων και δια αυτό φαίνεται ότι προσπαθεί, καθώς με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνει μείωση του κόστους αποθήκευσης, υπαλλήλων καθώς και μείωση του κινδύνου απαξίωσης και δέσμευσης κεφαλαίων.

Για την εταιρία Δέλτα οι κυκλοφοριακές ταχύτητες αποθεμάτων και απαιτήσεων αντίστοιχα διαμορφώνονται σε 11,2 φορές και 6,63 φορές για το 2004 και 15,8 φορές και 4,96 φορές για το 2005. Πιο συγκεκριμένα, η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων αυξάνεται παρουσιάζοντας μείωση διακράτησης των αποθεμάτων, ενώ η κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων μειώνεται. Επομένως επιβραδύνεται με σκοπό να προσελκύσουν πελάτες, αυξάνοντας όμως τον κίνδυνο μη κάλυψης των απαιτήσεων.

Τέλος, για την εταιρία Vivartia η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων αυξάνεται από 9,26 φορές σε 11,38 φορές, παρουσιάζοντας μείωση διακράτησης των αποθεμάτων.

Πίνακας 6.1 : Κυκλοφοριακές Ταχύτητες Εταιριών

		Κυκλοφοριακές Ταχύτητες		
		Απαιτήσεων	Αποθεμάτων	Διαθεσίμων
ΔΕΛΤΑ	2004	6,631	11,236	8,778
	2005	4,963	15,854	6,960
CHIPITA	2004	4,690	9,113	28,034
	2005	5,019	8,638	13,820
VIVARTIA	2006		9,267	5,748
	2007		11,387	8,361

Σύνολο Ενεργητικού: Στο σύνολο ενεργητικού της Δέλτα παρουσιάζεται αύξηση από €998.742 σε €1.032.692, δηλ. ποσοστό **3,4%** περίπου. Αύξηση σημειώνεται και για την εταιρία Vivartia σε ποσοστό **7,57%** από το 2006 στο 2007. Ενώ, για την Chipita εμφανίζεται μεγαλύτερη αύξηση ύψους **25,11%**.

Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού: υπολογίζεται όταν από το σύνολο ενεργητικού αφαιρέσουμε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Μέσω αυτού παρατηρούμε τις επενδύσεις μεγάλης χρονικής διάρκειας, δηλαδή τα στοιχεία που θα μείνουν στην

εταιρία για μεγάλο χρονικό διάστημα αφού αφαιρέσουμε τα στοιχεία μικρής χρονικής διάρκειας.

Για την Δέλτα συμμετοχών, το Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού αυξήθηκε το οικονομικό έτος 2005 κατά 26,3% σε σχέση με το 2004, το οποίο οφείλεται κυρίως στη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 44,2% και λιγότερο στην αύξηση του συνόλου του ενεργητικού.

Για την Chipita παρατηρούμε ότι το Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού αυξήθηκε το οικονομικό έτος 2005 κατά 20% σε σχέση με το 2004, το οποίο οφείλεται στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι αυξήθηκε το σύνολο ενεργητικού.

Για την Vivartia, τέλος, παρατηρούμε ότι το Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού αυξήθηκε το οικονομικό έτος 2005 κατά 2,7% σε σχέση με το 2004, το οποίο φανερώνει πως η αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 30% δεν ήταν αρκετή παρόλη τη μικρή αύξηση του συνόλου ενεργητικού κατά 7,5%.

Βέβαια, παρά το μέγεθος του ποσοστού αύξησης του Συνόλου Καθαρού Ενεργητικού της Δέλτα σε σχέση με τις άλλες εταιρίες και την μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, το μέγεθος του Ενεργητικού της εταιρίας Δέλτα είναι τριπλάσιο από αυτό της εταιρίας Chipita και τα δύο συναπτά έτη και της Vivartia τετραπλάσιο σε σχέση με την Chipita και κατά €500.000 περίπου σε σχέση με τη Δέλτα

Αποσβέσεις: Οι αποσβέσεις επιβαρύνουν το λογαριασμό αποτελεσμάτων, με βάση την σταθερή μέθοδο απόσβεσης, καθ' όλη τη διάρκεια της εκτιμώμενης ωφέλιμης ζωής των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Οι εδαφικές εκτάσεις δεν αποσβένονται. Η εκτιμώμενη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής, κατά κατηγορία παγίων περιουσιακών στοιχείων, έχει ως εξής:

Κτίρια 50 έτη

Μηχανήματα και μηχανολογικός εξοπλισμός 12,5 έτη

Λοιπές εγκαταστάσεις και εξοπλισμός 6,7 έτη

Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός 3,3 - 5 έτη

Μεταφορικά μέσα 5 - 6,7 έτη

Ομοίως, οι αποσβέσεις των άυλων περιουσιακών στοιχείων επιβαρύνουν το λογαριασμό αποτελεσμάτων με τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης, καθ' όλη τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής τους. Η εκτιμώμενη διάρκεια ωφέλιμης ζωής των στοιχείων αυτών έχει ως ακολούθως:

Εμπορικά σήματα 10 έτη

Λογισμικά προγράμματα 3 - 5 έτη

Πίνακας 6.2: Κάθετη Παράθεση Ισολογισμού Δέλτα – Chipita¹⁴ - Vivartia

ΚΑΘΕΤΗ ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ						
	Δέλτα Συμμετοχών		Chipita International		Vivartia (Αναμορφωμένος)	
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ	2004	2005	2004	2005	2006	2007
Αποσβέσεις	37.719	33.102	9.608	14.839	34.590	56.998
Πάγια στοιχεία Ενεργητικού	<u>708.303</u>	<u>537.192</u>	<u>264.280</u>	<u>331.130</u>	<u>1.042.303</u>	<u>1.082.555</u>
Αποθέματα	61.553	43.797	28.024	34.389	83.763	98.238
πελάτες	104.304	139.889	54.445	59.188		
Διαθέσιμα	78.788	99.762	9.110	21.496	135.024	133.791
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	290.440	288.275	93.706	116.778	422.571	493.222
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	998.742	1.032.692	357.986	447.908	1.464.874	1.575.777
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	324.538	181.112	107.377	147.222	261.017	339.873
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	674.204	851.580	250.609	300.686	1.203.857	1.235.904
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	334.351	475.224	136.704	175.797	572.795	548.544
Σύνολο υποχρεώσεων (α)	658.890	713.555	244.081	323.019		
Μετοχικό Κεφάλαιο	119.359	120.417	16.290	16.384	170.801	190.078
Λοιπά στοιχεία Καθαρής Θέσης μετόχων Εταιρίας						
Καθαρής Θέσης μετόχων Εταιρίας (β)	209.174	257.687	79.813	101.942		
Δικαιώματα Μειοψηφίας (γ)	130.678	61.450	34.092	22.947	51.222	51.642
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (δ) = (β)+(γ)	339.853	319.137	113.905	124.889	631.062	687.360
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (ε) ≡ (α) + (δ) (Απασχοληθέντα Κεφάλαια)	998.742	1.032.692	357.986	447.908	1.464.874	1.575.777

6.7.1.3 Βραχυχρόνιες και Μακροχρόνιες Υποχρεώσεις

Τα δάνεια των Ομίλων έχουν χορηγηθεί από ελληνικές και ξένες τράπεζες και είναι εκπεφρασμένα, κατά μείζονα λόγο σε ευρώ. Τα ποσά που είναι αποπληρωτέα εντός έτους από την ημερομηνία του ισολογισμού, χαρακτηρίζονται ως βραχυπρόθεσμα. Ενώ τα ποσά που είναι αποπληρωτέα σε χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του έτους, χαρακτηρίζονται ως μακροπρόθεσμα.

Στην πλευρά του Παθητικού, για της εταιρίες Δέλτα και Chipita πριν της συγχώνευσης, η μεγαλύτερη πηγή χρηματοδότησης παρατηρούμε πως είναι τα Ξένα Κεφάλαια, με μικρή διαφορά από τα Ι.Κ.. Επομένως, έχουμε Υψηλή Χρηματοοικονομική Μόχλευση που συνεπάγεται μεγαλύτερο κίνδυνο για της επενδύσεις της επιχείρησης, άρα και μεγαλύτερες αποδόσεις. Για την Vivartia, τα Ι.Κ. είναι αυξημένα σε σχέση με τα Ξ.Κ. Σε αυτή την περίπτωση, έχουμε Χαμηλή Χρηματοοικονομική Μόχλευση, καθώς το 2006 αποτέλεσε το έτος ολοκλήρωσης της συγχώνευσης και ήταν απαραίτητη η μείωση του χρηματοδοτικού κινδύνου.

Πιο συγκεκριμένα, για την εταιρία Δέλτα, το Σύνολο των Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού, μειώθηκε από 32,5% το 2004 σε 17,53% το 2005, κυρίως λόγω μείωσης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού.

¹⁴ Τα ποσά είναι εκπεφρασμένα σε χιλιάδες Ευρώ

Αντίστοιχα, οι Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού αυξήθηκαν από 33,5% το 2004 σε 46% το 2005, λόγω αύξησης του μακροπρόθεσμου δανεισμού.

Για την εταιρία Chipita, το Σύνολο των Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού, αυξήθηκε από 30% το 2004, σε 32,86% το 2005 κυρίως λόγω αύξησης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Τα βασικά χρηματοοικονομικά εργαλεία του Ομίλου Chipita είναι τα μετρητά, οι τραπεζικές καταθέσεις, οι βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις και υποχρεώσεις και ορισμένες της μορφές χρηματοδότησης. Αντίστοιχα, οι Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού αυξήθηκαν από 38% το 2004 σε 39,2% το 2005 λόγω αύξησης του μακροπρόθεσμου δανεισμού, σε μικρότερο ποσοστό από την αύξηση της εταιρίας Δέλτα.

Ενώ, για την προκύπτουσα εταιρία Vivartia το Σύνολο των Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού, αυξήθηκε από 17,8% το 2006 σε 21,5% το 2007. Οι Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού μειώθηκαν από το 39% το 2006 σε 34,8% το 2007 λόγω μείωσης του μακροπρόθεσμου δανεισμού και αύξησης του βραχυπρόθεσμου.

6.7.2 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας Δέλτα Συμμετοχών ανέρχεται σε €691.647 το 2004 έναντι €694.398 το 2005, σημειώνοντας μια μικρή αύξηση 0,39%, παρόλη την αναμενόμενη συγχώνευση.

Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας Chipita, σε ενοποιημένη βάση, ανέρχεται σε €255.398 το 2004 έναντι €297.082 το 2005, σημειώνοντας μια αύξηση της τάξεως του 16%. Παρά το γεγονός ότι η Chipita έχει μεγαλύτερο ποσοστό αύξησης του κύκλου εργασιών της, ο κύκλος εργασιών της Chipita αποτελεί σχεδόν το 1/3 της Δέλτα.

Τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά 54%, από €9.608 χιλιάδες το 2004 σε €14.839 χιλιάδες το 2005. Ενώ τα κέρδη μετά από φόρους, που αναλογούν στους μετόχους της μητρικής Εταιρείας, αυξήθηκαν κατά 2,86 %, από €5.720 χιλιάδες το 2004 σε €5.884 χιλιάδες το 2005. Η δυσαναλογία στην αύξηση των κερδών, προ και μετά από φόρους, σε σχέση με την προηγούμενη χρήση, οφείλεται κυρίως στην πρόταση για διανομή μερίσματος με χρήση αφορολόγητων αποθεματικών, από την οποία προέκυψε σημαντική φορολογική επιβάρυνση των αποτελεσμάτων της κλειόμενης χρήσης.

Εν συνεχεία, οι Ενοποιημένες Πωλήσεις της Vivartia ανήλθαν σε €776,2 εκ έναντι €694,4 εκ της προηγούμενης χρήσης και τα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) ανήλθαν σε €120,0 εκ έναντι €120,1 για τη χρήση 2006. Ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά 44% το 2007 σε σχέση με το 2006, φανερώνοντας την καλή πορεία που έχει ο όμιλος από την δεύτερη κιάλας χρονιά λειτουργίας.

Στο σημείο αυτό να σημειώσουμε ότι τα δημοσιευμένα μεγέθη για το 2007 δεν είναι άμεσα συγκρίσιμα με τα αντίστοιχα του 2006, καθώς το 2006 η δραστηριότητα του

κλάδου Αρτοποιίας και Ζαχαρωδών - πρώην Chipita - περιλαμβάνεται στην ενοποίηση των μεγεθών από την 1/9/2006 (4 μήνες). Εν αντιθέσει με τις πωλήσεις τα EBITDA του ομίλου έχοντας επηρεαστεί το 2007 από προβλέψεις και έκτακτα έξοδα που ανήλθαν σε περίπου 24,8 εκατ. ευρώ και αφορούν κυρίως την πρόβλεψη για την επιβολή προστίμου από την Επιτροπή Ανταγωνισμού, καθώς και έξοδα που σχετίζονται με τις διοικητικές αλλαγές του ομίλου, ανήλθαν σε 126,6 εκατ. ευρώ.

Σε ότι αφορά τα κέρδη προ φόρων του ομίλου Vivartia για το 2007 ανήλθαν σε 51,8 εκατ. ευρώ μειωμένα σε σχέση με τα 122 εκατ. Ευρώ του 2006 δεδομένων των ανωτέρω προβλέψεων καθώς και των αυξημένων χρηματοοικονομικών δαπανών του ομίλου που ανήλθαν σε περίπου 13 εκατ. Ευρώ, ως αποτέλεσμα κυρίως του κόστους της πρόωρης αποπληρωμής και μετατροπής ομολογιακών δανείων - γεγονότων άμεσα συνδεδεμένων με την αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της Vivartia τον Ιούλιο του 2007.

Πίνακας 6.3: Κάθετη Παράθεση Αποτελεσμάτων Χρήσης Δέλτα - Chipita - Vivartia

Α.Χ. ΚΑΘΕΤΗ ΠΑΡΑΘΕΣΗ ¹⁵						
	ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ		Chipita International AE		Vivartia	
	2004	2005	2004	2005	2006	2007
Κύκλος Εργασιών (Πωλήσεις)	691.647	694.398	255.398	297.082	776.234	1.118.686
Κόστος Πωλήσεων	407.483	407.794	171.269	197.691	453.197	715.766
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	284.164	286.604	84.129	99.391	323.037	402.920
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	228.365	230.341	71.802	83.109	265.356	348.242
Λοιπά έξοδα	10.620	30.724	2.617	3.699	22.600	33.903
Καθαρά χρηματοοικονομικά έσοδα/έξοδα	4.971	15.255				
Καθαρά κέρδη/ζημιές από συναλλαγματικές διαφορές	594					
Ζημιές από συμμετοχή σε συγγενείς εταιρίες	-186	-146	-	-		
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων σύνολο	<u>61.262</u>	<u>70.980</u>	<u>9.608</u>	<u>14.839</u>	<u>122.052</u>	<u>51.812</u>
Φόροι (εισοδήματος)	33.139	30.086	1.075	3.339	25.811	23.995
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους	<u>49.316</u>	<u>40.894</u>	<u>8.533</u>	<u>11.500</u>	<u>96.241</u>	<u>27.817</u>
Κατανέμονται σε:						
Μετόχους Εταιρίας	31.773	31.104	5.720	5.884	90.260	10.054
Μετόχους Μειοψηφίας	17.542	9.790	2.813	5.616	5.981	17.763
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή-βασικά (σε €)	0,83	0,79	0,12	0,12	1.54	0.13

¹⁵ Τα ποσά είναι εκπεφρασμένα σε χιλιάδες Ευρώ

6.8 Μελέτη Περίπτωσης Δεύτερη: Εξαγορά της HOL Α.Ε. από τη Unibrain Α.Ε.

Εισαγωγή

Ο κλάδος της πληροφορικής αποτελεί ένα δυναμικό κλάδο της παγκόσμιας οικονομίας. Αυτό φαίνεται τόσο από την ανάπτυξη των θεμελιωδών μεγεθών του, όσο και από την συνεχώς διευρυνόμενη οικιακή και εργασιακή χρήση των προϊόντων του.

Τα τελευταία έτη παρατηρείται, τόσο διεθνώς, όσο και στην Ελλάδα, μία διαρκή επίταση του ανταγωνισμού, που επιβάλλει στις εταιρείες την ανάγκη σοβαρής εσωτερικής οργάνωσης και δομών. Στα πλαίσια αυτά, οι διοικήσεις των εταιριών Unibrain και HOL δώσανε έμφαση στην συνέχιση της εσωτερικής αναδιοργάνωσης με κύριο άξονα τη δημιουργία ενός ομίλου ικανού να ικανοποιήσει το ολοένα και πιο απαιτητικό ελληνικό καταναλωτικό κοινό.

6.8.1 Συγχώνευση εταιριών Unibrain και Hellas on line

Στις 5 Δεκεμβρίου 2007 τα διοικητικά συμβούλια των εταιριών Unibrain ΑΕ (απορροφώσα) και Hellas online ΑΕ (απορροφώμενη) αποφάσισαν τη συγχώνευση τους, με απορρόφηση της Hellas online ΑΕ από την εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών Unibrain ΑΕ, με ημερομηνία ισολογισμού μετασηματισμού την 31^η Δεκεμβρίου 2007. Στις 28 Απριλίου 2008 εγκρίθηκε η συγχώνευση από τις γενικές συνελεύσεις των συγχωνευμένων εταιριών, και στις 7 Μαΐου 2008 εγκρίθηκε η συγχώνευση από τα αρμόδια κυβερνητικά όργανα.

Μετά την έγκριση της συγχώνευσης των δύο εταιριών, η απορροφώσα Unibrain ΑΕ μετονομάστηκε σε Hellas online ΑΕ.

Για τη συγχώνευση των εταιριών Hellas online ΑΕ και Unibrain ΑΕ έχει ακολουθηθεί η μέθοδος της συνένωσης συμφερόντων¹⁶, λόγω του ότι οι δύο όμιλοι τελούσαν υπό τον κοινό έλεγχο της Intracom Holdings ΑΕ. Επομένως, τα στοιχεία ενεργητικού, υποχρεώσεις, ταμειακές ροές, έσοδα και έξοδα της απορροφώσας εταιρίας Unibrain ΑΕ έχουν αναπροσαρμοστεί για να περιλαμβάνουν τα κονδύλια των δύο εταιριών, σαν να ήταν μια ενιαία εταιρία από την 1^η Ιανουαρίου 2007. Επειδή, όμως η απόφαση της συγχώνευσης λήφθηκε το Δεκέμβριο του 2007 και η ολοκλήρωση θα επιτευχθεί το 2008, η σύγκριση των λογιστικών καταστάσεων της Hellas online θα πραγματοποιηθεί στην παρούσα εργασία για τα οικονομικά έτη 2008 – 2009.

¹⁶ Συνένωση συμφερόντων είναι μια ενοποίηση επιχειρήσεων στην οποία οι μέτοχοι ή εταίροι των ενοποιούμενων επιχειρήσεων συνδυάζουν έλεγχο πάνω στο σύνολο ή σχεδόν σύνολο, της καθαρής περιουσίας και των εργασιών τους, για να επιτύχουν μια συνεχή αμοιβαία κατανομή των κινδύνων και των οφελών, που σχετίζονται με αυτή τη συγκρότηση, ούτως ώστε κανένα από τα δύο μέρη να μην μπορεί να θεωρείται αγοραστής.

Η συγχώνευση με απορρόφηση της HOL από τη Unibrain εγκρίθηκε από τη γενική συνέλευση των μετόχων της Unibrain με απαρτία 71%, καθώς και η μετονομασία της εταιρείας σε Hellas On Line.

Το νέο σχήμα που δημιουργήθηκε ελέγχεται κατά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό από την Ιντρακόμ, ενώ ένα μικρό ποσοστό (1,6% περίπου) θα κατέχει ο Μ. Κυριακού που πριν τη συγχώνευση έλεγχε το 13% περίπου της Unibrain. Παράλληλα, η γενική συνέλευση είχε εγκρίνει και την αλλαγή της επωνυμίας της εταιρείας σε Hellas On Line. Λόγω της υψηλής συγκέντρωσης του μετοχικού κεφαλαίου, από την Ιντρακόμ πιθανότατα θα προτιμηθεί η λύση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με παραίτηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων προκειμένου να αυξηθεί η διασπορά, από τη λύση του placement.

Το μετοχικό κεφάλαιο της νέας εταιρείας την οικονομική χρήση 2008 ανερχόταν σε 80.815.385,40 ευρώ, διαιρούμενο σε 95.076.924 μετοχές, ονομαστικής αξίας 0,85 ευρώ. Μετά από δύο αυξήσεις του μετοχικού της κεφαλαίου τα οικονομικά έτη 2009 και 2011. Κατόπιν αυτών, το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας την 31 Δεκεμβρίου 2011 έως και σήμερα ανέρχεται στο ποσό των €56,521,027 διαιρούμενο σε 179.707.771 Κοινές Ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας €0.30 η καθεμία και 8.695.652 Προνομιούχες Ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας €0.30 η καθεμία.

Επιπρόσθετα, την 31η Μαρτίου 2016, καταχωρήθηκε στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (Γ.Ε.ΜΗ.) η απόφαση της Περιφέρειας Αττικής (Διεύθυνση Ανάπτυξης Περιφερειακής Ενότητας Βορείου Τομέα Αθηνών) δυνάμει της οποίας εγκρίθηκε η συγχώνευση της εταιρείας HELLAS ONLINE ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΕ με την κατά 100 % μητρική της εταιρεία VODAFONE ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ..

Η συγχώνευση πραγματοποιήθηκε με απορρόφηση της HELLAS ONLINE από την VODAFONE, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68-77 και 78 του Κ.Ν. 2190/1920 και 1-5 του Ν. 2166/1993, είχε δε ως αποτέλεσμα την διαγραφή της HELLAS ONLINE από τα μητρώα των εταιρειών και την παύση της νομικής της ύπαρξης.

6.8.2 Ανακοίνωση για συγχώνευση της Unibrain με την HOL

Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών "HELLAS ON LINE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΣΥΣΚΕΥΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ" ("Hellas on Line") και "ΓΙΟΥΝΙΜΠΡΕΪΝ Ανώνυμη Ελληνική Εταιρεία Παραγωγής Λογισμικού και Ηλεκτρονικών Συστημάτων Πολλαπλών Χρήσεων" ("Unibrain"), ανακοινώνουν ότι αποφάσισαν τη συγχώνευσή τους με απορρόφηση της Hellas on Line από την εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών Unibrain και με ημερομηνία Ισολογισμού μετασχηματισμού την 31η Δεκεμβρίου 2007.

Για τους σκοπούς της συγχώνευσης οι μετασχηματιζόμενες εταιρείες έχουν αποτιμηθεί από τα Διοικητικά τους Συμβούλια, ως εξής: Hellas on Line : 180 εκ. ευρώ Unibrain : 26 εκ. ευρώ

Η Intracom Holdings A.E. ελέγχει το 100% της Hellas Online και περίπου το 30% της Unibrain, με αποτέλεσμα το μερίδιο της πρώτης στο νέο σχήμα, όταν ολοκληρωθεί η διαδικασία της συγχώνευσης προς το τέλος του α' τριμήνου του 2008, να ξεπερνά κατά πολύ το 90%. Αυτό σημαίνει ότι θα υπάρξει άμεσα κίνηση για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με είσοδο νέων επενδυτών.

6.8.3 ΛΟΓΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ

6.8.3.1 Εμπορικά πλεονεκτήματα

Η κάθε Εταιρία, αναλόγως του δικτύου και της έως τώρα στρατηγικής της, απευθυνόταν σε συγκεκριμένο είδος και αριθμό πελατών.

Η HELLAS ON LINE παρέχει ευρύ φάσμα τηλεπικοινωνιακών προϊόντων και υπηρεσιών προς ιδιώτες, ελεύθερους επαγγελματίες, μικρομεσαίες επιχειρήσεις και μεγαλύτερες εταιρίες και οργανισμούς.

Οι παρεχόμενες υπηρεσίες περιλαμβάνουν: Πρόσβαση στο Διαδίκτυο (Broadband και Narrowband) - Τηλεφωνία - Φιλοξενία δικτυακών τόπων και συστημάτων - Δικτύωση (Μισθωμένες γραμμές και ιδεατά ιδιωτικά δίκτυα) - Υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας (εταιρικές λύσεις ηλεκτρονικής αλληλογραφίας, τηλεδιασκέψεις, υπηρεσίες ασφάλειας, IP-TV, κ.α.).

Η UNIBRAIN παρέχει υπηρεσίες ανάπτυξης και παραγωγής Υλικού και Λογισμικού Τεχνολογίας IEEE-1394, όσο και ανάπτυξης και παραγωγής Λογισμικού και Ηλεκτρονικών συσκευών ευρείας κατανάλωσης με τεχνολογία πολυμέσων (multimedia consumer electronics).

Συνεπώς, η εταιρία που προέκυψε με το πέρας της συγχώνευσης, παρείχε νέες για την Ελλάδα Υπηρεσίες, συνδέσεων internet και σταθερής τηλεφωνίας με αντίστοιχη ποιότητα σε μεγάλες εταιρίες και όχι μόνο σε ιδιώτες, αλλά και σε επιχειρήσεις με αναπτυγμένο δίκτυο τηλεφωνίας. Η συγχώνευση οδήγησε και σε ανταλλαγή τεχνογνωσίας σε έναν πολύ νευραλγικό και ταχύτατα εξελισσόμενο τομέα τεχνολογίας, μέσω και των αναπτυγμένων τμημάτων έρευνας και ανάπτυξης.

Η ολοκλήρωση της συγχώνευσης δημιούργησε μία εταιρία με το απαραίτητο μέγεθος, προκειμένου να διαδραματίσει ενεργότερο ρόλο στη διαμόρφωση πολιτικών επί των προϊόντων και των τιμών στην αγορά.

6.8.3.2 Λειτουργικά πλεονεκτήματα

Το νέο ενοποιημένο σχήμα ενίσχυσε ακόμη περισσότερο την αποτελεσματικότητα της διοίκησης, αλλά και την καλύτερη αξιοποίηση των εξαιρετικών στελεχών των συγχωνευομένων εταιρειών. Τα στοιχεία αυτά είναι απολύτως απαραίτητα σε μία ταχέως αναπτυσσόμενη αγορά με πληθώρα νέων προϊόντων και υπηρεσιών υψηλής ποιότητας, αυξάνοντας το μερίδιο αγοράς της.

Επίσης, η ενοποίηση των λειτουργικών δραστηριοτήτων θα επιφέρει αύξηση της παραγωγικότητας και οικονομίες κλίμακας, που είναι απολύτως απαραίτητες σε αγορές με έντονο το στοιχείο του ανταγωνισμού όπως αυτή των τηλεπικοινωνιών - πληροφορικής και του διαδικτύου.

6.8.3.3 Φορολογικά Κίνητρα

Για τη συγχώνευση επελέγη ο Ν. 2166/1993, ο οποίος παρέχει πλεονεκτήματα φορολογικά και οικονομικά σύμφωνα με το άρθρο 3 παρ. 3 και 4. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με την παράγραφο 4, για τις εταιρίες που θα κάνουν χρήση του νόμου, οι αφορολόγητες κρατήσεις εκ των κερδών ή τα ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά από τα μη διανεμόμενα κέρδη που υφίστανται στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις, δεν θα υπόκεινται σε φορολογία κατά το χρόνο του μετασχηματισμού, εφόσον μεταφέρονται και εμφανίζονται αυτούσια σε ειδικούς λογαριασμούς στη νέα εταιρεία.

Επιπλέον, ο ειδικός φόρος τραπεζικών εργασιών που επιβάλλεται από τη διάταξη της περίπτωσης β' του άρθρου 7 του ν. 1676/1986, μειώνεται κατά πενήντα τοις εκατό.

6.8.3.4 Χρηματιστήριο – Χρηματοδοτικές ευκαιρίες

Αναφορικά με την είσοδο του νέου, διευρυμένου σχήματος στο Χ.Α., η νέα εταιρεία Hellas online είναι μεγαλύτερη, τόσο από πλευράς λειτουργικών μεγεθών, όσο και από πλευράς κεφαλαιοποίησης. Το όφελος αυτό είναι σημαντικό για μία εταιρεία εισηγμένη σε μία αγορά αναπτυσσόμενη, όπως είναι το Χ.Α., όπου το πεδίο σύγκρισης αφορά εταιρείες με πολύ μεγάλα μεγέθη και προϋποθέτει ανταγωνιστικά και ευέλικτα εταιρικά σχήματα. Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της νέας εταιρείας, τόσο ευνοϊκότερη θα γίνεται για αυτήν κάθε τέτοιου είδους σύγκριση.

Η νέα εταιρεία που προέκυψε από τη συγχώνευση έχει τη δυνατότητα να παρουσιάσει ολοκληρωμένες λύσεις τηλεπικοινωνιών και πληροφορικής, εκμεταλλευόμενη τις συνέργιες μεταξύ των δύο υφισταμένων εταιρειών. Συγκεντρώνει έτσι όλη την οικονομική αξία που δημιουργήθηκε προς όφελος του συνόλου των μετόχων. Επιπλέον, διαθέτει ισχυρή και αποδοτική κεφαλαιακή διάρθρωση που της επιτρέπει να χρηματοδοτήσει και να εκμεταλλευτεί καλύτερα τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες.

6.9 Διαδικασία Συγχώνευσης

Όπως προαναφέρθηκε, για τη συγχώνευση των εταιριών Hellas online Α.Ε. και Unibrain Α.Ε. έχει ακολουθηθεί η μέθοδος της συνένωσης συμφερόντων, λόγω του ότι οι δύο όμιλοι τελούσαν υπό τον κοινό έλεγχο της Intracom Holdings Α.Ε.. Επομένως, τα στοιχεία ενεργητικού, υποχρεώσεις, ταμειακές ροές, έσοδα και έξοδα της απορροφώσας εταιρίας Unibrain Α.Ε. έχουν αναπροσαρμοστεί για να περιλαμβάνουν τα κονδύλια των δύο εταιριών, σαν να ήταν μία ενιαία εταιρία από την 1^η Ιανουαρίου 2007. Τα στοιχεία ενεργητικού και οι υποχρεώσεις έχουν ενσωματωθεί στις λογιστικές τους αξίες.

Η συγχώνευση συντελέστηκε σύμφωνα με:

- (i) Τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2 και 69 – 77Α του ΚΝ 2190/1920,
- (ii) Τις διατάξεις των άρθρων 1 – 5 του Ν. 2166/1993, όπως ισχύει σήμερα, με λογιστική ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού των Απορροφούμενων Εταιρειών - όπως αυτά εμφανίζονται στον Ισολογισμό Μετασχηματισμού με ημερομηνία 31.12.2007 που συντάχθηκε από κάθε μία από τις συμμετέχουσες εταιρείες για το σκοπό της παρούσας εξαγοράς - και θα μεταφερθούν αυτούσια. Ως Ισολογισμοί Μετασχηματισμού των συμμετεχόντων εταιρειών χρησιμοποιήθηκαν οι ισολογισμοί με ημερομηνία 31.12.2007.

Η συγχώνευση των εταιριών UNIBRAIN και HELLAS ON LINE εγκρίθηκε δυνάμει της υπ' αριθμ. πρωτ. Κ2-5397/2008 απόφασης του Υπουργείου Ανάπτυξης και της Νομαρχίας Αθηνών αντίστοιχα και καταχωρήθηκε στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών της Νομαρχίας Αθηνών στις 07.05.2008.

6.10 Μετοχικό Κεφάλαιο

Σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 2 του Ν. 2166/1993, ως μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας μετά τη συγχώνευση θεωρείται το άθροισμα των μετοχικών κεφαλαίων της Απορροφώσας και της Απορροφώμενης.

Μετοχικό Κεφάλαιο της Απορροφώσας (UNIBRAIN) προ συγχωνεύσεως

Το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας ανερχόταν στις 15 Αυγούστου 2007 και ανέρχεται σε ευρώ τέσσερα εκατομμύρια εξακόσιες ογδόντα χιλιάδες (€ 4.680.000) διαιρούμενο σε έντεκα εκατομμύρια επτακόσιες χιλιάδες (11.700.000) κοινές ονομαστικές με δικαίωμα ψήφου μετοχές, ονομαστικής αξίας σαράντα λεπτών του ευρώ (€ 0,40), η καθεμία.

Μετοχικό Κεφάλαιο της Πρώτης Απορροφώμενης (HELLAS ON LINE) προ συγχωνεύσεως

Το μετοχικό κεφάλαιο της Πρώτης Απορροφώμενης ανερχόταν στις 15 Αυγούστου 2007 και ανέρχεται σε ευρώ εβδομήντα πέντε εκατομμύρια οκτακόσιες χιλιάδες (€75.800.000), διαιρούμενο σε εβδομήντα πέντε εκατομμύρια οκτακόσιες χιλιάδες (75.800.000) κοινές ονομαστικές με δικαίωμα ψήφου μετοχές, ονομαστικής αξίας ενός ευρώ (€ 1) η κάθε μία

Νέο Μετοχικό Κεφάλαιο της Απορροφώσας μετά τη συγχώνευση

Το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας μετά την ολοκλήρωση της συγχωνεύσεως ανέρχεται στο ποσό των ογδόντα τριών εκατομμυρίων επτακοσίων είκοσι πέντε χιλιάδων και είκοσι λεπτών του ευρώ (€83.725.000,20), διαιρούμενο σε εβδομήντα εκατομμύρια εννιακόσιες πενήντα τρεις χιλιάδες τριακόσιες ενενήντα (70.953.390) νέες κοινές ονομαστικές με δικαίωμα ψήφου μετοχές, νέας ονομαστικής αξίας ενός ευρώ και δεκαοκτώ λεπτών του ευρώ (€ 1,18) η κάθε μία (εφεξής «οι Νέες Μετοχές»).

Το κεφάλαιο αυτό σχηματίζεται με βάση τα εξής:

Το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας, κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού μετασχηματισμού (15.08.2007) ανερχόταν σε ευρώ τέσσερα εκατομμύρια εξακόσιες ογδόντα χιλιάδες (€ 4.680.000).

Το μετοχικό κεφάλαιο της Πρώτης Απορροφώμενης, κατά την ημερομηνία Ισολογισμού μετασχηματισμού (15.08.2007) ανερχόταν σε ευρώ εβδομήντα πέντε εκατομμύρια οκτακόσιες χιλιάδες (€ 75.800.000).

Την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφώσας, ποσού είκοσι λεπτών του ευρώ (€ 0,20), από ισόποση κεφαλαιοποίηση του λογαριασμού «διαφορά εκδόσεως μετοχών υπέρ το άρτιο» της Απορροφώσας (για στρογγυλοποίηση του Μετοχικού κεφαλαίου και του αριθμού των μετοχών), η οποία θα αποφασισθεί από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων που θα εγκρίνει το Σχέδιο Συμβάσεως Συγχωνεύσεως.

Με τον ίδιο τρόπο, το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας αυξάνεται, σύμφωνα με τα ανωτέρω, κατά το συνολικό ποσό των εβδομήντα εννέα εκατομμυρίων σαράντα πέντε χιλιάδων και είκοσι λεπτών του ευρώ (€ 79.045.000,20) και σχηματίζεται το νέο μετοχικό κεφάλαιο σε ευρώ ογδόντα τριών εκατομμυρίων επτακοσίων είκοσι πέντε χιλιάδων και είκοσι λεπτών του ευρώ (€ 83.725.000,20). Αυτό αναλύεται στην έκδοση εβδομήντα εκατομμυρίων εννιακοσίων πενήντα τριών χιλιάδων τριακοσίων ενενήντα (70.953.390) νέων κοινών ονομαστικών με δικαίωμα ψήφου μετοχών, νέας ονομαστικής αξίας ενός ευρώ και δεκαοκτώ λεπτών του ευρώ (€ 1,18) η κάθε μία, οι οποίες ακολούθως διανέμονται στους μετόχους των συγχωνευομένων εταιριών σύμφωνα με τις σχέσεις ανταλλαγής του άρθρου 4.2. του παρόντος.

6.10.1 Σχέση Ανταλλαγής των Μετοχών

Οι σχέσεις ανταλλαγής για τους μετόχους των συγχωνευομένων εταιρειών, έχουν ως ακολούθως :

- οι μέτοχοι της Απορροφώσας εταιρείας θα διατηρήσουν τον ίδιο, όπως και πριν από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης αριθμό μετοχών, οι οποίες όμως θα είναι νέας ονομαστικής αξίας ευρώ 0,85, η κάθε μία
- οι μέτοχοι της Απορροφώμενης εταιρείας, θα ανταλλάξουν μία παλαιά Κοινή Ονομαστική μετοχή της εταιρείας, ονομαστικής αξίας ευρώ η καθεμία, με 1,0960016359 νέες Κοινές Ονομαστικές με δικαίωμα ψήφου μετοχές, ονομαστικής αξίας ευρώ 0,85, καθεμία.

Οι νέες μετοχές θα πιστωθούν από την Ε.Χ.Α.Ε. στους λογαριασμούς των δικαιούχων μετόχων της Απορροφώμενης εταιρείας, μέσω του Σ.Α.Τ., κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγματεύσεώς τους.

6.11 Συνοπτική Παρουσίαση Εταιριών

6.11.1 Εταιρική παρουσίαση Hellas online

Η Com-Quest Computers & Telecommunications A.E. είχε ιδρυθεί το 1988, ενώ η HELLAS ON LINE A.E. “ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ” το 1993. Το 2001 η HOL εξαγοράστηκε από την τράπεζα EFG Eurobank Ergasias και ξεκίνησε την παροχή τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών και υπηρεσιών σύνδεσης στο διαδίκτυο για εταιρικούς πελάτες στην Ελλάδα.

Τον Ιανουάριο του 2006, η Intracom Holdings απέκτησε το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της HOL. Το Νοέμβριο του 2006, η HOL προχώρησε στην εξαγορά του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας Αττικές Τηλεπικοινωνίες Α.Ε. με τίμημα εξαγοράς Ευρώ 47 εκατ.. Από τα οποία τα Ευρώ 0,7 εκατ. ήταν έξοδα κτήσης. Η εξαγορά, που ολοκληρώθηκε τον Μάιο του 2007, προσέφερε στη HOL ένα επιπρόσθετο δίκτυο κορμού οπτικών ινών και δίκτυο πρόσβασης στην ευρύτερη περιοχή της Αττικής μήκους περίπου 600 χλμ. Στην απόφαση είχε συντελέσει το γεγονός ότι η HOL εκτίμησε πως θα απαιτούσε τρία περίπου χρόνια για να το αναπτύξει με δικούς της πόρους. Ως αποτέλεσμα, το συνολικό δίκτυο κορμού οπτικών ινών και δίκτυο πρόσβασης της HOL στην Αττική ανήλθε σε 800 χλμ περίπου. Με το δίκτυο της Αττικές Τηλεπικοινωνίες Α.Ε. η HOL συνδέθηκε με 50 επιπλέον τοπικά κέντρα του ΟΤΕ παρέχοντας στους πελάτες λιανικής και τους εταιρικούς πελάτες προηγμένες ευρωζονικές υπηρεσίες ADSL2+. Με την εξαγορά αυτή, η HOL απέκτησε στην περιοχή της Αττικής το εταιρικό πελατολόγιο της εξαγοραζόμενης και μπορεί να παρέχει στις επιχειρήσεις υπηρεσίες διασύνδεσης υψηλών ταχυτήτων, κάτι που είναι εφικτό λόγω της εγγύτητας του δικτύου κορμού, όπως metro Ethernet, εκμισθωμένες γραμμές, FTTB και SHDSL.

Το 2007, η HOL ξεκίνησε μια σειρά από ενέργειες με σκοπό την ανάπτυξή της. Τον Ιούνιο του 2007, πραγματοποίησε αλλαγή της εταιρικής της ταυτότητας με σκοπό την υιοθέτηση μιας πιο μοντέρνας και δυναμικής ταυτότητας παρουσιάζοντας τα προϊόντα περισσότερο φιλικά για τους τελικούς χρήστες. Στην συνέχεια η HOL εισήγαγε την υπηρεσία double-play, που αποτελεί και το κύριο προϊόν της.

Τον Ιούνιο 2007, η HOL προχώρησε στη σύναψη εμπορικών συμφωνιών με την Vodafone Ελλάς, βάσει των οποίων η HOL παρέχει στη Vodafone Ελλάς σειρά υπηρεσιών χονδρικής. Σε συνέχεια της εισαγωγής της υπηρεσίας double-play στην αγορά, το Φεβρουάριο του 2008 η HOL εισήλθε και στην παροχή υπηρεσιών απλής σταθερής τηλεφωνίας σε πελάτες λιανικής.

Η Hellas online ήταν ένας από τους σημαντικότερους παρόχους υπηρεσιών σταθερών τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα, διαθέτοντας ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών φωνής, πρόσβασης στο διαδίκτυο και υπηρεσιών προστιθέμενης αξίας και πολυμέσων. Η Hellas online έχει ιδιόκτητο δίκτυο οπτικών ινών με εκτεταμένο μητροπολιτικό δίκτυο στην Αθήνα και Αττική, αλλά και σε μεγάλες πόλεις της Ελλάδας όπως Θεσ/νίκη, Λάρισα κτλ, καθώς και εθνικό κορμό που συνδέει τις πόλεις αυτές. Επιπλέον, προσφέρει υπηρεσίες και σε εταιρικούς πελάτες και μισθωμένες γραμμές χονδρικής.

Η Hellas online είναι θυγατρική της εταιρίας Intracom Holdings ΑΕ, η οποία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

6.11.2 Εταιρική παρουσίαση Unibrain

Η πλήρης επωνυμία της Εταιρείας είναι «ΓΙΟΥΝΙΜΠΡΕΙΝ Ανώνυμη Ελληνική Εταιρεία Παραγωγής Λογισμικού και Ηλεκτρονικών Συστημάτων Πολλαπλών Χρήσεων». Ο διακριτικός τίτλος της Εταιρείας ορίστηκε σε «UNIBRAIN Α.Ε.». Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στο κλάδο της πληροφορικής και συγκεκριμένα αναπτύσσει, σχεδιάζει, παράγει και διαθέτει συστήματα υλικού (hardware) και λογισμικού (software) υψηλής τεχνολογίας.

Η Εταιρεία συστήθηκε την 12 Μαρτίου του 1990 (ΦΕΚ 558/13.3.1990) με μετοχικό κεφάλαιο 58.694,06, με ταυτόχρονη έναρξη των δραστηριοτήτων της. Η εποπτεύουσα διοικητικά την Εταιρεία αρχή είναι το Υπουργείο Ανάπτυξης (Τμήμα Ανωνύμων Εταιρειών, Πλατεία Κάνιγγος) και ο Αριθμός Μητρώου Ανωνύμων Εταιρειών είναι Αρ. Μ.Α.Ε. 21328/06/Β/90/13).

Η διάρκεια της Εταιρείας έχει ορισθεί μέχρι την 31η Δεκεμβρίου του έτους 2100, με ημερομηνία έναρξης την ημέρα καταχώρισης στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών από την εποπτεύουσα Αρχή της διοικητικής απόφασης για την παροχή άδειας σύστασης της Εταιρείας και την έγκριση του καταστατικού της.

Η Εταιρεία κατά την ίδρυσή της είχε ως σκοπό, σύμφωνα με το άρθρο 4 του αρχικού καταστατικού, την παραγωγή λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων, τη μελέτη, σχεδιασμό και εκτέλεση πάσης φύσεως λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων και την αντιπροσώπευση οίκων του εξωτερικού και τη σύναψη εμπορικών συμβάσεων [ΦΕΚ, τεύχος Α.Ε. & ΕΠΕ 558/13.3.1990].

Ήταν από τις πρώτες εταιρείες στον ελλαδικό χώρο, που αρχίζει να ασχολείται ενεργά με την παραγωγή λογισμικού ηλεκτρονικών εκδοτικών συστημάτων. Και από την ίδρυση της άρχισε να δραστηριοποιείται και σε διεθνείς αγορές, όπως η συνεργασία τον Ισραηλινό διεθνή Οίκο παραγωγής προϊόντων λογισμικού και υλικού (software & hardware) Aladdin Knowledge Systems Limited, την Κυπριακή Εταιρεία με την επωνυμία A.T.C. Computer Aided Technologies Limited, το 1998 την ευρωπαϊκή θυγατρική του διεθνούς οίκου Texas Instruments, το 1999 τη σύμβαση συνεργασίας με την SONY Europa B.V. και παράλληλα ιδρύει δικό της τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης παρουσιάζοντας πολλά καινοτόμα προϊόντα στην αγορά. Επιπρόσθετα, τον Μάρτιο του 2000 (8/3/2000) η Unibrain Α.Ε. ιδρύει θυγατρική Εταιρεία στις Η.Π.Α. με την επωνυμία Unibrain, Inc..

Με την απόφαση στις 12.4.2000 της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Εταιρείας μετά την επαναδιατύπωση του σχετικού άρθρου, ο σκοπός της Εταιρείας είναι ο ακόλουθος:

- 1) Η παραγωγή λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων.
- 2) Η εμπορία κάθε φύσεως λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων που παράγει η Εταιρεία ή εισάγει από την αλλοδαπή.

3) Η αντιπροσώπευση οίκων της αλλοδαπής και της ημεδαπής που έχουν ομοειδείς ή συναφείς δραστηριότητες με την Εταιρεία και η διαμεσολάβηση για τη σύναψη από αυτές εμπορικών συμβάσεων με τρίτους.

4) Η μελέτη, σχεδιασμός και εκτέλεση κάθε φύσεως λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων του Δημοσίου και Ιδιωτικού Δικαίου, οργανισμών κοινής ωφέλειας και γενικά οποιωνδήποτε Οργανισμών, Δημοσίων Επιχειρήσεων και ιδιωτών, ως και η αγορά και η εισαγωγή υλικών για την εκτέλεση των παραπάνω έργων.

5) Η επίβλεψη εκτελέσεως των ως άνω έργων.

6) Η συμμετοχή σε διαγωνισμούς, οποιασδήποτε φύσεως, του Δημοσίου, Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ιδιωτικού Δικαίου, Οργανισμών κοινής ωφέλειας και γενικά Οργανισμών, Δημοσίων Επιχειρήσεων με σκοπό την ανάληψη των παραπάνω έργων ως αναδόχου ή ως υπεργολάβου.

7) Η μελέτη, σχεδιασμός και εκτέλεση κάθε φύσεως λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων της Ε.Ο.Κ. αλλοδαπών Δημοσίων, αλλοδαπών Νομικών Προσώπων Δημοσίου και Ιδιωτικού Δικαίου, αλλοδαπών Οργανισμών κοινής ωφέλειας ή επιχειρήσεων και αλλοδαπών ιδιωτών ως και η αγορά και εισαγωγή υλικών για την εκτέλεση των παραπάνω έργων.

8) Η συμμετοχή σε διαγωνισμούς οποιασδήποτε φύσεως της Ε.Ο.Κ., αλλοδαπών Δημοσίων, Νομικών Προσώπων Δημοσίου και Ιδιωτικού Δικαίου, αλλοδαπών Οργανισμών Κοινής Ωφέλειας ή επιχειρήσεων και αλλοδαπών ιδιωτών, με σκοπό την ανάληψη των ως άνω έργων ή ως αναδόχου ή ως υπεργολάβου.

9) Η με οποιονδήποτε τρόπο συμμετοχή ή συνεργασία της εταιρείας με δικά της κεφάλαια, με άλλες επιχειρήσεις ή εταιρείες οποιασδήποτε νομικής μορφής που υφίστανται ή που θα ιδρυθούν στην ημεδαπή ή στην αλλοδαπή που έχουν τους ίδιους σκοπούς ή παρεμφερείς σκοπούς με αυτήν.

10) Όλες οι συναφείς με τις παραπάνω εργασίες. Για την επιδίωξη των σκοπών της η Εταιρεία δύναται να ιδρύει υποκαταστήματα και πρακτορεία οπουδήποτε στην ημεδαπή ή στην αλλοδαπή.

Οι μετοχές της UNIBRAIN A.E. είναι ονομαστικές και είναι εισηγμένες στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών με τον κωδικό BPAIN. Κάθε μία μετοχή έχει το δικαίωμα μιας ψήφου. Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε 4.680.000€, διαιρούμενο σε 3.900.000 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας 1,20€ η κάθε μία. Το κεφάλαιο υπέρ το άρτιο ανέρχεται στο ποσό των 4.354.906,82€.

6.11.3 Εταιρική παρουσίαση Hellas on line

Η Hellas online ήταν ένας από τους ισχυρότερους παρόχους ολοκληρωμένων ευρυζωνικών υπηρεσιών στην Ελλάδα.

Με τις πιο αξιόπιστες νέες τεχνολογικές λύσεις που διαθέτει, παρέχει ένα ευρύ φάσμα τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών για οικιακούς πελάτες, καθώς επίσης και υπηρεσίες για επαγγελματίες, επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους και για μεγάλους οργανισμούς.

Η hellas online προσέλκυε την πλειοψηφία των νέων συνδρομητών της αγοράς, με αποτέλεσμα η συνολική LLU πελατειακή βάση της - στις 31.03.2011 - να ανέρχεται σε 415.415 πελάτες, που αντιστοιχούν σε 28,5 % μερίδιο αγοράς.

Ήταν εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από τον Ιούνιο του 2008 (HOL), και το ανθρώπινο δυναμικό της εταιρίας ανέρχεται στα 820 περίπου άτομα.

Επένδυσε συστηματικά, σύμφωνα με τη στρατηγική ανάπτυξης της, σε ιδιόκτητες υποδομές και προηγμένα τηλεπικοινωνιακά συστήματα, ξεπερνώντας τα € 347 εκατ.. Διαθέτει το δεύτερο μεγαλύτερο ιδιόκτητο δίκτυο οπτικών ινών, το οποίο εκτείνεται σε πάνω από 4.000 χιλιόμετρα πανελλαδικά. Οι υπηρεσίες της είναι πλέον διαθέσιμες σε 50 νομούς και 141 πόλεις της χώρας, καλύπτοντας ακόμα και τα πιο απομακρυσμένα σημεία της χώρας.

Τον Νοέμβριο του 2014 η Vodafone Ελλάδα, η οποία είναι μέλος του Ομίλου Vodafone, απέκτησε το πλειοψηφικό πακέτων των κοινών ονομαστικών μετά δικαιώματος ψήφου μετοχών και των αντίστοιχων δικαιωμάτων ψήφου της hellas online. Ενώ τον Μάιο του 2015 ολοκληρώθηκε η απόκτηση του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετά δικαιώματος ψήφου μετοχών καθώς και του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου από τη Vodafone Ελλάδα. Η συμφωνία για την εξαγορά της hellas on line αποτελεί τη συνέχεια της επιτυχημένης εμπορικής συνεργασίας μεταξύ της Vodafone Ελλάδα και της hellas online από το 2009, όταν η Vodafone απέκτησε ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της hellas online.

Η Vodafone Ελλάδα και η hellas online από κοινού συνέχισαν να παρέχουν στους συνδρομητές τους καινοτόμα προϊόντα και υπηρεσίες που αφενός δίνουν τη δυνατότητα σε ιδιώτες, επαγγελματίες και επιχειρήσεις, να καλύπτουν τις ανάγκες της επικοινωνίας τους με αξιόπιστο, ποιοτικό, τεχνολογικά εξελιγμένο και οικονομικό τρόπο και που αφετέρου μπορούν να συμβάλουν στην ανάπτυξη και στην ανταγωνιστικότητα.

6.12 Πλαίσιο Κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των συγχωνευόμενων εταιριών, της HOL και Unibrain Inc, για τις χρήσεις που λήξαν την 31^η Δεκεμβρίου 2006 και 2007 και την 31^η Δεκεμβρίου 2008 και 2009 για την τελική προκύπτουσα εταιρία Hellas online .

Πριν τη συγχώνευση των δύο εταιριών, ο όμιλος Intracom Holdings ΑΕ κατείχε συμμετοχή 28,48% στην απορροφώσα εταιρία, την οποία λογιστικοποιούσε στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του ομίλου Intracom με τη μέθοδο της ολικής ενοποίησης (λόγω «De facto» ελέγχου). Επίσης, ο όμιλος Intracom κατείχε συμμετοχή 92,22% στην απορροφώμενη εταιρία, την οποία επίσης λογιστικοποιούσε στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις με τη μέθοδο της ολικής ενοποίησης. Μετά τη συγχώνευση των δύο εταιριών, ο όμιλος Intracom κατείχε συμμετοχή 84,17% στην Hellas online. Για την κατάρτιση αυτών των εταιρικών και

ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων έχει ακολουθηθεί η μέθοδος της συνένωσης συμφερόντων, λόγω του ότι οι δύο όμιλοι τελούσαν υπό κοινό έλεγχο.

Οι οικονομικές καταστάσεις της UNIBRAIN ΑΕ και HOL αφορούν στις χρήσεις 2006 και 2007 και έχουν καταρτισθεί σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Π. και τις διερμηνείες που είχαν εκδοθεί και ήταν σε ισχύ κατά την 31.12.2006 και 31.12.2007. Οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί σύμφωνα με την αρχή του ιστορικού κόστους, εκτός από την αποτίμηση συγκεκριμένων στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού σε τρέχουσες αξίες και βάσει της αρχής της συνέχισης της λειτουργίας του Ομίλου.

Οι λογιστικές αρχές που χρησιμοποιήθηκαν για την ετοιμασία και την παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων είναι συνεπείς με τις λογιστικές αρχές που χρησιμοποιήθηκαν για τη σύνταξη και παρουσίαση των ετήσιων εταιρικών και ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων της απορροφώσας για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου του 2006 και 31 Δεκεμβρίου του 2007, αντίστοιχα.

Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των Ομίλων που παρουσιάζονται στην παρακάτω μελέτη καλύπτουν την εταιρεία - όμιλο και τις θυγατρικές της κάθε συμμετέχουσας εταιρίας.

Θυγατρικές εταιρείες είναι όλες οι εταιρείες που διοικούνται και ελέγχονται, άμεσα ή έμμεσα, από την Unibrain και Hol αντίστοιχα, είτε με την κατοχή της πλειοψηφίας των μετοχών της εταιρείας στην οποία έγινε η επένδυση, είτε με την εξάρτησή της από την τεχνογνωσία που της παρέχει ο Όμιλος. Οι οικονομικές καταστάσεις των θυγατρικών εταιρειών περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις από την ημερομηνία που αποκτάται ο έλεγχος και μέχρι την ημερομηνία που παύει να υφίσταται ο έλεγχος.

Οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα), που έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι οικονομικές αυτές καταστάσεις έχουν συνταχθεί βάσει της αρχής του ιστορικού κόστους και είναι εκπεφρασμένες σε χιλιάδες Ευρώ.

6.13 Κάθετη Παράθεση Ισολογισμών

Με την δημιουργία του πίνακα Κάθετης Παράθεσης των Ισολογισμών διευκολύνεται η σύγκριση των ισολογισμών διαδοχικών χρήσεων. Παρακάτω παρουσιάζεται ο πίνακας για την περίπτωση της εξαγορά της εταιρίας HOL από τη Unibrain, όπου στη συνέχεια μετονομάστηκε σε Hellas online. Για τις δύο συμμετέχουσες εταιρίες στην ολοκλήρωση της εξαγοράς, παρουσιάζονται οι οικονομικές καταστάσεις για τις εταιρικές χρήσεις 2006 – 2007, δηλαδή ένα οικονομικό έτος πριν τη συγχώνευση και το οικονομικό έτος κατά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Ενώ, για την τελική προκύπτουσα εταιρία Hellas online παρακολουθούμε τις οικονομικές χρήσεις 2008 – 2009.

Οι οικονομικές καταστάσεις συντάχθηκαν βάσει των δημοσιευμένων ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων των ομίλων Unibrain ΑΕ και Hellas online ΑΕ, σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ.

Στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Hellas online ΑΕ περιλαμβάνεται η εταιρία Αττικές Τηλεπικοινωνίες ΑΕ, με 100% συμμετοχή. Στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Unibrain ΑΕ περιλαμβάνεται η εταιρία Unibrain Inc με 100% συμμετοχή. Η εταιρία Hellas online ΑΕ εξαγοράστηκε πλήρως από την Intracom τον Ιανουάριο του 2006 και έκτοτε ενοποιείται στον όμιλο με τη μέθοδο της ολικής ενοποίησης.

6.13.1 Λογαριασμοί Ενεργητικού

Παρατηρώντας γενικά, το μέγεθος του Ενεργητικού, συνεπώς και Παθητικού της εταιρίας HOL είναι πενταπλάσιο από αυτό της εταιρίας Unibrain και τα δύο συναπτά έτη. Η ένωση των δυο εταιριών οδήγησε στην δημιουργία ενός ομίλου με μέγεθος Ενεργητικού/Παθητικού οχταπλάσιο σε σχέση με την HOL και κατά πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με τη Unibrain.

Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία: Η εταιρία Unibrain δεν διαθέτει ιδιότητα ακίνητα. Οι Ενσώματες Ακινητοποιήσεις της εταιρίας αφορούν κυρίως σε μηχανογραφικό εξοπλισμό (υπολογιστές κλπ.). Το ίδιο ισχύει και για την εταιρία HOL, η οποία βρίσκεται σε μισθωμένο ακίνητο ιδιοκτησίας της Intracom Holdings. Ενώ για την Hellas online τα ενσώματα πάγια στοιχεία σημείωσαν αύξηση την οικονομική χρήση 2009 σε σύγκριση με το 2008, από €184.772.418 σε €238.147.392, λόγω και της αγοράς των νέων ιδιοκτητων κτιρίων της εταιρίας¹⁷.

Άυλα Στοιχεία Ενεργητικού: Τα Άυλα Στοιχεία Ενεργητικού που την 31.12.2007 ανήλθαν σε €1.452 χιλ. για την εταιρία Unibrain, αφορούν σε ανάπτυξη λογισμικού για συγκεκριμένη σειρά προϊόντων που λανσάρει η εταιρία. Ενώ, για την HOL ανήλθαν το 2007 σε €13.472 χιλ. έναντι €3.924 χιλ. το 2006. Το 2006 και 2007 οι προσθήκες αφορούσαν τόσο λογισμικό όσο και τέλη διασύνδεσης.

Σύνολο παγίων περιουσιακών στοιχείων: Η εταιρία HOL παρουσιάζει αύξηση των παγίων στοιχείων σε ποσοστό **487%**, λόγω της αγοράς του νέου κτιρίου εγκαταστάσεων. Επιπρόσθετα, η αύξηση του Συνόλου των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας Unibrain από **1.312** εκατ. ευρώ σε **1.533** εκατ. ευρώ το 2006 και 2007 αντίστοιχα, δηλ. **16,8%** οφείλονται στην αύξηση της Εμπορικής εύνοιας (goodwill). Ενώ, η τελική εταιρία Hellas online παρουσιάζει τη μεγαλύτερη αύξηση

¹⁷ Η Hellas online μεγαλώνει και μετακινείται σε ιδιόκτητες εγκαταστάσεις. Στα πλαίσια της συνεχούς ανάπτυξης, μετακινείται σε ιδιόκτητο κτίριο του ομίλου INTRACOM HOLDINGS, στην Αθήνα.

Το πλήρως ανακαινισμένο κτίριο εμβαδού 7.500 τ.μ. βρίσκεται στην οδό Αδριανείου 2 & Παπαδά, 115 25 Αθήνα (Αμπελόκηποι) και αποτελείται από πέντε συνολικά ορόφους, πέραν του ισόγειου και υπογείων. Στο νέο κτίριο θα στεγάζονται γραφεία, χώρος εστίασης, κατάστημα, καθώς και τεχνολογικές υποδομές της Hellas online.

Η εταιρεία ξεκίνησε να λειτουργεί πλήρως στη νέα έδρα της από Δευτέρα 24 Σεπτεμβρίου 2007. Τα τηλέφωνα και το ΑΦΜ της εταιρίας παραμένουν τα ίδια.

της τάξεως του **28,9 %**, οφειλόμενη, όπως προαναφέραμε στην αγορά των νέων ιδιόκτητων εγκαταστάσεων της εταιρίας.

Αποσβέσεις: Οι αποσβέσεις επιβαρύνουν το λογαριασμό αποτελεσμάτων, με βάση την σταθερή μέθοδο απόσβεσης, καθ' όλη τη διάρκεια της εκτιμώμενης ωφέλιμης ζωής των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Οι εδαφικές εκτάσεις δεν αποσβένονται. Η εταιρεία δεν έχει στην κατοχή της ακίνητα. Οι αποσβέσεις υπολογίζονται χρησιμοποιώντας τη σταθερή μέθοδο ώστε να κατανεμηθεί το κόστος ή η επανεκτιμημένη αξία του κάθε στοιχείου στο διάστημα της εκτιμημένης ωφέλιμης ζωής της. Οι ωφέλιμες ζωές είναι, μεταφορικά μέσα, 9 έτη και έπιπλα και σκευή & εξοπλισμός γραφείου, 3-6 έτη. Η υπολειμματική αξία και οι ωφέλιμες ζωές αναθεωρούνται και προσαρμόζονται σε κάθε ημερομηνία ισολογισμού εάν αυτό θεωρηθεί αναγκαίο. Δαπάνες για επισκευές και συντήρηση εξοπλισμού και μεταφορικών μέσων χρεώνονται στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων στην περίοδο που προκύπτουν. Κέρδη και ζημιές από εκποίηση παγίων προσδιορίζονται συγκρίνοντας της εισπράξεις με τη λογιστική αξία και περιλαμβάνονται στη κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων.

Κυκλοφορούν Ενεργητικό: Η εταιρία HOL παρουσιάζει αύξηση σε ποσοστό **123%**. Ενώ, η τελική εταιρία Hellas online παρουσιάζει αρκετά μικρότερη αύξηση της τάξεως του **1,74%**.

Το Συνολικό Κυκλοφορούν Ενεργητικό της εταιρίας Unibrain παρουσίασε επίσης αύξηση ύψους **17,27%**. Παρόλη τη μείωση των αποθεμάτων και των απαιτήσεων από πελάτες τα λοιπά στοιχεία ενεργητικού αυξάνονται, συμβάλλοντας στην αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Αποθέματα: Η μείωση των αποθεμάτων της εταιρίας Unibrain σε εμπορεύματα αντισταθμίστηκε εν μέρει από την αύξηση των αποθεμάτων σε προϊόντα έτοιμα και ημιτελή.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων (Αποθέματα προ προβλέψεων / Κόστος πωλήσεων*365) διαμορφώθηκε σε 100 και 62 ημέρες την 31.12.2006 και 31.12.2007 αντίστοιχα. Η εταιρία παρουσιάζει χαμηλή ταχύτητα αποθεμάτων ενώ φαίνεται ότι προσπαθεί να την αυξήσει.

Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις: Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των πελατών (Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις προ προβλέψεων / Πωλήσεις * 365) διαμορφώθηκε σε 83 και 57 ημέρες την 31.12.2006 και 31.12.2007 αντίστοιχα. Η μείωση της κυκλοφοριακής ταχύτητας των πελατών σηματοδοτεί τη βελτιωμένη εισπρακτική πολιτική της Unibrain, πραγματοποιώντας πωλήσεις με λιγότερες ημέρες επί πιστώσει κατά το οικονομικό έτος 2007.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των πελατών και λοιπών απαιτήσεων της HOL (Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις προ προβλέψεων / Κύκλο εργασιών*365) διαμορφώθηκε σε 122 και 206 ημέρες την 31.12.2006 και την 31.12.2007, αντίστοιχα. Οι απαιτήσεις από πελάτες αυξήθηκαν με την αύξηση της πελατειακής βάσης της HOL.

Ταμειακά διαθέσιμα: Σύμφωνα με τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Unibrain της χρήσης 2007, τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα κατά την εν λόγω χρήση ανήλθαν σε € 3.278 χιλ. τη χρήση 2007, έναντι € 2.123 χιλ. τη χρήση 2006.

Η αύξηση των ταμιακών διαθεσίμων σε ποσοστό 54,43% οφείλεται στους εξής λόγους :

1. Για το έτος 2007, έτυχε ειδικής απαλλαγής του Φ.Π.Α. λόγω των εξαγωγών.
2. Στην σωστή πολιτική των πωλήσεων και αγορών που εφαρμόζει.

Τα ταμειακά διαθέσιμα της HOL μειώθηκαν κατά 66,8%, ενώ της Hellas online αυξήθηκαν κατά 33,9%.

Μεταξύ των εταιριών, τα ταμειακά διαθέσιμα της Hellas online είναι τριπλάσια από της HOL και διπλάσια από της Unibrain, ενώ η σχέση της HOL με τη Unibrain, ανέρχεται στο 50% μεγαλύτερο από της HOL.

Πίνακας 6.13: Κυκλοφοριακές Ταχύτητες Εταιριών

Κυκλοφοριακές Ταχύτητες σε ημέρες (365)				
		<i>Αποθεμάτων</i>	<i>Απαιτήσεων</i>	<i>Διαθεσίμων</i>
HOL	2006	2,199	122,314	73,690
	2007	2,353	206,880	16,764
Unibrain	2006	99,987	83,007	148,339
	2007	61,730	57,238	207,556
Hellas on line	2008	4,197		17,197
	2009	1,165		15,463

Σύνολο Ενεργητικού: Η αύξηση του λογαριασμού σύνολο ενεργητικού της HOL από €52.591 εκατ. σε €218.283 εκατ., δηλ. ποσοστό **315%** περίπου. Αύξηση σημειώνεται και για την εταιρία Hellas on line σε ποσοστό **21,36%** από το 2008 στο 2009. Ενώ, για την Unibrain εμφανίζεται η μικρότερη αύξηση ύψους **8,95%**.

Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού: Το Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού υπολογίζεται όταν από το σύνολο ενεργητικού αφαιρέσουμε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Μέσω αυτού παρατηρούμε τις επενδύσεις μεγάλης χρονικής διάρκειας, δηλαδή τα στοιχεία που θα μείνουν στην εταιρία για μεγάλο χρονικό διάστημα αφού αφαιρέσουμε τα στοιχεία μικρής χρονικής διάρκειας.

Μεγαλύτερη αύξηση παρουσιάζει η εταιρία HOL με αύξηση του συνολικού καθαρού ενεργητικού σε μεγάλο ποσοστό, λόγω της αύξησης των στοιχείων του ενεργητικού, ενώ αρκετά υψηλή θεωρείται και η αύξηση της Hellas online σε ποσοστό **34,3%**, καθώς αναφερόμαστε σε έναν οικονομικό κολοσσό για τα ελληνικά δεδομένα. Η εταιρία Unibrain επέτυχε αύξηση του ΣΚΕ κατά **11,2%**.

Οι αποσβέσεις της Hellas on line συνέχισαν να αυξάνονται, φτάνοντας τα 51,8 εκατ. για το 2009, λόγω των αυξημένων επενδύσεων σε ιδιόκτητες υποδομές και απόκτησης νέων πελατών.

Μετοχικό κεφάλαιο και Υπέρ το άρτιο: το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας εταιρίας Unibrain την 31^η Δεκεμβρίου 2007 και την ημερομηνία της συγχώνευσης ανήρχετο σε € 4.800.000 διαιρούμενο σε 12.000.000 μετοχές ονομαστικής αξίας €0,40 η κάθε μία. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας Unibrain, συμπεριλαμβανομένου του λογαριασμού «Υπέρ το άρτιο» διαμορφώθηκε σε €9.625 χιλ. τη χρήση 2007 από €9.035 χιλ. το 2006. Η αύξηση αυτή προήλθε από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, λόγω άσκησης χορηγηθέντων δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών της Εταιρίας. Επίσης, εντός του 2007 η UNIBRAIN προχώρησε σε αύξηση του αριθμού των μετοχών της (split¹⁸ μετοχών) με διανομή δωρεάν μετοχών στους μετόχους της εταιρίας και μείωση της ονομαστικής αξίας των μετοχών.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της απορροφώμενης εταιρίας HOL την 31^η Δεκεμβρίου 2007 ανήλθε το 2007 σε € 75.800 χιλ ονομαστικής αξίας €1, η κάθε μία. Με αποφάσεις των Γενικών Συνελεύσεων της εταιρίας, το μετοχικό κεφάλαιο αυξήθηκε κατά € 48.300 χιλ με καταβολή μετρητών € 46.300 χιλ και κεφαλαιοποίηση € 2.000 χιλ από υπέρ το άρτιο αποθεματικό. Επειδή το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρίας κατά την 31.12.2007 είναι κατώτερο από το 1/10 του μετοχικού της κεφαλαίου, συντρέχει περίπτωση εφαρμογής των διατάξεων του άρθρου 48 του Κ.Ν. 2190/1920.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Hellas online μετά τη συγχώνευση ανέρχεται σε 80.815.385 διαιρούμενο σε 95.076.924 μετοχές ονομαστικής αξίας € 0,85 η καθεμία, την 31^η Δεκεμβρίου 2008. Το νέο μετοχικό κεφάλαιο, μετά από μία χρονιά αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων κοινών μετοχών και αύξησης της ονομαστικής αξίας τους, καθώς και μείωσης της ονομαστικής αξίας τους, ανερχόταν στο ποσό των € 99.548.845, διαιρούμενο σε 155.545.070 Κοινές Ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας € 0,64 η κάθε μία.

6.13.2 Στοιχεία Παθητικού

Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις: Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των προμηθευτών και λοιπών υποχρεώσεων της Unibrain (Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις/ Κόστος πωλήσεων)*365) διαμορφώθηκε σε 97 και 72 ημέρες την 31.12.2006 και 31.12.2007 αντίστοιχα.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των προμηθευτών και λοιπών υποχρεώσεων της HOL (Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις/ Κόστος πωλήσεων*365) διαμορφώθηκε σε 219, 505 ημέρες την 31.12.2006 και την 31.12.2007.

Πηγές Κεφαλαίου: Πηγή χρηματοδότησης του επενδυμένου κεφαλαίου αποτέλεσαν τα ίδια κεφάλαια και οι ταμειακές ροές της Εταιρίας. Τα ίδια κεφάλαια την 31.12.2007 ανέρχονταν σε € 6.674 χιλ.

¹⁸ Διάσπαση μετοχών (split) υπάρχει αύξηση του αριθμού των μετοχών χωρίς να αυξάνεται η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, δηλαδή ο αριθμός των μετοχών επί την αξία της μετοχής. Το αντίθετο, η σύμπτυξη μετοχών, δηλ. όταν μειώνουμε τον αριθμό μετοχών, χωρίς να αυξάνεται η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας

Όλα τα δάνεια του ομίλου HOL είναι σε ευρώ. Για το συνολικό δανεισμό του Ομίλου έχουν δοθεί εγγυήσεις από τη μητρική εταιρία Intracom Holdings A.E..

Μακροπρόθεσμες και Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις: Όλα τα δάνεια της εταιρίας HOL είναι σε ευρώ. Για το συνολικό δανεισμό της Εταιρίας έχουν δοθεί εγγυήσεις από την εταιρία Intracom Holdings AE.

Στην πλευρά του Παθητικού, για της εταιρίες HOL και Hellas online, η μεγαλύτερη πηγή χρηματοδότησης παρατηρούμε πως είναι τα Ξένα Κεφάλαια, με αρκετή διαφορά από τα Ι.Κ. Με διαφορά το 2006 για την HOL, όπου τα ΙΚ και τα ΞΚ ήταν σχεδόν ισοδύναμα. Επομένως, έχουμε Υψηλή Χρηματοοικονομική Μόχλευση που συνεπάγεται μεγαλύτερο κίνδυνο για της επενδύσεις της επιχείρησης, άρα και μεγαλύτερες αποδόσεις. Για την Unibrain, τα Ι.Κ. είναι αυξημένα σε σχέση με τα Ξ.Κ. Σε αυτή την περίπτωση, έχουμε Χαμηλή Χρηματοοικονομική Μόχλευση, καθώς το 2007 αποτέλεσε το έτος ολοκλήρωσης της συγχώνευσης και ήταν απαραίτητη η μείωση του χρηματοδοτικού κινδύνου.

Πιο συγκεκριμένα, για την εταιρία HOL, το Σύνολο των Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού, μειώθηκε από 93,15% το 2006 σε 74,75% το 2007 κυρίως λόγω αύξησης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι το συνολικό παθητικό. Αντίστοιχα, οι Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού αυξήθηκαν από 3,67% το 2006 σε 20,9% το 2007.

Για την εταιρία Unibrain, το Σύνολο των Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού, μειώθηκε από 12,45% το 2006, σε 10,65% το 2007 κυρίως λόγω μείωσης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού και της παράλληλης αύξησης του συνολικού παθητικού. Αντίστοιχα, οι Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού σημείωσαν μηδαμινή αύξηση από 0,65% το 2006 σε 0,66% το 2007 λόγω αύξησης του μακροπρόθεσμου δανεισμού κατά μόλις 9,46%.

Για την προκύπτουσα εταιρία Hellas online το Σύνολο των Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού, μειώθηκε από 55,21% το 2008 σε 50,44% το 2009, καθώς οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξήθηκαν σε μικρότερο βαθμό από το συνολικό παθητικό. Οι Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού μειώθηκαν από το 52,26% το 2006 σε 45,01% το 2007 λόγω μείωσης του μακροπρόθεσμου δανεισμού και αύξησης του βραχυπρόθεσμου.

Πίνακας 6.14: Κάθετη Παράθεση Ισολογισμού HOL-UNIBRAIN – Hellas on Line

ΚΑΘΕΤΗ ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ						
	HOL		UNIBRAIN		Hellas online	
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ	2006	2007	2006	2007	2008	2009
Αποσβέσεις	5.213.448		287.386	258.672	26.672.060	51.847.799
Πάγια στοιχεία Ενεργητικού	<u>27.720.649</u>	<u>162.657.060</u>	<u>1.312.850</u>	<u>1.533.397</u>	<u>184.772.418</u>	<u>238.147.392</u>
Αποθέματα	199.422	311.026	1.430.789	974.932	1.236.807	511.392
πελάτες	11.087.867	27.344.371	1.187.811	903.990		
Ταμειακά Διαθέσιμα & ισοδύναμα	6.680.090	2.215.847	2.122.683	3.278.000	5.066.729	6.784.478
Άλλα στοιχεία ενεργητικού			2.976.233	4.114.280		
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	<u>24.871.163</u>	<u>55.626.143</u>	<u>5.110.303</u>		<u>93.508.753</u>	<u>95.137.539</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	<u>52.591.812</u>	<u>218.283.203</u>	<u>6.907.684</u>	<u>7.526.600</u>	<u>328.297.206</u>	<u>398.417.011</u>
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	48.990.263	163.175.465	860.410	802.273	181.283.137	200.962.582
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	<u>3.601.549</u>	<u>55.107.738</u>	<u>6.047.274</u>	<u>6.724.327</u>	<u>147.014.069</u>	<u>197.454.429</u>
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.929.895	45.746.601	45.420	49.719	171.585.648	179.341.021
Σύνολο υποχρεώσεων (α)	50.920.158	208.922.066	905.830	852.273	352.868.785	380.303.603
	27.500.000	75.800.000				
Μετοχικό Κεφάλαιο			4.680.000	4.800.000	80.815.385	99.548.845
Λοιπά στοιχεία Καθαρής Θέσης μετόχων Εταιρίας	1.671.654	9.361.137	1.321.854	1.874.327		
Καθαρής Θέσης μετόχων Εταιρίας (β)			6.001.854	6.674.327		
Δικαιώματα Μειοψηφίας (γ)	1.671.654	9.361.137	0	0		
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (δ) = (β)+(γ)	<u>52.591.812</u>	<u>218.283.203</u>	<u>6.001.854</u>	<u>6.674.327</u>	<u>24.571.579</u>	<u>18.113.408</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (ε) = (α) + (δ) (Απασχοληθέντα Κεφάλαια)	<u>5.213.448</u>	<u>208.922.066</u>	<u>6.907.684</u>	<u>7.526.600</u>	<u>328.297.206</u>	<u>398.417.011</u>

Τυχόν αποκλίσεις στα σύνολα από το άθροισμα των επιμέρους μεγεθών οφείλονται σε στρογγυλοποιήσεις

Πηγή: Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις που συντάχθηκαν από την HELLAS ON LINE βάσει Δ.Λ.Π./Δ.Π.Χ.Π. για τις χρήσεις 2006 και 2007, οι οποίες έχουν ελεγχθεί από την ελεγκτική εταιρία PriceWaterHouseCoopers Ανώνυμη Ελεγκτική Εταιρία.

6.13.3 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

Κύκλος εργασιών: Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας HOL ανέρχεται σε € 33.087.384 το 2006 έναντι €48.243.780 το 2007, σημειώνοντας αύξηση. Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας Unibrain ανέρχεται σε € 5.223.015 το 2006, έναντι 5.764.556 το 2007. Ενώ, για την Hellas online σε το €107.536.175 το 2008 και € 160.142.242 το 2009.

Ο ενοποιημένος κύκλος εργασιών της Unibrain παρουσίασε αύξηση της τάξης του 10,4% στη χρήση του 2007 σε σχέση με τη χρήση του 2006. Η εν λόγω αύξηση οφείλεται στην αύξηση των πωλήσεων των εμπορευμάτων τη χρήση 2007 κατά 13,6%, η οποία εν μέρει αντισταθμίστηκε από τη μείωση των πωλήσεων προϊόντων.

Τα κύρια σημεία των ενοποιημένων αποτελεσμάτων για την Unibrain είναι :

- Αύξηση πωλήσεων από 5.223.015,29€ σε 5.764.556,04€.
- Μείωση κερδών προ φόρων από 754.548,07€ σε 277.881,50€
- Μείωση καθαρών κερδών, μετά από φόρους από 605.223,38€ σε 152.503,32€

Αυτή η εικόνα των αποτελεσμάτων της Unibrain, οφείλεται κατά κύριο λόγο :

1. Στην συνεχή αναδιοργάνωση της εταιρίας και σε συνδυασμό με την ελεγχόμενη οικονομική πολιτική εξόδων, τόσο σε επίπεδο μητρικής όσο και της κατά 100% θυγατρικής Unibrain Inc. στην Καλιφόρνια της Αμερικής.
2. Στην επιτυχία της νέας σειράς προϊόντος (iZak) με πωλήσεις σε Ευρώπη, Αμερική και κυρίως Ασία.
3. Στην συμφωνία με την Texas Instruments για τη διάθεση του λογισμικού της Unibrain με κάθε υλικό (1394b chip) που εμπορεύεται η Texas Instruments διεθνώς.
4. Στην ολοκλήρωση του φορολογικού ελέγχου των χρήσεων 2005 και 2006, με αποτέλεσμα την μείωση των καθαρών κερδών μετά από φόρους.

Ο ενοποιημένος κύκλος εργασιών της HOL για το 2007 διαμορφώθηκε στα € 48.243.780. το ενοποιημένο αποτέλεσμα (ζημιά) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων (EBITDA) διαμορφώθηκε σε € 16.321.912. οι ζημιές προ φόρων ανήλθαν σε € 31.042.625 και οι ζημιές μετά από φόρους διαμορφώθηκαν στα € 38.111.598 .

Ο ενοποιημένος κύκλος εργασιών της νέας εταιρίας HOL παρουσίασε αύξηση της τάξης του 45,81 % στη χρήση 2007 σε σχέση με τη χρήση 2006. Η αύξηση το 2007 οφείλεται σε έσοδα που προήλθαν από τη θυγατρική εταιρία «ΑΤΤΙΚΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.» καθώς και από την παροχή των προϊόντων Double-play. Τα καθαρά έσοδα που προήλθαν από τη θυγατρική αφορούν σε έσοδα από μισθωμένες γραμμές, ανήλθαν σε € 9,33 εκατ. και αντιστοιχούν στον κύκλο εργασιών της θυγατρικής για τους μήνες Μάιο – Δεκέμβριο καθώς η εξαγορά ολοκληρώθηκε τέλος Απριλίου 2007.

Το κόστος πωλήσεων αυξήθηκε τη χρήση 2007 σε €51.333 χιλ. από €37.930 χιλ. τη χρήση 2006, δηλαδή σε ποσοστό 35,3%.

Η Hellas Online είναι ο πρώτος εναλλακτικός πάροχος στην ελληνική αγορά που προσφέρει υπηρεσίες FTTB, τα ενοποιημένα έσοδα ανήλθαν σε € 107,5 εκατ. το 2008 και το 2009 σε € 160,1 εκατ. σημειώνοντας αύξηση ύψους 48,9%.

Τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) ανήλθαν σε €1 εκατ.

Οι αποσβέσεις αυξήθηκαν σημαντικά, κατά 94,38% σε ετήσια βάση, φτάνοντας τα € 26,7 εκατ. για το 2008, λόγω των συνεχιζόμενων αυξημένων επενδύσεων σε ιδιόκτητες υποδομές, επηρεάζοντας τις ζημιές προ φόρων που διαμορφώθηκαν σε € 39,9 εκατ..

Το ενοποιημένο EBITDA για το έτος 2009 διαμορφώθηκε σε € 15,4 εκατ. σε με το - 2,5 εκατ. το 2008 αντικατοπτρίζοντας την εδραίωση των οικονομικών μεγεθών της εταιρίας. Τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) ανήλθαν σε € 5,8 εκατ. για το δ' τρίμηνο του 2009.

Μικτό κέρδος: Το μικτό κέρδος της Unibrain, σε ενοποιημένη βάση, παρουσίασε μείωση της τάξης του 14,36% και διαμορφώθηκε σε € 1.891 χιλ. το 2007 από € 2.208 χιλ. το 2006 και το περιθώριο μικτού κέρδους τη χρήση 2007 διαμορφώθηκε σε 32,8% έναντι 42,3% το 2006. Η μείωση του περιθωρίου μικτού κέρδους οφείλεται κυρίως στην πτώση της ισοτιμίας €/€, καθώς η θυγατρική της Unibrain αποφέρει τα μεγαλύτερα κέρδη από διεθνής αγορές.

Οι μικτές ζημιές της HOL σε ενοποιημένη βάση συρρικνώθηκαν κατά 36,20% και διαμορφώθηκαν σε € 3.090 χιλ. τη χρήση 2007 από € 4.843 τη χρήση 2006. Η συρρίκνωση των μικτών ζημιών τη χρήση 2007, οφείλεται κυρίως στη σημαντική άνοδο του κύκλου εργασιών που προήλθε από τα έσοδα της θυγατρικής και την παροχή προϊόντων Double-play.

Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων: Τα Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων σε ενοποιημένη βάση παρουσίασαν μείωση της τάξης του 52,6% και διαμορφώθηκαν σε € 484 χιλ. τη χρήση 2007 από € 1.022 χιλ. τη χρήση 2006. Η μείωση στη χρήση 2007 οφείλεται τόσο στη μείωση του μικτού περιθωρίου κέρδους, όσο και στην αύξηση των εξόδων λειτουργίας διάθεσης.

Κέρδη / Ζημιές μετά από φόρους: Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω για την Unibrain, τα ενοποιημένα καθαρά κέρδη μετά από φόρους ανήλθαν σε € 153 χιλ. στη χρήση 2007 έναντι € 605 χιλ. στη χρήση 2006, σημειώνοντας πτώση 74,8%.

Η ύπαρξη ζημιών στη διάρκεια της φάσης ανάπτυξης είναι χαρακτηριστικό του τηλεπικοινωνιακού κλάδου. Η μητρική εταιρία Intracom Holdings A.E. παρέχει οικονομική στήριξη στον όμιλο και είναι εγγυήτρια εταιρία για το σύνολο του δανεισμού και έχει δεσμευτεί να συνεχίσει να παρέχει οικονομική στήριξη στον όμιλο στο άμεσο μέλλον.

Για την εταιρία Hellas Online σημειώθηκε αύξηση ύψους 4,84% το 2009 σε σχέση με το 2008.

Πίνακας 6.15: Κάθετη Παράθεση Αποτελεσμάτων Χρήσης HOL-UNIBRAIN – Hellas on Line

Α.Χ. ΚΑΘΕΤΗ ΠΑΡΑΘΕΣΗ						
	HOL		UNIBRAIN		Hellas Online	
	2006	2007	2006	2007	2008	2009
Κύκλος Εργασιών (Πωλήσεις)	33.087.384	48.243.780	5.223.015	5.764.556	107.536.175	160.142.242
Κόστος Πωλήσεων	37.930.259	51.333.363	3.015,168		102.771.352	163.128.943
Μικτά κέρδη / (ζημιές)	<u>-4.842.875</u>	<u>-3.089.583</u>	<u>2.207.846</u>	<u>1.890.641</u>	<u>4.764.823</u>	<u>2.986.701</u>
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης	14.249	24.768	1.268.125			
Λοιπά έξοδα	1.639	0	249.373			
Καθαρά χρηματοοικονομικά έσοδα/έξοδα	20.241.109	27.369.184	1.473.460			
Καθαρά κέρδη/ζημιές από συναλλαγματικές διαφορές						
Ζημιές από συμμετοχή σε συγγενείς εταιρίες						
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων σύνολο	<u>21.337.374</u>	<u>31.047.625</u>	<u>754.548</u>	<u>277.881</u>	<u>39.879.040</u>	<u>47.328.807</u>
Φόροι	4.665.375	7.063.973	149.324	125.378	538.677	6.082.777
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους	<u>16.671.999</u>	<u>38.111.598</u>	<u>605.223</u>	<u>152.503</u>	<u>40.417.717</u>	<u>41.246.030</u>
Κατανέμονται σε:						
Μετόχους Εταιρίας			605.223	152.503	40.417.717	41.246.030
Μετόχους Μειοψηφίας			0	0	0	0
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή-βασικά (σε €)			0.053	0.013	0.43	0.34

Τυχόν αποκλίσεις στα σύνολα από το άθροισμα των επιμέρους μεγεθών οφείλονται σε στρογγυλοποιήσεις

Πηγή: Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις που συντάχθηκαν από την HELLAS ON LINE βάσει Δ.Λ.Π./Δ.Π.Χ.Π. για τις χρήσεις 2006 και 2007, οι οποίες έχουν ελεγχθεί από την ελεγκτική εταιρία PriceWaterHouseCoopers Ανώνυμη Ελεγκτική Εταιρία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 6^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

“200 Best small companies”, Forbes Global, p.p.25,40

Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων: Νικήτα Α. Νιάρχου - Καθηγήτῃ Πανεπιστημίου Αθηνών (Εβδομη έκδοση)

Χρηματοοικονομική ανάλυση επιχειρήσεων: Μανώλης Ξανθάκης Καθηγητῃς Τμήμα Οικονομικών Επιστημών Πανεπιστημίου Αθηνών – Χρήστος Αλεξάκης – Επικούρος Καθηγητῃς Τμήμα Οικονομικών Επιστημών Πανεπιστημίου Αθηνών

Ανάλυση και κριτική διερεύνηση χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Ισολογισμών – Αποτελεσμάτων χρήσεως κλπ) – Γεωργίου Ν. Καφούση – Καθηγητῃ Παντείου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και πολιτικών επιστημών

Ελληνική Εταιρεία Στατιστικών και Οικονομικών Πληροφοριών (Hellastat) - Ορισμοί αριθμοδεικτών

e – βιβλιογραφία

www.vivartia.com

www.chipita.com

www.ase.gr

www.capital.gr

<http://www.capital.gr/news>

www.hol.gr

www.unibrain.com

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η κατανόηση της ιστορίας μπορεί να μας βοηθήσει να εντοπίσουμε την εγγύτητα προς ένα νέο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Το 2014, η αισιοδοξία φαίνεται να επέστρεψε στην αγορά και η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε παγκόσμιο επίπεδο έφτασε τα 1,75 τρισεκατομμύρια δολάρια το πρώτο εξάμηνο του έτους, σημειώνοντας αύξηση κατά 75% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2013. Αυτό που παρατηρείται είναι ότι το επιχειρηματικό περιβάλλον μετά την κρίση του 2008, που χαρακτηρίζεται από αποστροφή έναντι του κινδύνου και εστίαση στην οργανική ανάπτυξη από τις επιχειρήσεις, διαλύεται.

Είναι αλήθεια ότι ζούμε σε μια πιο ασταθή εποχή όσον αφορά την ανάπτυξη της αγοράς, αλλά οι εταιρείες αρχίζουν να καταλαβαίνουν ότι αυτός ο ευμετάβλητος κόσμος είναι το νέο πρότυπο, τελικά θα υπάρξουν πάντα πόλεμοι και χώρες με δυσκολία να καλύψουν το δημόσιο χρέος τους. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, μπορεί να μην είναι δυνατό να βασιστεί κανείς μόνο στην οργανική ανάπτυξη και τη μείωση του κόστους για να προσφέρει συνεπή οικονομικά αποτελέσματα. Οι διευθυντές μοιάζουν να πιστεύουν για μια ακόμη φορά ότι είναι ευκολότερο να αγοράσουν ανάπτυξη από ό, τι να τη χτίσουν.

Συμφώνα με στοιχεία έρευνας της Ernst & Young (EY), M&A Barometer 2016: Central and Southeast Europe, στην Ελλάδα πέρυσι πραγματοποιήθηκαν 33 συγχωνεύσεις και εξαγορές, έναντι 28 το 2015 και 22 το 2014. Όμως, η εκτιμώμενη συνολική αξία των συμφωνιών αυτών διαμορφώθηκε σε 1,27 δισ. δολάρια και είναι έτσι κατά 500 εκατομμύρια μειωμένη έναντι αυτής του 2015 (1,77 δισ. δολάρια) και οριακά έναντι του 2014 (1,33 δισ. δολάρια). Σε συνέχεια της έρευνας, από τις συμφωνίες που ολοκληρώθηκαν στη χώρα μας, οι 14 ήταν ενδοσυνοριακές, οι 12 προήλθαν από επενδυτές του εξωτερικού, ενώ πραγματοποιήθηκαν και επτά συναλλαγές από την Ελλάδα προς το εξωτερικό. Το ποσοστό των εισερχόμενων συμφωνιών (36%) ήταν το τρίτο χαμηλότερο στην περιοχή, μετά την Τουρκία (32%) και την Τσεχία (23%).

Μεταξύ των ξένων επενδυτών, τέσσερις προέρχονται από τις ΗΠΑ και τρεις από το Βέλγιο. Καμία από τις συμφωνίες που ολοκληρώθηκαν στην Ελλάδα δεν περιλαμβάνεται μεταξύ των 10 μεγαλύτερων συμφωνιών που πραγματοποιήθηκαν στην περιφέρεια όπως τις καταγράφει η EY. Οι κλάδοι με την εντονότερη δραστηριότητα στην Ελλάδα ήταν τα κτηματομεσιτικά, η ενέργεια και οι εξορύξεις.

Την ίδια ώρα, στο σύνολο της περιφέρειας Κεντρικής και Νοτιοανατολικής Ευρώπης, στην οποία εντάσσει η EY και την Ελλάδα, η αγορά των συγχωνεύσεων και εξαγορών εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε στα 47,7 δισεκατομμύρια δολάρια το 2016 (1.165 συμφωνίες) παρουσιάζοντας αύξηση κατά 10,7% σε σχέση με το 2015.

Ο κλάδος της Τηλεπικοινωνίας, ΜΜΕ και Τεχνολογίας αντιπροσωπεύει το 36% της αξίας των 20 μεγαλύτερων Ευρωπαϊκών Ε&Σ

Το 2016 οι ελληνικές επιχειρήσεις συνολικά προσέλκυσαν €4,4 δισ.

Εάν εξαιρέσουμε τις πωλήσεις των non-core assets των συστημικών τραπεζών, το 2016 αποτέλεσε άλλο ένα έτος με πολύ χαμηλή δραστηριότητα Ε&Σ.

Η δραστηριότητα Ε&Σ στην Ελλάδα είναι πολύ μικρή σε σχέση με την υπόλοιπη Ευρώπη.

Η Ελληνική οικονομία μετά από επτά χρόνια συνεχούς ύφεσης παρουσιάζει σημάδια σταθεροποίησης σε όρους Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος.

Το “κενό εμπιστοσύνης” σταθεροποιήθηκε από τον Μάιο του 2016, υποδηλώνοντας την ύπαρξη πολιτικής αβεβαιότητας.

Κατά τη διάρκεια της κρίσης οι εγχώριες Ε&Σ έχουν υποχωρήσει στο 39% του συνόλου, ενώ αντίθετα οι εισερχόμενες συναλλαγές διεύρυναν την συμμετοχή τους

Το επενδυτικό έλλειμμα εξακολουθεί να εμποδίζει την οικονομική ανάπτυξη.

Η αύξηση του αριθμού των συμφωνιών που ολοκληρώθηκαν στην Ελλάδα είναι θετική, ωστόσο η πτώση της συνολικής αξίας των συμφωνιών προκαλεί ανησυχία. Ειδικότερα, η χαμηλή συμμετοχή των επενδύσεων από το εξωτερικό πρέπει να μας προβληματίσει, καθώς αντανάκλα ενδεχομένως τη συνεχιζόμενη αβεβαιότητα ως προς τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας», σημειώνει ο επικεφαλής του τμήματος χρηματοοικονομικών συμβούλων της ΕΥ Ελλάδος, Τάσος Ιωσηφίδης. «Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, και ιδιαίτερα οι επενδύσεις από το εξωτερικό, αποτελούν απαραίτητη προϋπόθεση για την επάνοδο της Ελλάδας στην ανάπτυξη. Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης είναι αυτονόητη προϋπόθεση για τη μεταστροφή του κλίματος, ωστόσο δεν επαρκεί. Αποτελεί κορυφαία προτεραιότητα η ανάληψη πρωτοβουλιών για τη βελτίωση της ελκυστικότητας της χώρας μας και η αποφυγή πρωτοβουλιών και δηλώσεων που κλονίζουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών».

Το επίπεδο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων του 2017 δεν αναμένεται να ξεπεράσει αυτό του 2016. Το οικονομικό κλίμα θα είναι μάλλον σταθερό για τις Ε&Σ και το 2017, αλλά θα μπορούσε να υπάρξει βελτίωση το 2018