

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στις αρχές της νέας χιλιετίας έχει, ήδη, κυριαρχήσει η παγκοσμιοποίηση των επιχειρήσεων και η συνεχής εξέλιξή τους, γεγονός που είναι αναμφισβήτητα αποδεκτό. Στο δυναμικό αυτό επιχειρηματικό περιβάλλον, οριοθετείται εκ νέου η έννοια της επιχείρησης και του τρόπου λειτουργίας της, που συμβάλλει στην ανάπτυξη της οικονομίας, όπου δραστηριοποιείται, και της κοινωνικής ευημερίας. Με βάση αυτά τα γεγονότα καλείται πλέον κάθε επιχείρηση να αντιμετωπίσει την πρόκληση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς για να υλοποιήσει καλύτερα την αποστολή της.

Κατά την διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών έχουν γραφτεί στην ελληνική επικράτεια ελάχιστα βιβλία που πραγματεύονται το θέμα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών και ειδικότερα, από την σκοπιά του αποτελέσματος από Χρηματοοικονομική Λογιστική θεώρηση (και πέρα από διάφορες προγενέστερες καθαρά νομικές προσεγγίσεις που υπήρξαν).

Άρα, το ερώτημα που υπάρχει και αντιμετωπίστηκε από το συγγραφέα είναι εμφανές: Είναι πράγματι αναγκαία η συγγραφή ενός ακόμη συγγράμματος Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων, όταν υπάρχουν ήδη μερικά αξιόλογα συγγράμματα άλλων συναδέλφων που με επιτυχία εκδίδονται στον κλάδο;

Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα υπήρξε το «ναι». Και το «ναι» υπήρξε διάφορους λόγους. Μερικοί από αυτούς είναι οι παρακάτω:

Ο αριθμός των συγγραμμάτων σε Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων που κυκλοφορούν στη χώρα μας στην ελληνική γλώσσα δεν μπορεί να θεωρηθεί μεγάλος, πόσο μάλλον δε ικανοποιητικός.

Επιπρόσθετο, ένα σύγγραμμα που ασχολείται με καίρια ζητήματα και θεματολογία πολύ πρόσφατου ενδιαφέροντος σε καμιά περίπτωση δεν μπορεί να θεωρηθεί πλεονασμός στην υπάρχουσα βιβλιογραφία στα θέματα αυτά.

Εξάλλου, στόχος του παρόντος βιβλίου είναι να καταγράψει τη διεθνή εμπειρία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (με βάση την κρατούσα βιβλιογραφία στο χώρο), όπως και να παραθέσει πρόσφατες μελέτες για την σύγχρονη ελληνική εμπειρία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Έτσι, έχει πάντα κανείς την αίσθηση ότι η έκδοση ενός ακόμη συγγράμματος μπορεί να προσθέσει πάντα κάτι στο όλο οικοδόμημα, που άλλοι έχουν

θεμελιώσει πριν από αυτόν. Επίσης, κάθε άτομο έχει την δική του άποψη για το πως πρέπει να «γίνονται» κάποια πράγματα.

Σύμφωνα με τα ανωτέρω, δομήθηκε το παρόν βιβλίο με διάφορα θέματα-ζητήματα σχετικά με τις συγχωνεύσεις-εξαγορές και έγινε προσπάθεια το βιβλίο αυτό να μπορεί να αποτελέσει μια πρώτη επαφή για κάποιον φοιτητή ή αναγνώστη που δεν γνωρίζει καθόλου το εν λόγω γνωστικό αντικείμενο, ως ένα αναλυτικό εισαγωγικό σύγγραμμα, αφού:

- α) ο τρόπος γραφής του βιβλίου είναι ιδιαίτερα απλός και αναλυτικός ως προς την περιγραφή των εννοιών που πραγματεύεται,
- β) η δομή του κάθε κεφαλαίου ξεκινά πάντα με τις πιο απλές έννοιες και στη συνέχεια προχωράει σε πιο εξειδικευμένα ζητήματα,
- γ) προκειμένου να είναι εύκολο προς μελέτη και να αποτελέσει κύριο σύγγραμμα αντίστοιχου μαθήματος, η ύλη του βιβλίου είναι χωρισμένη σε δεκατρία κεφάλαια που θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντίστοιχες διδακτικές ενότητες του μαθήματος,
- δ) στο τέλος του κάθε κεφαλαίου παρατίθεται η σύνοψη-συμπεράσματα και υπάρχουν ερωτήσεις ή και ασκήσεις κατανόησης του κεφαλαίου.

Ταυτόχρονα, έγινε προσπάθεια να μπορεί να εξυπηρετήσει ένα αναγνώστη με ειδικό ενδιαφέρον πάνω στο θέμα αυτό (ερευνητή, επενδυτή, σύμβουλο επιχειρήσεων, κλπ.), καθώς:

- α) εμπεριέχει νέες έρευνες στο αντικείμενο που επιλέχθηκαν να παρατεθούν για την Ελλάδα και το εξωτερικό, με αποτελέσματα για πετυχημένες ή μη πρακτικές που υπήρξαν,
- β) καταγράφει την παρούσα κατάσταση στον ελληνικό επιχειρηματικό κόσμο σχετικά με τις συγχωνεύσεις-εξαγορές (από την σκοπιά του αποτελέσματος από Χρηματοοικονομική Λογιστική θεώρηση), που είναι ουσιαστικά η σύγχρονη ελληνική εμπειρία,
- γ) περιλαμβάνει μεγάλο μέρος της κρατούσας διεθνούς βιβλιογραφίας με θεματολογία τις συγχωνεύσεις-εξαγορές,
- δ) παραθέτει πολλαπλές βιβλιογραφικές αναφορές μέσα στο κείμενο που παραπέμπουν για περαιτέρω μελέτη και ανάλυση στην ενδεικτική βιβλιογραφία που υπάρχει στο τέλος του βιβλίου.

Κατά την άποψη του συγγραφέα, η όλη προσπάθεια που εμπερικλείεται στο παρόν σύγγραμμα στέφθηκε με ικανοποιητική επιτυχία σε δεδομένες συνθήκες και με βάση τους αρχικούς στόχους. Σε επόμενη έκδοση του θα γίνει προσπάθεια για περαιτέρω βελτιώσεις, για αυτό και καλείται ο κάθε αναγνώστης για ατομικές κριτικές τοποθετήσεις, που θα είναι πάντα ευπρόσδεκτες.

Κλείνοντας με τη συγγραφή αυτή, ευχαριστώ το Θεό που μου έδωσε τη δύναμη να συγγράψω το παρόν βιβλίο, τους φοιτητές μου που με «προκάλεσαν» να το κάνω και προφανώς, την οικογένεια μου που με ανέχθηκε κατά τη συγγραφή του.

Βέβαια, μετά από τις πιέσεις που υπήρξαν, τόσο λόγω των χρονικών περιθωρίων κατά τη συγγραφή, όσο και διαφόρων άλλων αιτιών, προφανώς, ισχύει το δεδομένο, ότι για οποιοδήποτε λάθη και παραλείψεις συνεχίζουν να υπάρχουν στο σύγγραμμα αυτό, αποκλειστικός υπαίτιος και υπεύθυνος είναι ο συγγραφέας του και κανείς άλλος.

Σέρρες, Ιούνιος 2023

Δρ. Μιχαήλ Δ. Παζάρσκης

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων και Οργανισμών

Περιεχόμενα Κεφαλαίου

Κεφ. 1º: Ορισμοί και είδη - διακρίσεις Σ&Ε

- 1.1 Το φαινόμενο των Σ&Ε.
- 1.2 Βασικοί ορισμοί.
- 1.3 Είδη συγχωνεύσεων-εξαγορών και διάσπασης.
- 1.4 Σύνοψη - συμπεράσματα.
- 1.5 Ερωτήσεις.

Κεφάλαιο 1

Ορισμοί και είδη - διακρίσεις Σ&Ε

1.1 Το φαινόμενο των Σ&Ε

Η πραγματοποίηση συγχωνεύσεων ή εξαγορών αποτελεί σχεδόν πάντα ένα θέμα που προσελκύει το ενδιαφέρον τόσο των μέσων μαζικής ενημέρωσης όσο και της αγοράς γενικότερα. Αποτελεί δε ως ενέργεια μία από τις σημαντικότερες επιχειρηματικές κινήσεις που μπορεί να αλλάξει τόσο γρήγορα και δραματικά την αξία μιας επιχείρησης. Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές - Σ&Ε (Mergers and Acquisitions - M&As) εντοπίζονται με ιδιαίτερα μεγάλη συχνότητα σε πολλούς κλάδους επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, όπως αυτοκινητοβιομηχανίες, επιχειρήσεις παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, βιομηχανία τηλεπικοινωνιών, επιχειρήσεις στον χώρο της υγείας, στις αερομεταφορές, στις επιχειρήσεις παροχής τεχνολογιών αιχμής, κ.ά. (Block & Hirt, 2000).

Μέσα από μια γενική θεώρηση, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι Σ&Ε αποτελούν τη δίοδο με την οποία μια επιχείρηση βρίσκει πρόσβαση σε νέους πόρους, και που με την ανάπτυξή τους, θα αυξήσει τα εισοδήματά της και θα βελτιώσει την ανταγωνιστικότητά της στην αγορά. Οι λόγοι που μπορεί να οδηγήσουν μια επιχείρηση σε μια τέτοια απόφαση είναι ο έντονος ανταγωνισμός του κλάδου της, οι τεχνολογικές εξελίξεις, οι αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο που την επηρεάζουν άμεσα, καθώς και πολλοί άλλοι παράγοντες (Dikerson et al., 1995).

Αναμφίβολα, η παγκοσμιοποίηση με την ενοποίηση αγορών και η διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιτάχυναν την όλη δραστηριότητα των Σ&Ε τα τελευταία χρόνια και αυτό μας δείχνει μια νέα ενδιαφέρουσα διεθνή διάσταση των Σ&Ε. Για παράδειγμα, το 1999 οι αλλαγές αυτές είχαν ως αποτέλεσμα το Ηνωμένο Βασίλειο (Η.Β.) ως χώρα να είναι η πρώτη παγκοσμίως σε επενδύσεις με διεθνείς Σ&Ε, παίρνοντας την πρωτοκαθεδρία από τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (Η.Π.Α.). Το ποσό των διεθνών Σ&Ε του Η.Β. άγγιζε το ποσό των 210 δισεκ. δολαρίων, δηλαδή περισσότερο από το 40% του συνόλου των διεθνών Σ&Ε της Ευρωπαϊκής Ένωσης (497,7 δισεκ. δολάρια). Σε αντιδιαστολή, το ποσό των Η.Π.Α για τη χρονιά εκείνη ήταν 112,4 δισεκ. δολάρια, ενώ συνολικά σε όλο τον κόσμο, το ύψος των διασυνοριακών Σ&Ε έφτασε το ύψος των 720,1 δισεκ. δολαρίων (United Nations Conference on Trade and Development, 2000).

1.2 Βασικοί ορισμοί

Ο όρος της συγχώνευσης ή εξαγοράς νοείται γενικά ως η πράξη ένωσης δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων. Κατά τη διάρκεια της παρούσας μελέτης, οι δύο αυτοί όροι συχνά χρησιμοποιούνται ως ταυτόσημοι, ενώ όταν δε, κρίνεται σκόπιμη η διάκριση τους αναφέρεται ρητά το είδος αυτών. Γενικά, θα μπορούσαμε να πούμε πως μια επιχείρηση μπορεί να πραγματοποιήσει μια δραστηριότητα Σ&Ε με τρεις τρόπους, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία (Samuels et al., 1999) και την ελληνική πραγματικότητα (Βούτσης, 2005):

- *Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption)*, όπου η αποκτούσα επιχείρηση διατηρεί το όνομά της και την οντότητά της και αποκτά όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, μετά από τη συγχώνευση η αποκτημένη επιχείρηση παύει να υπάρχει ως ξεχωριστή επιχειρησιακή οντότητα.
- *Συγχώνευση με σύσταση νέας επιχείρησης (merger by consolidation)*, όπου μια εξ ολοκλήρου νέα επιχείρηση δημιουργείται και η αποκτούσα επιχείρηση και η επίκτητη επιχείρηση παύουν την προηγούμενη νομική ύπαρξή τους και γίνονται μέρος της νέας επιχείρησης.
- *Συγχώνευση με εξαγορά (merger by acquisition)*, όπου μια επιχείρηση αποκτά μια άλλη επιχείρηση για μετρητά ή μετοχές ή άλλο. Υπάρχουν δύο τύποι, ως υποκατηγορίες της τρίτης αυτής περίπτωσης:
 - Εξαγορά με απόκτηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης (acquisition of stock).
 - Εξαγορά με απόκτηση των στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης (acquisition of assets).

1.3 Είδη συγχωνεύσεων-εξαγορών και διάσπασης

Οι Σ&Ε επιχειρήσεων δύναται να κατηγοριοποιηθούν με διάφορα άλλα κριτήρια, πέρα από τη νομική μορφή της συναλλαγής. Οι Σ&Ε έχει επικρατήσει να διακρίνονται σε τέσσερις βασικές κατηγορίες, σύμφωνα με τη συσχέτιση της δραστηριότητας της εξαγοράζουσας επιχείρησης με τη δραστηριότητα της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (Lubatkin, 1983). Οι κατηγορίες αυτές είναι:

- *Οριζόντια Σ&Ε (horizontal M&A)*. Οριζόντια Σ&Ε έχουμε, όταν μια επιχείρηση συγχωνεύεται με άλλη ή άλλες, που έχουν κοινή επιχειρησιακή γραμμή, παράγουν τα ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες και η μία μπορεί να αντλήσει πλεονεκτήματα από την άλλη στη συνεργασία τους (Wyatt &

Kieso, 1969; Taqi, 1987). Δηλαδή, ως οριζόντια συγχώνευση ή εξαγορά, νοείται η Σ&Ε κατά την οποία ομοειδείς επιχειρήσεις συγχωνεύονται κατά διάφορους τρόπους για να εξαφανίσουν τον μεταξύ τους ανταγωνισμό, να μπορούν να ανταποκριθούν στον ανταγωνισμό της αγοράς και να ελέγξουν την αγορά του προϊόντος με όσον το δυνατόν πιο αυξημένη τη διαπραγματευτική τους δύναμη (Eckbo, 1983; Αγοραστός, 1995; Σακκέλης, 2002). Συνήθως, οι οριζόντιες Σ&Ε είναι χαμηλού κινδύνου (Kitching, 1967), ενώ συχνά αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία και με τον όρο “tactical M&As”.

- *Κάθετη Σ&Ε (vertical M&A)*. Κάθετη Σ&Ε γίνεται όταν μια επιχείρηση αγοράζει τους ίδιους τους προμηθευτές της ή αντίστροφα. Δηλαδή, ως κάθετη συγχώνευση ή εξαγορά νοείται η Σ&Ε, κατά την οποία επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαδοχικά στάδια του κυκλώματος της παραγωγής ή κυκλοφορίας αγαθών ή υπηρεσιών, συγχωνεύονται προκειμένου να εξουδετερώσουν σοβαρά μειονεκτήματα που απορρέουν από τον καταμερισμό των εργασιών ή να δημιουργήσουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα μέσω μείωσης του κόστους παραγωγής, ανταλλαγής γνώσης στην αγορά του προϊόντος, κ.ά. (Stigler, 1958; Vernon & Graham, 1971; Perry, 1978; Waterson, 1980; Brigham & Gapenski, 1994).
- *Ομοκεντρική ή ομογενής Σ&Ε (concentric or congeneric M&A)*. Ομοκεντρική ή ομογενής Σ&Ε γίνεται ανάμεσα σε επιχειρήσεις, που είναι στην ίδια βιομηχανία προϊόντος, αλλά όχι στην ίδια γραμμή παραγωγής του προϊόντος. Με άλλα λόγια, πρόκειται για ένα είδος Σ&Ε με το οποίο συγχωνεύονται επιχειρήσεις, που δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση μεταξύ τους, των οποίων όμως η δραστηριότητα δύναται να αλληλοσυμπληρώνεται με συνδυασμένες ενέργειες, έστω και με σχετικά μεγαλύτερο επιχειρηματικό ρίσκο από τις οριζόντιες ή τις κάθετες Σ&Ε (Lubatkin & Lane, 1996; Brigham & Houston, 1998).
- *Διαγώνια ή ανομοιογενής Σ&Ε (conglomerate M&A)*. Διαγώνια ή ανομοιογενής Σ&Ε έχουμε όταν συγχωνεύονται επιχειρήσεις με μη συσχετισμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Με άλλα λόγια, η ανομοιογενής Σ&Ε είναι το τελικό αποτέλεσμα μιας στρατηγικής δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, που παράγουν διαφορετικά προϊόντα ή προσφέρουν διαφορετικές υπηρεσίες, που στοχεύει σε διασφάλιση ευρύτερης οικονομικής βάσης, καλύτερης οργάνωσης και διοίκησης και μεγαλύτερων δυνατοτήτων κέρδους (Kitching, 1967; Lubatkin, 1983). Οι Σ&Ε αυτού του είδους μπορεί να διακριθούν περαιτέρω στις εξής δύο κατηγορίες:

- στις επεκτατικές διαγωνίες της αγοράς (conglomerate market extension) Σ&Ε, όπου δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν το χώρο δράσης τους στην αγορά
- στις επεκτατικές διαγωνίες του προϊόντος (conglomerate product extension) Σ&Ε, όπου δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν τη διάθεση του προϊόντος που παράγουν ή να διαφοροποιήσουν την παραγωγή τους με διαποίκιση δραστηριοτήτων (Breal & Myers, 1996).

Επιπρόσθετα, ανάλογα με τη διαδικασία πραγματοποίησής τους και τη συμπεριφορά που παρουσιάζουν οι διοικήσεις των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, οι Σ&Ε διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες, που είναι οι εξής:

- *Φιλικές Σ&Ε (amicable)*. Τέτοιες είναι οι Σ&Ε, που προκύπτουν, ύστερα από κοινή συμφωνία μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και την ανακοίνωση στους μετόχους τους ότι αποδέχονται από κοινού την Σ&Ε και συνιστούν και σε αυτούς να εγκρίνουν κι αυτοί την παραπάνω πράξη, σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες, ενώ το αντίτιμο της εξαγοράς έχει καθοριστεί από κοινού.
- *Εχθρικές ή επιθετικές Σ&Ε (hostile)*. Οι εχθρικές Σ&Ε αναφέρονται σε εκείνες, που υφίστανται όταν υπάρχει μεγάλη διαφορά απόψεων είτε ως προς το επιχειρηματικό σχέδιο που θα εφαρμοστεί μετά την Σ&Ε, είτε ως προς την τιμή εξαγοράς του μετοχικού κεφαλαίου μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και, προφανώς, είτε ως προς την τύχη του τρέχουσας διοίκησης της επιχείρησης-στόχου, με συνέπεια να υπάρχουν αντιδράσεις (Soubeniotis et al., 2006). Στην περίπτωση αυτή, η εξαγοράζουσα επιχείρηση προχωρά συνήθως με τους εξής τρόπους:
 - *Μέσω δημόσιας προσφοράς* για να προσεγγίσει τη διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, αλλά και τους μετόχους αυτής (εντός ορισμένου χρονικού ορίζοντα), ενώ από τη δική της πλευρά η υπό εξαγορά επιχείρηση, που αποτελεί και την επιχείρηση-στόχο, συμβουλεύει τους μετόχους της να πράξουν τα αντίθετα, από ό,τι τους προτείνει η άλλη επιχείρηση, λαμβάνοντας και υπ' όψιν διάφορους άλλους παράγοντες.
 - *Με κατάληψη της επιχείρησης-στόχου (target company)*, όπου ως κατάληψη νοείται η πράξη εκείνη, κατά την οποία η εξαγοράζουσα επιχείρηση καταλαμβάνει την εξαγοραζόμενη, αποκτώντας σιγά-σιγά

και αθόρυβα πακέτα μετοχών της εξαγοραζόμενης, που της δίνουν, σταδιακά αρχικά, και τελικά, τον έλεγχο της επιχείρησης-στόχου.

- *Με συνδυασμό των δύο παραπάνω στρατηγικών*, δηλαδή αρχικά αποκτάται ένα μέρος του μετοχικού κεφαλαίου, που διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο (είτε “αθόρυβα” από μικρομετόχους, είτε με συμφωνία από όσους έχουν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό μετοχών), και στη συνέχεια το υπόλοιπο μέρος που απαιτείται για την απόκτηση του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών και της διοίκησης της επιχείρησης-στόχου γίνεται προσπάθεια να αποκτηθεί μέσω δημόσιας προσφοράς.

Μια άλλη διάκριση που μπορεί να γίνει σε πράξεις Σ&Ε, ανάλογα με τους επιδιωκόμενους σκοπούς που υπάρχουν και θεωρούνται ως επιθυμητοί στόχοι για να επιτευχθούν, είναι:

- *Επενδυτική Σ&Ε*. Επενδυτική εξαγορά είναι η απόκτηση μιας επιχείρησης με μοναδικό σκοπό την αποκομιδή αυτοτελών κέρδους ως μέσου επενδυτικής δραστηριότητας. Δηλαδή, αν και ο αγοραστής ή η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν έχει τεχνογνωσία του κλάδου και εισέρχεται σε αυτόν για πρώτη φορά, χωρίς να κάνει αλλαγές στη διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, το κάνει με μοναδικό σκοπό το κέρδος είτε με την είσπραξη από διανομή μερισμάτων είτε με την μεταπώληση της επένδυσής του για να καρπωθεί τη διαφορά από τη συναλλαγή ή και τα δύο.
- *Ανανεωτική ή Συμπληρωματική Σ&Ε*. Στην περίπτωση αυτή η εξαγοράζουσα επιχείρηση συγχωνεύεται με σκοπό την συνένωση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Δηλαδή, η ενέργεια της Σ&Ε γίνεται με τελικό σκοπό την παρακράτηση της επιχείρησης και την αξιοποίηση ενσώματων περιουσιακών στοιχείων (tangible assets), όπως κτίρια και εγκαταστάσεις κτιρίων, μηχανήματα, κτλ., ή άυλων περιουσιακών στοιχείων (intangible assets), όπως άδειες παραγωγής και εκμετάλλευσης, υπεραξία εξαγοραζόμενης επιχείρησης (φήμη και πελατεία), κτλ. (Ιγνατιάδης, 1990).
- *Απόκτηση με Σ&Ε για Άμεση Ρευστοποίηση*. Πρόκειται για την περίπτωση όπου μια επιχείρηση εξαγοράζεται με μοναδικό σκοπό την άμεση παύση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων και την πώληση των περιουσιακών στοιχείων της σε τρίτους κατά τμήματα με τιμή υψηλότερη από το κόστος εξαγοράς όλης της επιχείρησης. Τέτοιου είδους ενέργειες πρωτοεμφανίστηκαν το 1953 στην Αγγλία, όταν ο Charles Clore έκανε την εχθρική εξαγορά της εταιρείας “Sears” (Littlewood, 1988).

Προφανώς, για να έχουν εφαρμογή όλα τα παραπάνω, η επιχείρηση-στόχος πρέπει να είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο και να υπάρχει σχετικά μεγάλη διασπορά στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου, με ταυτόχρονη απουσία πολύ μεγάλων πακέτων μετοχών από το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης υπό έλεγχο ή την κατοχή της διοίκησης της επιχείρησης, ειδάλλως απαιτούνται διαφορετικοί χειρισμοί κατά την διαδικασία Σ&Ε (Παπαδάκης, 2002).

Επίσης, τα διάφορα είδη διάσπασης και ο τρόπος με τον οποίο διασπώνται τμήματα επιχειρήσεων και αποκτώνται τις περισσότερες φορές από άλλες επιχειρήσεις χρήζει ιδιαίτερου ενδιαφέροντος και προσοχής, ενώ ο τρόπος υλοποίησής τους ποικίλλει. Έτσι, διάσπαση των επιχειρήσεων γίνεται με τους εξής τρόπους:

- *Εκποίηση (sell-off)*. Η εκποίηση (sell-off) των στοιχείων του ενεργητικού με αντάλλαγμα μετρητά ή χρεόγραφα αποτελεί τη συνηθέστερη μορφή διάσπασης και αναφέρεται στην πώληση ενός τμήματος ή μιας παραγωγικής μονάδας από μια επιχείρηση σε μια άλλη. Η εκποίηση αποτελεί μια 'αντίστροφη' συγχώνευση από τη πλευρά της διασπώμενης επιχείρησης, καθώς μια τέτοια ενέργεια μειώνει τη συνολική αξία του ενεργητικού της επιχείρησης. Γενικά, οι διασπάσεις προσφέρουν σημαντικά και θετικά αποτελέσματα στους πωλητές, αφού απαγκιστρώνεται η επιχειρησιακή τους στρατηγική από μία μη συσχετισμένη δραστηριότητα σε σχέση με την κύριά τους και αυτή μπορεί να δημιουργήσει πολλαπλές θετικές εκβάσεις στον αγοραστή εφόσον μπορεί να τη διαχειριστεί σωστά (Weston et al., 1996).
- *Αποσκίρτηση (spin-off or demerger)*. Η αποσκίρτηση (spin-off or demerger), στην καθαρότερη μορφή της, συμβαίνει όταν γίνεται διαχωρισμός των λειτουργιών μιας θυγατρικής επιχείρησης από τη μητρική αυτής σε ανεξάρτητες επιχειρήσεις, χωρίς καμία μεταβολή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς. Έτσι, μια επιχείρηση μπορεί να σχηματίσει μια θυγατρική επιχείρηση και να μεταφέρει το σύνολο των παραγωγικών δραστηριοτήτων της σε αυτήν, ενώ η μητρική να κατέχει το 100% των μετοχών της θυγατρικής και η διοίκηση της μητρικής για τη θυγατρική επιχείρηση να έχει την εξουσία λήψης αποφάσεων. Συνεπώς, η αποσκίρτηση δεν μεταβάλλει απαραίτητα το ποσοστό ιδιοκτησίας των μετόχων στη μητρική και τη θυγατρική επιχείρηση, αλλά διαχωρίζει το μετοχικό κεφάλαιο της μητρικής και των θυγατρικών της επιχειρήσεων για διάφορους λόγους (Weston et al., 1990).
- *Κατατμήσεις (split-ups)*. Οι κατατμήσεις (split-ups) σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στις αποσκιρτήσεις, αναφέρονται στο είδος εκείνο της διάσπασης,

όπου μια επιχείρηση που διαλύθηκε, χωρίζεται σε διάφορα τμήματα- επιχειρήσεις και έπειτα αυτά δίνονται στους μετόχους της διαλυόμενης επιχείρησης με την παράδοση των μετοχών τους. Πολλές φορές η κατάτμηση είναι δυνατόν να έχει τα ίδια αποτελέσματα με την αποσκίρτηση. Η διαφορά τους έγκειται στο γεγονός ότι στις κατατμήσεις η αρχική επιχείρηση παύει να υπάρχει (Weston et al., 1996).

- *Προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού (outright liquidation of assets).* Η προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού (outright liquidation of assets). Αποτελεί μια ακραία μορφή εκποίησης στοιχείων ενεργητικού. Αναφέρεται στο είδος εκείνο της διάσπασης, όπου τα στοιχεία του ενεργητικού ενός τμήματος της επιχείρησης πωλούνται ανά τεμάχιο και όχι ως μια ολόκληρη λειτουργική οντότητα. Συνεπώς, η εκκαθάριση αυτού του είδους δεν θα πρέπει να συνδέεται με τις αποφάσεις για τη διακοπή ή την εγκατάλειψη κάποιας λειτουργίας, αλλά με την πώληση ορισμένων στοιχείων του ενεργητικού. Τα στοιχεία του ενεργητικού πωλούνται σε μια άλλη επιχείρηση και τα κέρδη από την πώληση αυτή διανέμονται στους μετόχους, αντί να επενδύονται σε νέα περιουσιακά στοιχεία.
- *Μοχλευμένη εξαγορά (leveraged buy-out).* Η μορφή αυτή συναντάται σε εξαγορές είτε αυτούσιων επιχειρήσεων είτε σε τμήματα αυτών που είναι προς πώληση από διάσπαση. Έχει το χαρακτηριστικό ότι η χρηματοδότησή της προέρχεται κατά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον κατά 75%) από τραπεζικό δανεισμό και όχι από ίδια κεφάλαια, για αυτό και ονομάζεται μοχλευμένη και θεωρείται ως ένας από τους πλέον επιθετικούς τρόπους μεγέθυνσης επιχειρήσεων, με ταυτόχρονη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου (Lee & Finnerty, 1990). Την τελευταία δεκαετία, η έννοια της μοχλευμένης εξαγοράς συναντάται ιδιαίτερα συχνά με τη μορφή του “management buyout – MBO”, όπου τα στελέχη μιας επιχείρησης αγοράζουν ένα τμήμα της επιχείρησης όπου εργάζονται (ή μερικές φορές και όλη την επιχείρηση), αλλά καθώς δεν έχουν τα απαραίτητα κεφάλαια για αυτό καταφεύγουν σε υψηλά ποσοστά δανεισμού. Τα LBOs, ως και τα MBOs, ως μορφές Σ&Ε είναι στενά συνυφασμένες με την έννοια μιας επένδυσης υψηλού κινδύνου κατά την εφαρμογή τους. Με σκοπό τη μείωση του κινδύνου, η μοχλευμένη εξαγορά προτείνεται να εφαρμόζεται σε ώριμες επιχειρήσεις με σταθερές ταμειακές ροές, παρά σε νέες αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις (Παπαδάκης, 2002).

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι στρατηγικές συμμαχίες (strategic alliances or corporate alliances), που προκύπτουν από συμφωνίες που ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο μεταξύ των επιχειρήσεων σε μια επιχειρηματική συνδυασμένη δραστηριότητα και μεγιστοποιούν τα οφέλη από μια τέτοια συνεργασία. Η μορφή αυτή της συνεργασίας θεωρείται κατά πολλούς ως το τελευταίο στάδιο πριν από τη Σ&Ε επιχειρήσεων (Nevaer & Deck, 1990; Garette & Dussauge, 2000).

Τέλος, όλα τα παραπάνω που διερευνήθηκαν σχετικά με τις διακρίσεις των Σ&Ε, ανάλογα με διάφορα κριτήρια που επιλέγονται, συνοψίζονται ως εξής στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 1. Διακρίσεις Σ&Ε κατά διαφορετική προσέγγιση

Διάκριση με βάση τη νομική μορφή της συναλλαγής	Διάκριση με τη συσχέτιση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων	Διάκριση με τη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων διοικήσεων	Διάκριση με βάση τους επιδιωκόμενους στόχους
Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption)	Οριζόντια Σ&Ε (horizontal M&A)	Φιλική Σ&Ε (amicable M&A)	Επενδυτική Σ&Ε
Συγχώνευση με σύσταση νέας επιχείρησης (merger by consolidation)	Κάθετη Σ&Ε (vertical M&A)	Εχθρική ή επιθετική Σ&Ε (hostile M&A)	Συμπληρωματική Σ&Ε
Συγχώνευση με εξαγορά (merger by acquisition)	Ομοκεντρική ή ομογενής Σ&Ε (concentric or congeneric M&A)		Σ&Ε για Άμεση Ρευστοποίηση
	Διαγώνια Σ&Ε (conglomerate M&A)		

1.4 Σύνοψη - συμπεράσματα

Οι Σ&Ε επιχειρήσεων δύναται να κατηγοριοποιηθούν με διάφορα κριτήρια. Σύμφωνα με τη κύρια διάκριση τους, με βάση τη νομική μορφή της συναλλαγής, γίνεται διαχωρισμός τους σε: (i) συγχωνεύσεις με απορρόφηση, (ii) συγχωνεύσεις με σύσταση νέας επιχείρησης, (iii) συγχωνεύσεις με εξαγορά. Σύμφωνα με τη συσχέτιση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων διακρίνονται σε: (i) οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers), (ii) κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers), (iii) ομοκεντρικές ή ομογενείς συγχωνεύσεις (congeneric mergers), (iv) διαγώνιες συγχωνεύσεις (conglomerate mergers). Επίσης, με βάση τη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων κατηγοριοποιούνται σε: (i) φιλικές συγχωνεύσεις (amicable mergers), (ii) εχθρικές ή επιθετικές συγχωνεύσεις (hostile mergers). Ακόμα, με βάση τους επιδιωκόμενους στρατηγικούς στόχους μπορεί γίνει διάκρισή τους σε: (i) επενδυτικές συγχωνεύσεις, (ii) συμπληρωματικές συγχωνεύσεις, (iii) συγχωνεύσεις με σκοπό την άμεση ρευστοποίηση.

1.5 Ερωτήσεις

1. Να αναφέρετε τα είδη Σ&Ε επιχειρήσεων με βάση τη νομική μορφή της συναλλαγής.
2. Να αναφέρετε τα είδη Σ&Ε επιχειρήσεων ανάλογα με τη συσχέτιση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.
3. Να αναφέρετε τα είδη Σ&Ε επιχειρήσεων ανάλογα με τη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων.
4. Να αναφέρετε τα είδη Σ&Ε επιχειρήσεων με βάση τους επιδιωκόμενους στόχους.
5. Ερωτήσεις πολλαπλής επιλογής:
 1. Στην περίπτωση μιας εξαγοράς γενικά ισχύει ότι:
 - α. μια εταιρεία απορροφά μέσω συγχώνευσης μια άλλη εταιρεία μετά από ανταλλαγή μετοχών
 - β. συγχωνεύεται μια εταιρεία με μια άλλη εταιρεία με ανταλλαγή μετοχών, χωρίς εξαγορά
 - γ. μια εταιρεία εξαγοράζει τις μετοχές μιας άλλης εταιρείας καταβάλλοντας το σχετικό τίμημα
 - δ. συγχωνεύεται μια εταιρεία με μια άλλη εταιρεία δημιουργώντας μια νέα εταιρεία

2. Στην περίπτωση μιας συγχώνευσης με σύσταση νέας εταιρείας γενικά ισχύει ότι:
 - α. μια εταιρεία απορροφά μέσω συγχώνευσης μια άλλη εταιρεία μετά από ανταλλαγή μετοχών
 - β. συγχωνεύεται μια εταιρεία με μια άλλη εταιρεία με ανταλλαγή μετοχών, χωρίς σύσταση νέας εταιρείας
 - γ. μια εταιρεία εξαγοράζει τις μετοχές μιας άλλης εταιρείας καταβάλλοντας το σχετικό τίμημα
 - δ. συγχωνεύεται μια εταιρεία με μια άλλη εταιρεία δημιουργώντας μια νέα εταιρεία
3. Στην περίπτωση μιας συγχώνευσης με απορρόφηση γενικά ισχύει ότι:
 - α. μια εταιρεία απορροφά μια άλλη εταιρεία μετά από ανταλλαγή μετοχών
 - β. συγχωνεύεται μια εταιρεία με μια άλλη εταιρεία με ανταλλαγή μετοχών, με σύσταση νέας εταιρείας
 - γ. μια εταιρεία εξαγοράζει τις μετοχές μιας άλλης εταιρείας καταβάλλοντας το σχετικό τίμημα
 - δ. συγχωνεύεται μια εταιρεία με μια άλλη εταιρεία δημιουργώντας μια νέα εταιρεία
4. Στην περίπτωση μιας συγχώνευσης με απορρόφηση ή με σύσταση νέας εταιρείας κοινό στοιχείο είναι ότι:
 - α. μια εταιρεία απορροφά μια άλλη εταιρεία μετά από ανταλλαγή μετοχών
 - β. συγχωνεύεται μια εταιρεία με μια άλλη εταιρεία με ανταλλαγή μετοχών
 - γ. μια εταιρεία εξαγοράζει τις μετοχές μιας άλλης εταιρείας καταβάλλοντας το σχετικό τίμημα
 - δ. συγχωνεύεται μια εταιρεία με μια άλλη εταιρεία δημιουργώντας μια νέα εταιρεία
5. Στην περίπτωση μιας εξαγοράς γενικά ισχύει ότι:
 - α. η εξαγοραζόμενη εταιρεία παύει να υπάρχει ως ξεχωριστή οντότητα
 - β. η εξαγοραζόμενη εταιρεία συνεχίζει να υπάρχει ως ξεχωριστή οντότητα
 - γ. ο Α.Φ.Μ. της απορροφώσας εταιρείας είναι πλέον αυτό και της απορροφώμενης εταιρείας
 - δ. γίνεται μια διάσπαση μιας εταιρείας

6. Μια εισηγμένη εταιρία μπορεί να κάνει μια πράξη συγχώνευσης και να παραμείνει εισηγμένη, εάν κάνει μια:
 - α. συγχώνευση με απορρόφηση
 - β. συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας, με μια εταιρεία που έχει ήδη εξαγοράσει κατά 60%
 - γ. συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας, με μια εταιρεία που έχει ήδη εξαγοράσει κατά 75%
 - δ. συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας, με μια εταιρεία που έχει ήδη εξαγοράσει κατά 80%
7. Στην περίπτωση μιας συγχώνευσης με σύσταση νέας εταιρείας γενικά ισχύει ότι:
 - α. η εξαγοραζόμενη εταιρεία παύει να υπάρχει ως ξεχωριστή οντότητα
 - β. η εξαγοραζόμενη εταιρεία συνεχίζει να υπάρχει ως ξεχωριστή οντότητα
 - γ. ο Α.Φ.Μ. της απορροφώσας εταιρείας είναι πλέον αυτό και της απορροφώμενης εταιρείας
 - δ. δημιουργείται μετά από συγχώνευση μια νέα εταιρεία από κάποιες εταιρείες που παύουν να υπάρχουν
8. Στην περίπτωση μιας συγχώνευσης με απορρόφηση γενικά ισχύει ότι:
 - α. η εξαγοραζόμενη εταιρεία παύει να υπάρχει ως ξεχωριστή οντότητα
 - β. η εξαγοραζόμενη εταιρεία συνεχίζει να υπάρχει ως ξεχωριστή οντότητα
 - γ. δύο εταιρείες ενώνονται και παραμένει ο ίδιος Α.Φ.Μ. της απορροφώσας εταιρείας
 - δ. γίνεται μια διάσπαση μιας εταιρείας
9. Μια εταιρεία που κατέχει μια διοικητική άδεια (του δημοσίου τομέα) μπορεί να τη διατηρήσει εάν κάνει μια:
 - α. συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας
 - β. συγχώνευση με απορρόφηση
 - γ. συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας, με μια εταιρεία που έχει ήδη εξαγοράσει κατά 100%
 - δ. κανένα από τα παραπάνω
10. Οι συγχωνεύσεις με χαμηλότερο κίνδυνο είναι οι:
 - α. οριζόντιες
 - β. κάθετες
 - γ. ομοκεντρικές
 - δ. διαγώνιες
11. Οι συγχωνεύσεις με υψηλότερο κίνδυνο είναι οι:
 - α. οριζόντιες
 - β. κάθετες
 - γ. ομοκεντρικές
 - δ. διαγώνιες

12. Δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις συγχωνεύονται για να εξαλείψουν τον ανταγωνισμό μεταξύ τους σε συγχωνεύσεις:
- α. οριζόντιες β. κάθετες
 - γ. ομοκεντρικές δ. διαγώνιες
13. Συγχωνεύσεις ανάμεσα σε επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαδοχικά στάδια του κυκλώματος της παραγωγής ονομάζονται:
- α. οριζόντιες β. κάθετες
 - γ. ομοκεντρικές δ. διαγώνιες
14. Στις φιλικές εξαγορές:
- α. χρησιμοποιούνται ίδια κεφάλαια χωρίς ύπαρξη κοινής συμφωνίας της εξαγοράς
 - β. υπάρχει κοινή συμφωνία για την εξαγορά μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης
 - γ. δεν υπάρχει κοινή συμφωνία για την εξαγορά μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης
 - δ. δεν υπάρχει κοινή συμφωνία και ονομάζονται αλλιώς και εχθρικές εξαγορές
15. Στις εχθρικές εξαγορές:
- α. δεν υπάρχει κοινή συμφωνία για την εξαγορά μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης
 - β. υπάρχει κοινή συμφωνία για την εξαγορά μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης
 - γ. υπάρχει κοινή συμφωνία και ονομάζονται αλλιώς και φιλικές εξαγορές
 - δ. χρησιμοποιούνται ίδια κεφάλαια μετά από κοινή συμφωνία της εξαγοράς

Λύσεις ερωτήσεων πολλαπλής επιλογής

- | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1. γ. | 2. δ. | 3. α. | 4. β. | 5. β. |
| 6. α. | 7. δ. | 8. γ. | 9. β. | 10. α. |
| 11. δ. | 12. α. | 13. β. | 14. β. | 15. α. |

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων και Οργανισμών

Περιεχόμενα Κεφαλαίου

Κεφ. 2º: Ιστορική Διερεύνηση των Σ&Ε

- 2.1 Ιστορική αναδρομή.
 - 2.1.1 Η.Π.Α.
 - 2.1.2 Ηνωμένο Βασίλειο.
 - 2.1.3 Υπόλοιπη Ευρώπη.
 - 2.1.4 Ιαπωνία.
 - 2.1.5 Ελλάδα.
- 2.2 Αίτια που προκάλεσαν κύματα Σ&Ε.
- 2.3 Αξιολόγηση επιδράσεων των κυμάτων Σ&Ε.
 - 2.3.1 Στην εταιρική διακυβέρνηση.
 - 2.3.2 Στην αξιολόγηση της επιχειρησιακής επίδοσης.
 - 2.3.3 Στην κυβερνητική πολιτική-αντιμονοπωλιακή νομοθεσία.
- 2.4 Σύνοψη - συμπεράσματα.
- 2.5 Ερωτήσεις.

Κεφάλαιο 2°

Ιστορική Διερεύνηση των Σ&Ε

2.1 Ιστορική αναδρομή

Η έναρξη των Σ&Ε ως φαινόμενο είναι σχεδόν συνυφασμένο με την έναρξη των οικονομικών δραστηριοτήτων του ανθρώπου. Ο βαθμός δραστηριότητας των επιχειρήσεων σε Σ&Ε διαχρονικά παρουσιάζει στα διάφορα οργανωμένα οικονομικά συστήματα διαφορετικές τάσεις και αυξομειώσεις. Στη σύγχρονη ιστορία, ο υψηλός βαθμός διαφοροποίησης, είτε προς τα πάνω ή προς τα κάτω, έχει ως αποτέλεσμα συχνά να λέμε ότι παρατηρούνται συγκεκριμένα κύματα Σ&Ε (merger waves). Η εμφάνιση τέτοιων κυμάτων Σ&Ε παρατηρήθηκε κυρίως σε οικονομικά συστήματα που πρέσβευαν τον καπιταλισμό, ενώ υπήρχε ταυτόχρονα σε αυτά και μια ανεπτυγμένη και φιλελεύθερη κεφαλαιαγορά. Αντιπροσωπευτικές περιπτώσεις στην παραπάνω θεώρηση είναι οι Η.Π.Α. και το Η.Β., όπου οι μεταβολές στη δραστηριότητα των Σ&Ε (merger waves) προκάλεσαν επιδράσεις με παγκόσμια απήχηση. Στις ενότητες που ακολουθούν θα αναλυθούν τόσο οι περιπτώσεις των δύο αυτών χωρών, όπως και άλλων που δεν είχαν τόσο μεγάλες εκφάνσεις, όπως οι σημαντικότερες περιπτώσεις χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η Ιαπωνία, και προφανώς, τα σύγχρονα δρώμενα στην ελληνική πραγματικότητα.

2.1.1 Η.Π.Α.

Η ιστορία των Σ&Ε στις Η.Π.Α. έχει χαρακτηριστεί από τέσσερα σημαντικά κύματα, ως περιόδους υψηλών επιπέδων δραστηριότητας Σ&Ε, που ακολουθούνται από περιόδους σχετικά χαμηλής δραστηριότητας. Κάθε ένα από αυτά είναι ευδιάκριτο και διαφορετικό από τα άλλα, παρουσιάζοντας ιδιαιτερότητες, ειδικά στον τύπο της Σ&Ε σε σχέση με την συσχέτιση των δραστηριοτήτων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, τις μεθόδους πληρωμών, και τη συμπεριφορά των εν λόγω επιχειρήσεων (Tarasofsky & Corvari, 1991).

Το πρώτο κύμα Σ&Ε στην Αμερική άρχισε στο τέλος του δέκατου ένατου αιώνα, το 1895, καθώς οι επιχειρήσεις τότε προσπαθούσαν να καταλάβουν σημαντικά μερίδια αγοράς μετά την ύφεση του 1883. Η εισαγωγή της νομοθεσίας “Sherman Antitrust Act” (1890), σε συνδυασμό με την τότε συνεχώς αυξανόμενη χρηματιστηριακή αγορά ενθάρρυναν την όλη δραστηριότητα. Η αιχμή

δραστηριότητάς των Σ&Ε ήταν μεταξύ του 1898 και του 1902, ενώ το όλο κύμα διάρκεσε έως το 1905. Το πρώτο αυτό κύμα πραγματοποιήθηκε από τις διάφορες αμερικάνικες εταιρίες, καθώς προσπαθούσαν να αναπτυχθούν σε ολόκληρη την αγορά των Η.Π.Α. και μέσω εκτεταμένης παραγωγικής δυναμικότητας, από εξαγορές επιχειρήσεων της ίδιας βιομηχανίας, να επιτύχουν σημαντικά κέρδη από εκμετάλλευση μονοπωλιακής θέσης στην αγορά (McCann & Gilkey, 1988). Δεδομένου ότι η “Sherman Antitrust Act” έδινε ευκαιρίες σε επιχειρήσεις να δημιουργήσουν σχεδόν μονοπώλια σε αγορές προϊόντων, χωρίς καμία ρυθμιστική παρέμβαση, οι Σ&Ε με ανταλλαγές μετοχών το έκαναν αυτό πραγματικότητα. Αυτό το πρώτο κύμα χαρακτηρίστηκε κυρίως από οριζόντιες Σ&Ε και συνδέθηκε με την ολοκλήρωση του εθνικού συστήματος μεταφορών των Η.Π.Α., που συνέστησε την πρώτη ενιαία κοινή αγορά στον κόσμο. Κατά τη διάρκεια αυτού του κύματος Σ&Ε, σχεδόν 1800 εταιρίες εξαφανίστηκαν και περίπου 71 επιχειρήσεις διαμόρφωσαν σχεδόν εικονικά μονοπώλια σε διάφορους βιομηχανικούς κλάδους. Αναμφισβήτητα, το πρώτο κύμα Σ&Ε οδήγησε σε έναν ευρύ ανασχηματισμό του βιομηχανικού τοπίου των Η.Π.Α. (Sudarsanam, 2003).

Το δεύτερο κύμα στην αμερικανική ιστορία Σ&Ε άρχισε δεκαεπτά χρόνια μετά από το τέλος του πρώτου, το 1922, και τελείωσε με την αρχή της μεγάλης οικονομικής κρίσης, το 1929, όπου η κατάρρευση της οικονομίας της χώρας οδήγησε σε χάος στο αμερικανικό χρηματιστήριο και σε ένα αναπόφευκτο τέλος των δραστηριοτήτων των Σ&Ε μέσα σε μία ημέρα (McCann & Gilkey, 1988). Τα κίνητρα για να αρχίσουν οι επιχειρήσεις να ενδιαφέρονται για Σ&Ε σε αυτό το δεύτερο κύμα ήταν και πάλι πρωταρχικά αλλαγές στο νομικό πλαίσιο. Όλα ξεκίνησαν με συνεχόμενες αποφάσεις δικαστηρίων που κατέστησαν σαφές ότι δεν ενέκριναν πλέον τα μονοπώλια σε οποιαδήποτε βιομηχανία και όριζαν άμεσες διασπάσεις επιχειρήσεων σε όσες είχαν μονοπωλιακό χαρακτήρα. Το πρώτο “θύμα” αυτής της τακτικής ήταν το 1911 η διάσπαση της εταιρείας “Standard Oil” που ιδρύθηκε και ήταν στην κατοχή του John D. Rockefeller. Η εταιρεία απέκτησε πολλά υποκαταστήματα σε όλες τις πολιτείες των Η.Π.Α., μέσω Σ&Ε, και οδήγησε πολλούς από τους ανταγωνιστές της έξω από το χώρο με μη θεμιτές πρακτικές. Η Ανώτατη Δικαστική Αρχή της χώρας (US Supreme Court) κατηγόρησε τη “Standard Oil” για παράνομες πρακτικές, για κατάχρηση εξουσίας στην αγορά και για υπερβολικό έλεγχο της πετρελαϊκής αγοράς. Στη συνέχεια, την ανάγκασε να πωλήσει τριάντα τρία από τα σημαντικότερα υποκαταστήματά της σε διάφορες πολιτείες, ενώ την απαγόρευσε να ελέγχει τις μετοχές που θα δοθούν προς πώληση αυτών στη συνέχεια. Η τελική έκφραση αυτής της αντιμονοπωλιακής πολιτικής ήταν μια νέα νομοθεσία για Σ&Ε που πραγματο-

ποιήθηκε με την “Clayton Act” (1914). Σύμφωνα με το νόμο αυτό, και κατά περίεργο τρόπο, ενθαρρυνόταν ενεργά οι επιχειρήσεις στο να σχηματίσουν ολιγοπώλια αντί μονοπώλια. Έτσι, καθώς για άλλη μια φορά οι αμερικάνικες επιχειρήσεις κινητοποιήθηκαν και προσπάθησαν να αποκτήσουν μια προνομιακή θέση στην αγορά με διάφορες στρατηγικές κινήσεις που οδηγούσαν σε ολιγοπώλια σε αγορές προϊόντων, ξεκίνησε το δεύτερο κύμα Σ&Ε (McCann & Gilkey, 1988). Η άνοδος της χρηματιστηριακής αγοράς και οι ανταλλαγές μετοχών, ως τρόπος της χρηματοδότησης των Σ&Ε, έδωσαν τα εχέγγυα για κάτι τέτοιο και οδήγησαν στην εξέλιξη πολλών επιχειρήσεων σε καθετοποιημένες παραγωγικές μονάδες με αυξημένα περιθώρια κέρδους μέσω οικονομιών κλίμακας από την κάθετη αυτή ολοκλήρωση. Προφανώς, σε αυτό το κύμα Σ&Ε, ο όρος “merging for monopoly” αντικαταστάθηκε από τον όρο “merging for oligopoly”, όπως παρατηρεί ο George Stigler (1950).

Καθώς το επίπεδο δραστηριοτήτων Σ&Ε μειώθηκε ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια του δεύτερου παγκοσμίου πολέμου και έως τις αρχές της δεκαετίας του '50, ένα νέο νομοθέτημα, η νομοθεσία “Celler-Kefauver Act” (1950), που εισήχθη για να επεκτείνει την “Clayton Act” (1914), έδωσε νέα κίνητρα για Σ&Ε στην αμερικάνικη αγορά (Scherer, 1979). Είχε κύρια ως αποτέλεσμα την άνοδο της δημοτικότητας των διαγώνιων Σ&Ε (conglomerate mergers), αφού ήταν πλέον ο μόνος εφικτός τρόπος για εξωτερική επέκταση (external extension) των επιχειρήσεων, που κυριάρχησαν στην δεκαετία του '50. Έτσι, ξεκίνησε το τρίτο κύμα Σ&Ε. Αυτό το κύμα άρχισε στο τέλος της δεκαετίας του '50, και διάρκεσε μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '70. Η πετρελαϊκή κρίση του 1973, που οδήγησε σε μια μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού, μαζί με την παγκόσμια οικονομική κρίση που ακολούθησε, έβαλε τέλος στις δραστηριότητες που υπήρχαν, αφού ανάλογα ανεπιθύμητες επιπτώσεις επήλθαν και στην αμερικανική κεφαλαιαγορά, με την εθνική οικονομία να έχει μπει σε νέα οικονομική ύφεση στα μέσα της δεκαετίας του '70. Το σημαντικότερο χαρακτηριστικό αυτού του τρίτου κύματος ήταν οι κατά κύριο λόγο διαγώνιες Σ&Ε (conglomerate-oriented mergers), καθώς οι νέοι αντιμονοπωλιακοί νόμοι δεν επέτρεπαν πλέον τις κάθετες και πόσο μάλλον τις οριζόντιες Σ&Ε. Το 80% των Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν σε αυτή την περίοδο ήταν διαγώνιες Σ&Ε, με δύο επιχειρήσεις από δύο διαφορετικές βιομηχανίες (Rumelt, 1974), ενώ μέχρι το 1973, δεκαπέντε από τις 200 κορυφαίες αμερικανικές μεταποιητικές επιχειρήσεις είχαν κάνει τουλάχιστον μία ενέργεια διαγώνιας Σ&Ε (Baskin & Miranti, 1997). Η πλειοψηφία των συμφωνιών ήταν συνήθως φιλικές Σ&Ε (Shleifer & Vishny, 1991). Μέχρι το 1965, η αμερικάνικη Υπηρεσία Φορολογίας (“Internal Revenue Service - I.R.S.”) επέ-

τρεπε τέτοιες συναλλαγές με ανταλλαγές μετοχών, χωρίς να τις φορολογεί και η χρηματοδότηση των περισσότερων Σ&Ε γινόταν με την μέθοδο της ανταλλαγής των μετοχών τους. Μετά από το 1965, αυτά τα φορολογικά πλεονεκτήματα δεν υπήρχαν πλέον, αλλά δεν θεωρούνταν πια τόσο σημαντικά στον χρηματοοικονομικό σχεδιασμό διαφόρων επιθετικών διαγωνίων Σ&Ε. Πολλές ενέργειες εκείνη την περίοδο οδήγησαν στη δημιουργία μεγάλων επιχειρήσεων, με αντικείμενα τις τραπεζικές εργασίες, τις ασφάλειες, την αγορά πετρελαίου και του χάλυβα. Η πληρωμή με μετρητά κυριάρχησε μετά το 1965 στο τρίτο κύμα Σ&Ε. Τέλος, οι μελέτες των Harry Markowitz (1952; 1959), William Sharpe (1963; 1964) και John Lintner (1965; 1971) στη θεωρία χαρτοφυλακίου, όπου πρέσβευαν ότι τα αποδοτικά χαρτοφυλάκια δύναται να εξισώνουν τον κίνδυνο και τα κέρδη, προώθησαν ιδιαίτερα τις διαγώνιες (conglomerate) Σ&Ε.

Το τέταρτο αμερικάνικο κύμα άρχισε από τα τέλη της δεκαετίας του '70. Αυτό το κύμα υπερέβη όλα τα προηγούμενα σε μέγεθος αξίας των συναλλαγών, καθώς μια νέα γενεά των επιχειρηματιών συντέλεσε στη δημιουργία μιας εξ' ολοκλήρου νέα ιδέας, τις μοχλευμένες Σ&Ε (Leveraged-Buy-Out - LBO). Κύριο χαρακτηριστικό τους ήταν ο υψηλός βαθμός εχθρότητας και αντιπαράθεσης της επιχείρησης-στόχου, ενώ μεγάλες επιχειρήσεις έγιναν στόχοι των ανεπιθύμητων προσφορών για Σ&Ε, που μέχρι πρότινος ήταν στο απυρόβλητο. Σχεδόν μία στις δύο από όλες τις μεγάλες αμερικανικές επιχειρήσεις στη διάρκεια αυτού του κύματος αντιμετώπισαν το ενδεχόμενο μιας επιθετικής εξαγοράς κατά τη δεκαετία του '80 (Mitchell & Mulherin, 1996). Στο πρώτο στάδιο του κύματος, παρατηρήθηκε η απόκτηση μικρών σε μέγεθος επιχειρήσεων, με δύο κυρίαρχες κατηγορίες επιχειρήσεων ως επιθυμητούς στόχους: (i) επιχειρήσεις που ο ιδιοκτήτης τους πλησίαζε την συνταξιοδότηση και επιθυμούσε να ρευστοποιήσει την επένδυσή του, πουλώντας σε μια άλλη επιχείρηση, (ii) επιχειρήσεις που προέκυπταν από διάσπαση από μεγάλες επιχειρήσεις που ήθελαν να πωλήσουν τους εν λόγω παραγωγικούς τους κλάδους, λόγω της απογοητευτικής απόδοσής τους (Baskin & Miranti, 1997). Το δεύτερο στάδιο αυτού του κύματος Σ&Ε, τοποθετείται μετά το 1984, γνωστό ως περίοδο των "mega-mergers" ή της "merger-mania", όπου πολύ μεγαλύτερες επιχειρήσεις ήταν οι στόχοι. Ένας από αυτούς ήταν η πασίγνωστη περίπτωση της εταιρείας "RJR Nabisco & Co." που εξαγοράστηκε το 1989 από την εταιρεία "Kohlberg Kravis Roberts & Co. Partnership" (KKR) για 24,7 δισεκ. δολάρια. Ως κίνητρα των συγχωνεύσεων την περίοδο αυτή θεωρούνται οι αλλαγές στο νομικό πλαίσιο σε διάφορους κλάδους επιχειρήσεων, ενώ πολλοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι οφείλονταν κυρίως στο ότι η αμερικάνικη κυβέρνηση χαλάρωσε αρκετούς περιορισμούς που προέβλεπε

η προγενέστερη νομοθεσία για δραστηριότητες Σ&Ε (Shleifer & Vishny, 1991). Πάντως, πέρα από όλα αυτά, δεν πρέπει να παραλείψουμε το γεγονός ότι πολλές διαγωνίες Σ&Ε που έγιναν την προηγούμενη δεκαετία και απέτυχαν εντελώς, συνετέλεσαν ώστε πολλές επιχειρήσεις να έχουν απογοητευτικά αποτελέσματα πέρα των δέκα ετών και ο μόνος τρόπος για να γίνουν κερδοφόρες και να μεγιστοποιηθούν τα οφέλη των μετόχων τους, ήταν να πωληθούν, είτε ολόκληρες είτε κατά τμήματα, σε επιχειρήσεις με καλύτερη διοίκηση, που γνώριζαν τον κλάδο δραστηριότητάς τους και ήταν πιο αποτελεσματικές. Επιπλέον, οι μεταβαλλόμενες συνθήκες στην αγορά, με συνεχείς αυξήσεις στο κόστος (κυρίως, στο πετρέλαιο) και οι γρήγορες τεχνολογικές εξελίξεις, είχαν επιταχύνει τις όλες δραστηριότητες. Τέλος, μη αποτελεσματική διαχείριση επιχειρήσεων από τις διοικήσεις τους συχνά οδηγούσε σε χαμηλή αξία της τιμής της μετοχής και συνολική χρηματιστηριακή αξία κάτω των περιουσιακών τους στοιχείων, κάνοντας τις κατά συνέπεια έναν ελκυστικό στόχο για προσφορά και απόκτηση μέσω Σ&Ε. Μετά από την ολοκλήρωση μιας τέτοιας διαδικασίας, η παλαιά διοίκηση απομακρυνόταν και η γενική επίδοση της επιχείρησης βελτιωνόταν (Scherer, 1988). Η δημοτικότητα των χρηματοδοτημένων με ξένα κεφάλαια σε μεγάλο βαθμό συναλλαγών αυξήθηκε κατά τη διάρκεια αυτού του τέταρτου κύματος Σ&Ε και η χρήση των ομολόγων υψηλού κινδύνου ή εκ των υστέρων λεγόμενων “ομολόγων σκουπιδιών” (“junk bonds”, με πρωτεργάτες τους τον Drexel Burnham και τον Michael Milken) το έκανε εφικτό, ακόμη και για πολύ μεγάλες επιχειρήσεις να είναι στόχοι εξαγοράς.

Μετά το τέλος αυτού του τέταρτου αμερικάνικου κύματος Σ&Ε, είναι σαφές ότι στην περίοδο που ακολούθησε ο ορθολογισμός στις δραστηριότητες Σ&Ε κυριαρχεί. Τα “LBOs”, οι εχθρικές εξαγορές με ξένα τραπεζικά κεφάλαια, οι εξαγορές με “junk bonds” που υπήρξαν σε μεγάλο ποσοστό στη δεκαετία του '80 δεν παρατηρούνται πλέον αυτήν την περίοδο (Andrade et al., 2001). Η πιο πιθανή εξήγηση για αυτές τις αλλαγές είναι η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση, όπου έκανε δυσκολότερο σε πολλούς επίδοξους μάντζερ να πραγματοποιήσουν ξανά τέτοια ιδιαίτερα επικίνδυνα επιχειρηματικά σχέδια.

Στο πέμπτο κύμα, που τοποθετείται χρονικά από το 1992 έως το 1998, συναντάμε επιχειρήσεις που επιδιώκουν εξαγορές και συγχωνεύσεις με εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο χώρο με σκοπό να αποκτήσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και μεγαλύτερη ικανότητα στην εξυπηρέτηση του καταναλωτή. Στόχος τους αποτελούν εταιρείες με ισχυρό brandname, με μεγάλες πελατειακές βάσεις και τεχνολογικά εξελιγμένες, έτσι ώστε να μεγιστοποιήσουν τα οφέλη της εταιρείας τους. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 1997, υπήρξαν πάνω

από 2.333 διασυννοριακές συναλλαγές, αξίας συνολικά περίπου 298 δισεκ. δολάρια.

Το έκτο κύμα των Σ&Ε είναι συνυφασμένο με την παγκοσμιοποίηση και διαρκεί περίπου από το 2003 έως το 2008. Η απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου οδήγησε στην περαιτέρω επέκταση των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων σε διαφορετικές χώρες και την ιδιωτικοποίηση πολλών κλάδων. Η ύπαρξη των παγκόσμιων πελατών δημιούργησε την ανάγκη για παροχή από διεθνή προϊόντα και υπηρεσίες, σε διεθνείς τοποθεσίες, με διεθνές μάρκετινγκ και την επιτακτική συμμετοχή σε διεθνείς αγορές.

Από το 2014 έως και σήμερα διανύουμε το έβδομο κύμα των Σ&Ε ως απόηχο της οικονομική κρίσης. Συγκεκριμένα, στην Ευρώπη σημειώθηκε το εντονότερο κύμα δραστηριοτήτων Σ&Ε. Με προέλευση αγοραστών από τις ΗΠΑ, αλλά και διάφορους αγοραστές από την Ασία, οι Σ&Ε έφτασαν τα 320,6 δισεκ. δολάρια, το μεγαλύτερο ποσό που έχει παρατηρηθεί σε αξία από το 2001.

2.1.2 Ηνωμένο Βασίλειο

Η ιστορία των κυμάτων Σ&Ε στο Η.Β. αποκαλύπτει μια λιγότερο εντυπωσιακή και πιο σύντομη ιστορία, αλλά με ιδιαίτερα μεγάλη έξαρση τα τελευταία χρόνια, σε σχέση με την αμερικανική ιστορία Σ&Ε. Δεν υπάρχει κοινή συναίνεση για τον ακριβή χρόνο των κυμάτων στο Η.Β. μεταξύ των ερευνητών, αλλά γενικά, παρατηρούνται τέσσερα σημαντικά κύματα ή περίοδοι σχετικά υψηλών επιπέδων σε δραστηριότητες Σ&Ε, που ακολουθούνται έπειτα από περιόδους σχετικά χαμηλής δραστηριότητας.

Το πρώτο κύμα Σ&Ε στη Μεγάλη Βρετανία άρχισε στη δεκαετία του '20, και διάρκεσε μέχρι το τέλος της εν λόγω δεκαετίας. Δεδομένου ότι η δομή της βρετανικής βιομηχανίας άλλαζε, η εμφάνιση και η δημιουργία μεγαλύτερων επιχειρήσεων ήταν αναπόφευκτα μια νέα πραγματικότητα στον επιχειρηματικό κόσμο. Μια από τις λύσεις σε αυτό ήταν η ανάπτυξη δραστηριοτήτων μέσω Σ&Ε, με συγχωνεύσεις καθαρά αμυντικού χαρακτήρα (Weston et al., 1996). Οι επιθυμητοί στόχοι για κάτι τέτοιο ήταν η επίτευξη μαζικής παραγωγής προϊόντων, η αύξηση της παραγωγικότητας και μια μεγάλη άνοδος της κεφαλαιοποίησης στην χρηματιστηριακή αγορά του Λονδίνου ("London Stock Exchange"). Αυτό το κύμα Σ&Ε οδήγησε σε ολιγοπωλιακές καταστάσεις σε πολλούς βιομηχανικούς κλάδους, ενώ ιδιαίτερα ξεχωριστό παράδειγμα ήταν η δημιουργία της εταιρείας "Imperial Chemical Industries" (ICI), το 1926, που συστάθηκε από τη συγχώνευση των τεσσάρων πιο σημαντικών αγγλικών χημικών επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, οι διαπραγματεύσεις και οι συναλλαγές των επιχειρήσεων ήταν

σχεδόν πάντα άγνωστες στο κοινό, ρυθμιζόταν μεταξύ των διευθυντών των επιχειρήσεων, ενώ ούτε οι θεσμικοί επενδυτές ούτε και οι ιδιώτες μέτοχοι είχαν επιρροή στις διάφορες επιχειρησιακές αποφάσεις.

Το δεύτερο κύμα Σ&Ε στο Η.Β. άρχισε στα μέσα της δεκαετίας του '50, καθώς μια νέα γενιά των επιχειρηματιών, ή ακριβέστερα “εταιρικών αρπακτικών” (“corporate predators”) όπως χαρακτηρίστηκαν, θέλησαν να επωφεληθούν από την μη αποτελεσματική διαχείριση πολλών βρετανικών επιχειρήσεων. Ο πρώτος που άνοιξε το δρόμο, ήταν ο Charles Clore με την προσφορά του για την εταιρεία “Sears” το 1953. Διέκρινε ότι αρκετές επιχειρήσεις ήταν υποτιμημένες στο χρηματιστήριο και η αξία τους σε σχέση με την πραγματική τιμή των περιουσιακών τους στοιχείων ήταν αρκετά χαμηλότερη. Γι’ αυτό και έκανε προσφορά στους μετόχους της “Sears” και τους πρόσφερε να αγοράσει τις μετοχές τους σε υψηλότερη αξία από την τιμή που διαπραγματεύονταν τότε στο χρηματιστήριο. Η επιτυχία της προσφοράς του χαρακτηρίστηκε από τον Littlewood (1988) ως «καταλύτης για την αλλαγή και στην παθητική θέση των διευθυντών των επιχειρήσεων προς τους μετόχους τους και στην παθητική και μη απαιτητική θέση των μετόχων προς την επένδυσή τους». Δεδομένου ότι η εχθρική Σ&Ε ήταν ένα νέο φαινόμενο στο Η.Β., οι δημόσιες αρχές ήταν πολύ καχύποπτες για αυτό το φαινόμενο αρχικά. Η τράπεζα της Αγγλίας αποθάρρυνε τις εμπορικές τράπεζες και τους υπόλοιπους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς να δανείζουν κεφάλαια σε τέτοιους ευκαιριακούς επενδυτές όπως ο Charles Clore στις αρχές της δεκαετίας του '50. Αλλά η εχθρική εξαγορά της εταιρείας “British Aluminium”, μιας καθαρά “blue-chip” επιχείρησης, από την βρετανική κατασκευαστική εταιρεία “Tube Investments”, σε συνεργασία με την αμερικάνικη εταιρεία “Reynolds Metals”, το 1958, άλλαξαν τη στάση όλου του City αυθημερόν. Ανάμεσα στις 200 κορυφαίες μεταποιητικές επιχειρήσεις το 1964, 39 από αυτές πραγματοποίησαν μια τουλάχιστον δραστηριότητα Σ&Ε μέσα στα επόμενα πέντε έτη (Hughes, 1993). Τέλος, το δεύτερο αυτό βρετανικό κύμα χαρακτηρίστηκε κυρίως από διαγώνιες ή ομοκεντρικές Σ&Ε, ενώ τελείωσε το 1968, όταν δημοσιεύθηκε η νομοθεσία “City Takeover Code” (1968), και δημιουργήθηκε η Επιτροπή Σ&Ε (Takeover Panel) για να το επιτηρεί (Samuels et al., 1999).

Το τρίτο κύμα Σ&Ε άρχισε στις αρχές της δεκαετίας του '70, και για μια δεκαετία, παρουσίασε ένα σημαντικό αριθμό εντυπωσιακών εχθρικών Σ&Ε από μια νέα γενιά “εταιρικών αρπακτικών”, στα βήματα Charles Clore, όπως οι Jim Slater και James Goldsmith. Αυτά οι γδύτες περιουσιακών στοιχείων επιχειρήσεων (“asset strippers”, όπως θεωρούνταν από τους υπαλλήλους των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων-στόχων και που κατηγορήθηκαν ότι δεν είχαν κανένα

ενδιαφέρον για τη μακροπρόθεσμη πορεία των επιχειρήσεων που εξαγόραζαν) χρηματοδοτούσαν τις συναλλαγές τους για Σ&Ε με έκδοση νέων μετοχών από τις δικές τους εισηγμένες επιχειρήσεις. Επιπρόσθετα, η δημοτικότητα των οριζόντιων Σ&Ε παρέμεινε ακόμα υψηλή, παρά το γεγονός ότι οι διαγώνιες Σ&Ε επιχειρήσεων αυξήθηκαν σημαντικά (Sudarsanam, 2003). Για τους ανωτέρω αναφερόμενους λόγους, το νομοθετικό πλαίσιο της χώρας άλλαξε ξανά το 1973 με την ψήφιση της “Fair Trading Act”, που τυποποίησε τις διαδικασίες για δραστηριότητες Σ&Ε στο Η.Β. και δημιούργησε την υπηρεσία “Office of Fair Trading - OFT”, που εξέταζε κάθε συναλλαγή Σ&Ε και αποφάσιζε εάν πρέπει να αναφερθεί στην Επιτροπή Συγχωνεύσεων και Μονοπωλίων (“Mergers and Monopolies Commission”), που τώρα πλέον είχε μετονομαστεί σε Επιτροπή Ανταγωνισμού (“Competition Commission”). Το σημαντικότερο στοιχείο αυτού του κύματος ήταν οι Σ&Ε αμερικάνικων επιχειρήσεων (με κύρια δραστηριότητα στις Η.Π.Α.) από βρετανικές επιχειρήσεις, καθώς πολλές βρετανικές επιχειρήσεις διέβλεπαν την μεγάλη πιθανότητα ότι, μακροπρόθεσμα, η αμερικανική οικονομία θα ήταν τελικά η σταθερότερη και πιο ανεπτυγμένη παγκοσμίως (Cooke, 1999).

Το τέταρτο κύμα Σ&Ε στο Η.Β. άρχισε στη δεκαετία του '80, καθώς υπήρχε η πεποίθηση ότι με την εξάλειψη του κρατικού παρεμβατισμού στην αγορά και την ιδιωτικοποίηση των διαφόρων κρατικών επιχειρήσεων, η εθνική οικονομία θα μπορούσε να επιτύχει μια σημαντική βελτίωση και ανάπτυξη. Έτσι, η αγγλική κυβέρνηση, με επικεφαλής την κα Thatcher, υιοθέτησε ως κύρια προτεραιότητά της, προκειμένου να υπάρχει αποδοτική λειτουργία της ελεύθερης αγοράς και να μειωθεί ο ρόλος του κράτους στις επιχειρηματικές δραστηριότητες, την κατάργηση των ελέγχων κίνησης συναλλάγματος και την ιδιωτικοποίηση πολλών κρατικών επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα της απελευθέρωσης της αγοράς συναλλάγματος (που έμεινε γνωστό στην ιστορία ως “Big Bang”) ήταν μια δραματική αναδιάρθρωση του κλάδου των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και με ενέργειες Σ&Ε να αναμειγνύουν πολλά ενδιαφερόμενα μέρη (χρηματιστές, τράπεζες, άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, κ.ά.), βρετανικών συμφερόντων ή όχι. Αλλά, εάν η απελευθέρωσης της αγοράς συναλλάγματος οδήγησε σε σοβαρές αλλαγές, το ίδιο πράγμα έκανε και η ιδιωτικοποίηση κρατικών επιχειρήσεων. Το πρόγραμμα της κυβέρνησης Thatcher υλοποίησε την πώληση μέρους μετοχών της εταιρείας “British Petroleum - BP”, την ιδιωτικοποίηση των εταιρειών “British Aerospace”, “British Rail”, “British Telecommunications”, και άλλων δημοσίων κοινωφελών επιχειρήσεων (σε αέριο, ηλεκτρική ενέργεια, ύδρευση). Σε αυτό το κύμα, πολύ μεγάλες επιχειρήσεις, ουσιαστικά σχεδόν άτρωτες

σε Σ&Ε στο παρελθόν, όπως και αμερικανικές επιχειρήσεις επίσης, ήταν στόχοι (Ross et al., 1999). Το μέγεθος των συμφωνιών, η αυξανόμενη εχθρικότητα στις διαπραγματεύσεις και η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων κατά τη διάρκεια αυτού του κύματος ήταν κάτι απολύτως πρωτόγνωρο για το Η.Β. Ούτε το μεγάλο κραχ του χρηματιστηρίου του Λονδίνου το 1987 (η λεγόμενη “Black Monday”, που προκάλεσε το επενδυτικό κεφάλαιο του George Soros) δεν ήταν αρκετό για να σταματήσει αυτό το κύμα Σ&Ε. Τέλος, η δημιουργία της Επιτροπής Cadbury (“Cadbury Committee”) το 1991, με τα συμπεράσματά της (Cadbury Report, 1992) και μια μαζική ανησυχία για τη χαμηλή εμπιστοσύνη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων και τη δυνατότητα των ελεγκτών να παρέχουν αξιόπιστα στοιχεία για τα αποτελέσματα μιας επιχείρησης, έδωσαν μια νέα κατεύθυνση στην υλοποίηση των Σ&Ε. Η έκθεση της “Cadbury Committee” αύξησε το επίπεδο ελέγχου με τον οποίο τα διάφορα διοικητικά συμβούλια εξεταζόταν και διέυρνε το βαθμό διαφάνειας της εκάστοτε συναλλαγής. Κατά συνέπεια οι δραστηριότητες Σ&Ε που ακολούθησαν ήταν φιλικές και οριζόντιες Σ&Ε, καθώς οι επιχειρήσεις επιδίωκαν να γίνουν μεγαλύτερες και να αποκτήσουν μια διεθνή προοπτική με οικονομίες κλίμακας σε παγκόσμιο επίπεδο, χωρίς να προκαλούν τις δημόσιες αρχές (όπως για παράδειγμα, η Σ&Ε της εταιρείας “Glaxo” με την “Wellcome” το 1995, και πέντε έτη αργότερα, η συγχώνευση μεταξύ της νέας εταιρείας “Glaxo Wellcome” με την εταιρεία “Smith-kline Beecham”).

Το τέλος αυτού του τέταρτου κύματος βρετανικών Σ&Ε δεν είναι κοινά αποδεκτό, δεδομένου ότι πολλοί ερευνητές θεωρούν ότι διάρκεσε μέχρι το τέλος της χιλιετίας, ενώ άλλοι υποστηρίζουν ότι συνεχίζεται μέχρι και σήμερα, όπως συμβαίνει αντίστοιχα και στις Η.Π.Α.. Παρά την όποια αντιπαράθεση υπάρχει σε αυτό το θέμα, είναι ξεκάθαρο ότι στην περίοδο από το 2000 και μετά ο ορθολογισμός στις δραστηριότητες Σ&Ε επικρατεί, όπως επίσης συμβαίνει και στις Η.Π.Α., εκφράζοντας έτσι μια νέα παγκόσμια θεώρηση (Andrade et al., 2001).

2.1.3 Υπόλοιπη Ευρώπη

Η Ευρώπη (και ειδικότερα οι χώρες που αποτελούν σήμερα την Ευρωπαϊκή Ένωση) βέβαια δεν ακολούθησε με τον ίδιο ρυθμό όλες αυτές τις εξελίξεις που εμφανίστηκαν στην αμερικάνικη και την βρετανική κεφαλαιαγορά. Το γεγονός αυτό είχε επηρεαστεί αναμφίβολα από το ότι δεν υπήρχαν ακόμα οι προϋποθέσεις για μια ενιαία οικονομική αγορά με κοινό νόμισμα στον ευρωπαϊκό χώρο, δεν είχε σχηματιστεί η πεποίθηση ότι κάτι τέτοιο θα ήταν εφικτό στο άμεσο

χρονικό διάστημα και δεν είχε υιοθετηθεί το σχέδιο για την ONE από την Κοινότητα (Τσούκαλης, 1998; Lyroudi et al., 1999).

Παρ' όλα αυτά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι γενικά υπήρξαν τρία κύματα Σ&Ε στην Ε.Ε., με τις χώρες που απαρτίζεται σήμερα, πλην της Αγγλίας. Το πρώτο τοποθετείται στο διάστημα 1958 με 1970, όπου και πραγματοποιήθηκαν οι πρώτες κινήσεις για ένωση των ευρωπαϊκών κρατών, καθώς οι ενώσεις που συμφωνήθηκαν σε διάφορες αγορές (άνθρακα, χάλυβα, κτλ.) έδωσαν το έναυσμα για κάτι τέτοιο (European Economy, 1994). Το δεύτερο κύμα Σ&Ε τοποθετείται από το 1986 έως το 1992, που υπήρξε και η συνθήκη του Μάαστριχτ (Σαρρή, 1996). Το τρίτο κύμα θεωρείται ότι άρχισε μετά τα μέσα της δεκαετίας του '90, αφού ο ευρωπαϊκός χώρος παρουσιάζει ένα κύμα Σ&Ε, που αυξάνεται με γεωμετρική πρόοδο στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης και της δημιουργίας της ευρωζώνης, με απώτερο σκοπό από κάθε επιχείρηση την απόκτηση ενός κρίσιμου μεγέθους δραστηριοτήτων στην ευρωπαϊκή αγορά. Χαρακτηριστικό είναι ότι η συνολική αξία των επιχειρηματικών κινήσεων διπλασιάστηκε το 1999 σε σχέση με το 1998 και έφτασε τα 1,2 τρις δολάρια (Μούσης, 2001). Αν και υπήρχε μια καμπή στις Σ&Ε στο τέλος της χιλιετίας, πολλοί ερευνητές θεωρούν ότι δεν τελείωσε το τρίτο κύμα και συνεχίζεται ακόμα. Παρακάτω εξετάζονται ξεχωριστά μερικές χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως προς την εξέλιξη των Σ&Ε που παρατηρήθηκε σε αυτές.

Στη Γερμανία, την μεγαλύτερη αγορά της Ευρώπης και από τις πιο έντονα βιομηχανοποιημένες περιοχές του κόσμου, αν και είχε τα εχέγγυα για περισσότερες δραστηριότητες σε Σ&Ε, αυτό ποτέ δεν έγινε λόγω της ύπαρξης της "Hausbank". Οι διάφορες επιχειρηματικές δραστηριότητες στις οποίες συμμετέχουν ως μέτοχοι οι εμπορικές τράπεζες ελέγχονται από αυτή, ενώ οι τράπεζες ως θεσμικοί επενδυτές συμμετέχουν και παίζουν ενεργό ρόλο στη διαμόρφωση των επιχειρησιακών στρατηγικών. Είναι προφανές ότι σε ένα τέτοιο κλειστό και κρατικά κατευθυνόμενο οικονομικό κύκλωμα και με έντονα στοιχεία συμμετοχής των εργατικών συνδικάτων στις διάφορες αποφάσεις είναι πολύ δύσκολο για διάφορες επιχειρήσεις να πραγματοποιήσουν Σ&Ε (Baskin & Miranti, 1997). Μόνο κατά τα τελευταία έτη παρατηρείται μια εξωστρέφεια των γερμανικών επιχειρήσεων στον ευρωπαϊκό χώρο και σε όλη την υφήλιο γενικότερα (παρά κάποιες εξαιρέσεις του παρελθόντος, βλ. εξαγορά της αγγλικής "Rover" από την "BMW" το 1994, την εξαγορά της αμερικανικής "Chrysler" από την "Mercedes" το 1998, κ.ά.)

Αντίθετα, στην Γαλλία τα πράγματα υπήρξαν εντελώς διαφορετικά, καθώς ένας μεγάλος όγκος Σ&Ε πραγματοποιήθηκε από γαλλικές επιχειρήσεις είτε με

επιχειρήσεις-στόχους στις Η.Π.Α., είτε με επιχειρήσεις-στόχους σε Γερμανία, είτε με μικρότερες επιχειρήσεις-στόχους σε Ισπανία και Ιταλία και σε μικρότερο βαθμό στο Η.Β. Πάντως, πολλές από τις Σ&Ε, επειδή δεν είχαν αποδώσει μακροχρόνια θετικά αποτελέσματα, συχνά έγιναν αιτίες συσσώρευσης αυξανόμενων χρεών και εκτεταμένων ζημιών, ενώ κατέληξαν πολλές επιχειρήσεις-στόχοι που είχαν εξαγοραστεί να ξαναπουληθούν λόγω του μεγάλου χρέους που είχε συσσωρευτεί στις εταιρείες συμμετοχών από την αγορά τους (Karnath, 1993).

Η Ιταλία αποτελεί άλλη μια περίπτωση ευρωπαϊκής χώρας με αναπτυσσόμενη και πρόσφορη αγορά για Σ&Ε, αλλά με κύριο μειονέκτημα το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων ως προς τις λογιστικές και ελεγκτικές διαδικασίες για τέτοιες ενέργειες (Σαρρή, 1996). Επίσης, υπάρχουν σχετικές ελλείψεις ρυθμιστικών μέτρων, που διεκπεραιώνονται με γενικές και κοινές πρακτικές. Δεν έλειψαν μολοταύτα και ιδιαίτερα εντυπωσιακές κινήσεις Σ&Ε που υπήρξαν κατά διαστήματα στο παρελθόν, όπως η εξαγορά της κρατικής εταιρείας τηλεπικοινωνιών “Telecom Italia” από την εταιρεία “Olivetti” (1999).

2.1.4 Ιαπωνία

Από την άλλη πλευρά, η Ιαπωνία, μια χώρα που παρουσιάζει πολλά κοινά σημεία ως προς τον κατευθυνόμενο έλεγχο που υπάρχει στην Γερμανία και τον ασκεί η “Hausbank”, εμφανίζει διαφορές στο ότι στην Ιαπωνία, ο έλεγχος αυτός ασκείται από το “keiretsu”. Το “keiretsu” είναι ένα συμβούλιο εταιρειών, όπου τον κυρίαρχο ρόλο σε αυτό κατέχουν οι ιαπωνικές τράπεζες και συμμετέχουν σε αυτό και διάφορες εταιρείες με τις οποίες υπάρχει σχέση αλληλοτοποθέτησης και κατοχής μεριδίων μετοχών και εταιρικές σχέσεις προμηθευτή-πελάτη. Συνεπώς, οποιαδήποτε ενέργεια κατάληψης μιας εταιρείας που συμμετέχει σε αυτό με εχθρική Σ&Ε από κάποια άλλη είναι σχεδόν αδύνατο, όπως για παράδειγμα η αποτυχημένη προσπάθεια που υπήρξε από τον αμερικανό επενδυτή T.B. Pikens να εξαγοράσει μία από τις κύριες προμηθεύτριες εταιρείες της εταιρείας “Toyota” (Kester, 1991). Εντούτοις, τα τελευταία χρόνια παρατηρείται στην Ιαπωνία μια αλλαγή θέσεων ως προς τις Σ&Ε σε μια προσπάθεια να προσαρμοστούν στο νέο διεθνές περιβάλλον. Αυτό φάνηκε από διάφορες Σ&Ε που έγιναν τα τελευταία χρόνια μεταξύ ιαπωνικών εταιρειών και ήταν συνήθως φιλικές και οριζόντιες Σ&Ε, αλλά και από την εξωστρέφεια σε τοποθετήσεις στο εξωτερικό, όπως το 1991 που η εταιρεία “Toshiba Estate” αύξησε το μερίδιο της στον όμιλο “Rockefeller Group” κατά 416 εκατομ. δολάρια, η εταιρεία “Sony” που εξαγόρασε το μερίδιο του συνεταιρίου της “R.C.A./Columbia” στα home video για 300

εκατομ. δολάρια, η εταιρεία “Mitsui & Co.” με την εταιρεία “Nippon Soda” εξαγόρασε ένα τμήμα μιας εταιρίας ζωικών τροφών της “Monsanto” για 250 εκατομ. δολάρια, κ.ά. (Μητσιόπουλος, 1997).

2.1.5 Ελλάδα

Η ελληνική πραγματικότητα δεν έχει να επιδείξει γενικά εντυπωσιακές Σ&Ε ούτε έχει μια μακρόχρονη ιστορία πάνω σε τέτοιου είδους συναλλαγές. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι η ελληνική οικονομία για τους εξωτερικούς επενδυτές μέχρι το 1980 ήταν μια μικρή αγορά, με μη ανεπτυγμένη κεφαλαιαγορά και μικρό αριθμό εισηγμένων επιχειρήσεων, όπου δεν διεβλεπόταν άμεσα ελπιδοφόρες προοπτικές ανάπτυξης, καθώς και δεν μπορούσε να αποτελέσει “ορμητήριο” για συναλλαγές με άλλες γείτονες βαλκανικές χώρες, εφόσον αρκετές από τις χώρες αυτές δεν είχαν καν υιοθετήσει το καπιταλιστικό σύστημα. Από την άλλη, η μορφή των επιχειρήσεων που κυριαρχούσε στην Ελλάδα, και συνεχίζει και σήμερα σε μεγάλο βαθμό, ήταν οικογενειακές επιχειρήσεις μικρού μεγέθους σε σχέση με τα ευρωπαϊκά δεδομένα που δεν προσέλκυαν συχνά το ενδιαφέρον ξένων επενδυτών, οι περισσότερες εκ των σημαντικότερων από αυτές δεν ήταν καν εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Επιπρόσθετα, το κύμα αποκρατικοποιήσεων που ξεκίνησε μέσα στην δεκαετία του ’80 στην Ευρώπη και οδήγησε πολλές επιχειρήσεις στην ιδιωτικοποίηση, δεν πραγματοποιήθηκε καθόλου στην Ελλάδα την συγκεκριμένη δεκαετία, λόγω παραμονής στην εξουσία του κυρίαρχου ελληνικού σοσιαλιστικού κόμματος κατά το μεγαλύτερο μέρος της διάρκειας αυτής, που κάτι τέτοιο ήταν αντίθετο με τις αρχές του πρέσβευε (Papandreou, 1958; 1974).

Οι όποιες περιπτώσεις Σ&Ε που είχαν παρατηρηθεί έως και τη δεκαετία του ’80, οφειλόταν κύρια στο ότι πολλοί έλληνες επιχειρηματίες ήθελαν να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους, πουλώντας την επιχείρησή τους σε κάποιον άλλο, συνήθως μια πολυεθνική εταιρεία του εξωτερικού που ήθελε να εισέλθει στην ελληνική αγορά και τους έκανε μια δελεαστική προσφορά. Τέτοια παραδείγματα ήταν η εξαγορά της σοκολατοβιομηχανίας “Παυλίδης” από την ελβετική “Jacobs Suchard AG” (1988), που τελικά εξαγοράστηκε από την εταιρεία “Kraft Foods Inc.” (1991), της εταιρείας “Παπαγάλος Λουμίδης” από την ελβετική εταιρεία “Nestle” (1987), της εταιρείας ελαιουργικών επιχειρήσεων “Ελαΐς” από την εταιρεία “Unilever” (1982), της εταιρείας παραγωγής αμύλου “Βιαμύλ” από την βελγική εταιρεία “Amulym” (1981), που τελικά εξαγοράστηκε από την αγγλική εταιρεία “Tate & Lyle PLC”(1988), κλπ.

Οι περιπτώσεις Σ&Ε, που παρατηρούνται κατά το μεγαλύτερο ποσοστό τους τις τελευταίες δύο δεκαετίες στην ελληνική επικράτεια, με την ένταξη της Ελλάδας στην ευρωζώνη και την οικονομική ανάπτυξη των γειτονικών βαλκανικών κρατών, συνδέθηκαν με συγκεκριμένους λόγους, αιτίες και προοπτικές.

Αναλυτικότερα, πολλές εξαγορές προέκυψαν καθώς διάφορες αλλαγές που έγιναν στην νομοθεσία ανάγκασαν τις επιχειρήσεις επηρεαζόμενων κλάδων από αυτήν να κάνουν κάτι τέτοιο, όπως για παράδειγμα οι εισηγμένες κατασκευαστικές εταιρίες, που προκειμένου να αναλάβουν ολυμπιακά έργα για την Ολυμπιάδα του 2004, έπρεπε να έχουν να επιδείξουν υψηλά επίπεδα κεφαλαιοποίησης για να πιστοποιηθεί και η πιστοληπτική και η κατασκευαστική τους ικανότητα με ανάλογες άδειες-κατηγορίες. Έτσι και έγιναν αρκετές Σ&Ε στο κατασκευαστικό κλάδο με αποκλειστικό κίνητρο την απόκτηση κρίσιμου μεγέθους για την λήψη σχετικής άδειας, ενώ πολλές από αυτές με αφορμή το γεγονός αυτό εκδήλωσαν την εξωστρέφειά τους εξαγοράζοντας άλλες τεχνικές εταιρίες στα Βαλκάνια (βλ. σχετικά Ελληνική Τεχνοδομική με Άκτωρ, J&P με Άβαξ, Θεμελιοδομή, Μηχανική, κ.ά.) (Deloitte & Touche, 2002).

Επίσης, κατά την διάρκεια της περιόδου άνθισης του χρηματιστηρίου, οι αντίστροφες συγχωνεύσεις αποτέλεσαν δημοφιλή μέθοδο για να εξασφαλιστεί η εισαγωγή μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο. Η τεχνική αυτή Σ&Ε προέβλεπε την εξαγορά μιας εισηγμένης εταιρίας με σκοπό αυτή να αποτελέσει όχημα σε μια μη εισηγμένη εταιρία, που ήταν η εξαγοράζουσα εταιρεία, για την εισαγωγή της στην χρηματιστηριακή αγορά, μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής Σ&Ε. Με τον τρόπο αυτό, η εταιρεία “Telesis Χρηματιστηριακή” εξαγόρασε την εταιρεία “Δωρική Επενδυτική Τράπεζα” αποκτώντας τόσο την τραπεζική της άδεια όσο και την θέση της στο χρηματιστήριο, ενώ τελικά μετονομάστηκε σε “Telesis Επενδυτική Τράπεζα” (Μάιος 1999). Άλλο τέτοιο παράδειγμα είναι η συγχώνευση της εταιρίας “Πλαστικά Μακεδονίας” του ομίλου Πετζετάκη με την “L.P.C. Hellas” που ανήκει στον όμιλο Βαρδινογιάννη. Μετά την ολοκλήρωση της σχετικής διαδικασίας (Νοέμβριος 2001), έγινε απόσχιση του κλάδου των πλαστικών ειδών που απέκτησε εκ νέου ξεχωριστή νομική μορφή (Δεκέμβριος 2001), όπως είχε πριν από τη συγχώνευση. Μόνο που τώρα πλέον έτσι, είχε βγει η μετοχή της εταιρείας “Πλαστικά Μακεδονίας” από διαπραγμάτευση από τη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ ταυτόχρονα μπήκε σε αυτή μια νεοσύστατη εταιρεία, η “L.P.C. Hellas”, που διαφορετικά προφανώς δεν θα είχε κανένα δικαίωμα για κάτι τέτοιο (Ανδρικοπούλου, 2002).

Ακόμα, σε μια προσπάθεια συγκέντρωσης του τραπεζικού κλάδου έγιναν διάφορες επιχειρηματικές κινήσεις, με κύριους πρωταγωνιστές των εξελίξεων

την “Τράπεζα Πειραιώς”, την τράπεζα “Eurobank”, την “Εθνική Τράπεζα”, την “Alpha Bank” και πρόσφατα, την τραπεζική εταιρεία συμμετοχών “Marfin”. Η τράπεζα “Eurobank”, που δημιουργήθηκε αρχικά από την εξαγορά και μετονομασία της τράπεζας “Interbank” από την “Consolidated Eurofinance Holdings” σε τράπεζα “Eurobank” (Ιούλιος 1996), εξαγόρασε στη συνέχεια την “Τράπεζα Κρήτης” (Ιούνιος 1998), την “Τράπεζα Αθηνών” (Δεκέμβριος 1998), την “Επενδυτική Τράπεζα Telesis” (Μάρτιος 2001), ενώ απέκτησε και τον έλεγχο της “Τράπεζας Εργασίας” (Αύγουστος 1999), με την οποία συγχωνεύτηκε στη συνέχεια. Η “Τράπεζα Πειραιώς” εξαγόρασε τα καταστήματα της τράπεζας “Chase Manhattan Bank” στην Ελλάδα (Νοέμβριος 1997), την “Τράπεζα Μακεδονίας-Θράκης” (Απρίλιος 1998), τα καταστήματα της τράπεζας “National Westminster Bank” και της τράπεζας “Credit Lyonnais” (Σεπτέμβριος 1998), την “Τράπεζα Χίου” (Νοέμβριος 1998), την “ΕΤΒΑbank” από την ελληνική κυβέρνηση (Οκτώβριος 2001), τα καταστήματα της βουλγαρικής τράπεζας “Eurobank” (Φεβρουάριος 2005), ενώ το 2005, έκανε και την εξαγορά της σερβικής τράπεζας “Atlas Bank” και της αιγυπτιακής τράπεζας “Egyptian Commercial Bank”. Επίσης, η “Εθνική Τράπεζα” συγχωνεύτηκε με την “Εθνική Κτηματική Τράπεζα” τον Αύγουστο του 1997, ενώ η “Alpha Bank” τον Μάρτιο του 1999 αναδεικνύεται νικήτρια σε δημοπρασία για την πώληση του πλειοψηφικού πακέτου της “Ιονικής Τράπεζας”. Τέλος, η “Marfin Financial Group”, που η αρχική εταιρεία του ομίλου ιδρύθηκε μόλις το 1998, εξαγόρασε την “Piraeus Prime Bank” (2001), την “Investment Bank of Greece” (2003), και απέκτησε σημαντικό στρατηγικό μερίδιο στο μετοχικό κεφάλαιο της “Εγνατίας Τράπεζας” (2005) και της “Λαϊκής Τράπεζας” (2006).

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον από τα παραπάνω παρουσιάζει η εξαγορά της “Τράπεζας Εργασίας” από την τράπεζα “Eurobank”. Εάν και υπήρχε ενδιαφέρον για αυτή τόσο από την “Alpha Bank”, όσο και από την “Τράπεζα Πειραιώς”, η τράπεζα “Eurobank”, συμφερόντων του ομίλου Λάτση, κατάφερε με εμπιστευτικές διαπραγματεύσεις με έναν από τους μεγαλομετόχους της “Τράπεζας Εργασίας” να έρθει σε συνεννόηση και να συμφωνήσει μαζί του την εξαγορά του πακέτου μετοχών του. Παράλληλα, αγόραζε μετοχές μέσω του χρηματιστηρίου, αλλά λίγα τεμάχια σε κάθε συναλλαγή. Έτσι, όταν πλέον έκανε δημόσια προσφορά για να αποκτήσει τον έλεγχο της τράπεζας η διοίκηση της εταιρεία-στόχου δεν μπορούσε να κάνει πολλά για να αντιδράσει, καθώς ήρθε προ τετελεσμένων γεγονότων.

Ως μέθοδος, η παραπάνω τακτική αυτή έμοιαζε κατά πολύ με τις κινήσεις που έκανε η εταιρεία συμμετοχών “Δέλτα” για να εξαγοράσει την εταιρεία

“Goody’s”. Μόνο που η εταιρεία “Δέλτα” αγόραζε μόνο μικρά πακέτα μετοχών μέσω χρηματιστηρίου, ενώ υπήρχε και μεγάλη διασπορά μετοχών. Όταν τελικά έκανε την επιθετική προσφορά εξαγοράς της εταιρείας ήταν σε ιδιαίτερα πλεονεκτική θέση, έχοντας ένα ιδιαίτερο σημαντικό ποσοστό μετοχών, το οποίο το μεγαλύτερο ποσοστό του το απέκτησε τις τελευταίες ημέρες πριν τη δημόσια προσφορά. Δεδομένου ότι όσοι είχαν μετοχικό κεφάλαιο κάτω του 5% τότε δεν ήταν υποχρεωτικό να κοινοποιούν την ταυτότητά τους στις χρηματιστηριακές αρχές, καλύφθηκε αρχικά για την πρώτη της τοποθέτηση, ενώ στην συνέχεια όταν έγινε γνωστό τι συμβαίνει, από εκεί και πέρα ήταν πλέον εύκολη υπόθεση για την εταιρεία “Δέλτα” η ολοκλήρωση της εξαγοράς της εταιρείας “Goody’s” (2001-2002).

2.2 Αίτια που προκάλεσαν κύματα Σ&Ε

Παρά το γεγονός ότι υπήρξαν κατά το παρελθόν πολλές εμπειρικές και θεωρητικές έρευνες για τα κίνητρα των Σ&Ε, έρευνες επάνω στο ερώτημα γιατί οι Σ&Ε εμφανίζονται κατά κύματα υπήρξαν σχετικά λίγες σε αριθμό και χωρίς ιδιαίτερα κοινή αποδοχή. Στα πλαίσια διάφορων μελετών που έγιναν, όπου η οικονομική θεωρία χρησιμοποιήθηκε για να συνδεθεί η δραστηριότητα Σ&Ε με διάφορους οικονομικούς παράγοντες, υπήρξαν πολλές πιθανές εξηγήσεις. Ο Trautwein (1990), που ερεύνησε πολλές διαφορετικές έρευνες και προσεγγίσεις για Σ&Ε, υποστήριξε ότι καμία προσέγγιση δεν μπόρεσε να καταλήξει σε μια μοναδική εξήγηση των κινήτρων για Σ&Ε. Πολλές δε από τις έρευνες που έγιναν κατά τη διάρκεια του προηγούμενου αιώνα έδωσαν διαφορετικές ερμηνείες στο φαινόμενο γιατί οι Σ&Ε εμφανίζονται κατά κύματα, σύμφωνα με τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν, αλλά δεν κατάφεραν να παρέχουν μια γενική επιχειρηματολογία που να εφαρμόζεται σε άλλα δεδομένα ή κύματα Σ&Ε, πέρα από αυτά που χρησιμοποίησαν για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, σε μια συγκεκριμένη κεφαλαιαγορά και με ένα καθορισμένο δείγμα προς μελέτη. Εντούτοις, είναι αλήθεια ότι τα διάφορα κύματα Σ&Ε που εμφανίστηκαν επιδράσανε αναμφισβήτητα, σε μικρό ή σε μεγάλο βαθμό, τη συμπεριφορά και την επίδοση των επιχειρήσεων. Παρακάτω παραθέτουμε διάφορες εξηγήσεις που δόθηκαν διαχρονικά γιατί οι Σ&Ε εμφανίζονται κατά κύματα σε μια οικονομία.

Η θεωρία που πρότεινε ο Gort το 1969, η θεωρία οικονομικής διατάραξης “the economic disturbance theory” (1969), υποστηρίζει ότι οι μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες έχουν διαφορετικό αποτέλεσμα στις απόψεις των διαφόρων ενδιαφερόμενων μερών που συμμετέχουν σε μια επιχείρηση για την αξία

της επιχείρησης αυτής. Επιπρόσθετα, ο Gort (1969) υποστήριξε ότι οι Σ&Ε είναι πιο πιθανό να εμφανιστούν σε γενικές ανόδους των τιμών της χρηματιστηριακής αγοράς, παρά σε περιόδους με μειώσεις των τιμών. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, κύρια υπόθεση είναι ότι οι μέτοχοι και η διοίκηση της επιχείρησης βασίζουν τις τρέχουσες αξιολογήσεις των μετοχών της επιχείρησής τους στο πρόσφατο παρελθόν, αλλά οι μη-μέτοχοι όχι (Mueller, 1977). Αυτή η διαφορετική θεώρηση έχει ως αποτέλεσμα να αυξάνονται σε μία περίοδο τα επίπεδα δραστηριότητας Σ&Ε.

Επίσης, διάφορα βιβλία και μελέτες με αντικείμενο τη χρηματοοικονομική διοίκηση θεωρούν την αύξηση του χρηματιστηρίου ως θετικό σημάδι για την οικονομία μιας χώρας. Παράλληλα, αυτή η άνοδος του χρηματιστηρίου διευκολύνει τα διάφορα επιχειρηματικά σχέδια για δραστηριότητες Σ&Ε (αντλώντας κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά είτε με την έκδοση νέων μετοχών, είτε εκδίδοντας ομολογιακά δάνεια, κτλ.). Εάν συνδυάσουμε αυτά τα δύο δεδομένα μεταξύ τους, τότε το αποτέλεσμα που προκύπτει μας εξηγεί πάλι γιατί προκύπτουν αυξημένα επίπεδα δραστηριότητας Σ&Ε σε περιόδους άνθισης μιας ανεπτυγμένης κεφαλαιαγοράς (McCarthy, 1963; Beman, 1973; Steiner, 1975; Kumar, 1977; Salter & Weinhold, 1979, 1982; Bradley & Korn, 1981).

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που καθορίζει το επίπεδο δραστηριότητας Σ&Ε είναι η διοικητική θεωρία (“the managerial theory”). Σύμφωνα με αυτή, υπάρχει ένα “κυκλικό” σχέδιο των δραστηριοτήτων Σ&Ε. Σε μια άνοδο του χρηματιστηρίου, τα εταιρικά κέρδη και οι χρηματορροές αυξάνονται. Έτσι, εάν δεν υπάρχει καμία ιδιαίτερα σημαντική ευκαιρία για αύξηση μεγεθών μέσα από εσωτερική επέκταση των δραστηριοτήτων, αυτό που πλέον μόνο απομένει ως εναλλακτική λύση για τη διοίκηση είναι είτε να καταβληθούν υψηλότερες πληρωμές μερισμάτων είτε να επιλεγεί η αύξηση μεγεθών μέσω εξωτερικής επέκτασης (δηλ. Σ&Ε). Για αυτόν τον λόγο, δεν είναι εκπληκτικό ότι πολλές επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια περιόδων επιχειρηματικής τους ευημερίας έκαναν επενδύσεις με Σ&Ε (Salter and Weinhold, 1978).

Οι Mitchell and Mulherin (1996) σε μια σύγχρονη μελέτη τους εξέτασαν γιατί οι Σ&Ε εμφανίζονται καταρχήν, σε κύματα, και αφετέρου, γιατί μέσα σε ένα κύμα, οι Σ&Ε συγκεντρώνονται έντονα σε ένα βιομηχανικό κλάδο. Υποστήριξαν ότι υπάρχουν ιδιαίτερες διαφορές μεταξύ των επιπέδων δραστηριότητας Σ&Ε σε διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους, και αυτές οι συνθήκες είναι αποτέλεσμα δραματικών αλλαγών (σοκ) σε ένα βιομηχανικό κλάδο από αλλαγές στις οικονομικές, νομικές και θεσμικές συνθήκες του κλάδου της. Οι Mitchell and Mulherin (1996) διαπίστωσαν ότι τα σοκ αυτά προκαλούνται από

υπέρμετρη αύξηση πωλήσεων, ενώ κύρια συνδέθηκαν με αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο του κλάδου, που θεωρήθηκαν ως ο πιο σημαντικός παράγοντας αποσταθεροποίησης της εκάστοτε βιομηχανίας. Επίσης, υποστήριξαν ότι οι διάφοροι βιομηχανικοί κλάδοι τείνουν είτε να αναδιαρθρώνονται είτε να παραμένουν παγιωμένοι σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους, οι οποίες είναι δύσκολο να προβλεφθούν. Αλλά, αν και οι ερευνητές αυτοί βρήκαν ικανοποιητικές ερμηνείες για τις δραστηριότητες Σ&Ε κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 στις διάφορες βιομηχανίες, η μελέτη τους δεν έχει εφαρμογή ούτε μας δίνει ικανοποιητικά αποτελέσματα για δραστηριότητες Σ&Ε στη δεκαετία του '60 και τη δεκαετία του '70.

Οι Bikchandani et al. (1992) παρέχουν μια άλλη πιθανή εξήγηση γιατί οι Σ&Ε εμφανίζονται σε κύματα και με συγκέντρωση ανά βιομηχανία. Υποστηρίζουν ότι οι Σ&Ε είναι αποτέλεσμα διοχέτευσης πληροφοριών ("information cascades"). Η βασική ιδέα στη μελέτη τους είναι ότι μια πράξη από κάποιον (στην περίπτωση μας, μια δραστηριότητα Σ&Ε σε μια βιομηχανία) ενημερώνει τους υπόλοιπους εμπλεκόμενους σε παρόμοιες περιστάσεις για την πιθανή αποδοτικότητα παρόμοιων ενεργειών (σε αυτήν την περίπτωση, άλλες συγχωνεύσεις από άλλες επιχειρήσεις της ίδιας βιομηχανίας). Ως εκ τούτου, η πιθανότητα άλλων Σ&Ε να εμφανιστούν στην ίδια βιομηχανία αυξάνεται σημαντικά, εάν υπάρχει ένα πρώτο και αρχικό συμβάν δραστηριότητας Σ&Ε στην βιομηχανία αυτή. Το κύριο μειονέκτημα της μελέτης τους είναι ότι δεν παρέχουν μια σαφή εξήγηση στο σημαντικό ερώτημα της αιτίας που προκαλεί την αρχική πράξη Σ&Ε σε μια βιομηχανία.

Πιο πρόσφατες μελέτες σχετικά με τις αμοιβές ανωτέρων διοικητικών στελεχών και τις αποφάσεις τους για Σ&Ε επιβεβαιώνουν την άποψη ότι οι αμοιβές των διοικητικών στελεχών των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων επηρεάζουν τις όποιες αποφάσεις λαμβάνονται για Σ&Ε. Οι Hall & Liebman (1998) βρήκαν μια αξιοπρόσεκτη επίδραση των αμοιβών σε μετοχές σε ανώτερα διευθυντικά στελέχη ("Chief Executive Officers – CEOs") στις Η.Π.Α. Στη μελέτη τους, από το 1980 ως το 1994, η μέση ετήσια απολαβή για αγορές μετοχών με option των CEOs αυξήθηκε σχεδόν κατά επτά φορές. Τα συνδυασμένα αποτελέσματα των Hall and Liebman (1998, 2000) με αυτό της μελέτης των Holderness et al. (1999) προτείνουν ότι η ιδιοκτησία μετοχών από διευθυντικά στελέχη είναι ιδιαίτερα υψηλή τα τελευταία έτη σε σχέση με το μεγαλύτερο μέρος του προηγούμενου αιώνα. Εάν συνδυάσουμε όλα τα παραπάνω, οι αμοιβές των ανώτερων διοικητικών στελεχών κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών βρέθηκε ότι συσχετίζονται θετικά με χαμηλότερες και λιγότερο ελκυστικές προσφορές για

Σ&Ε από τρίτους και συμβαδίζουν με μια επιτυχημένη επιχειρησιακή στρατηγική προς όφελος των μετόχων (Datta et al., 2001).

Συνοψίζοντας, ο σχηματισμός των κυμάτων Σ&Ε οφείλεται σε διάφορους ιδιαίτερους λόγους, τους οποίους τους σημαντικότερους αναφέραμε εν συντομία ως άνω. Ο Kaplan (2000) σε μια συλλογή μελετών περιπτώσεων Σ&Ε όπου υπήρξε εις βάθος ανάλυση, κατέληξε στο ότι "...ένα γενικό συμπέρασμα προκύπτει από αυτές τις μελέτες: είναι εντυπωσιακό ότι οι περισσότερες από τις Σ&Ε συνδέθηκαν με τεχνολογικά ή ρυθμιστικά (από τις αλλαγές στην εκάστοτε νομοθεσία) σοκ." Κατά συνέπεια, τα κύματα Σ&Ε πρέπει να θεωρούνται εν μέρει ως το απλό αποτέλεσμα ενός ακανόνιστου συνδυασμού ιδιαίτερων οικονομικών, τεχνολογικών και νομικών συνθηκών, που κάνουν τη δραστηριότητα αυτού του είδους πιο ελκυστική σε ορισμένες επιχειρήσεις για μια ορισμένη χρονική περίοδο.

2.3 Αξιολόγηση επιδράσεων των κυμάτων Σ&Ε

Στην ενότητα αυτή γίνεται μια προσπάθεια για περαιτέρω διερεύνηση και ανάλυση της παραπάνω βιβλιογραφικής και ιστορικής ανάλυσης του φαινομένου των Σ&Ε σε κύματα (merger waves), σχετικά με την επίδρασή τους σε μερικά βασικά και σύγχρονα ζητήματα της επιχειρησιακής στρατηγικής και συμπεριφοράς. Τα ζητήματα αυτά, που επηρεάστηκαν από τα κύματα Σ&Ε διαχρονικά και θα αναλύσουμε στη συνέχεια, είναι: (i) η εταιρική διακυβέρνηση, (ii) η αξιολόγηση της επιχειρησιακής επίδοσης, και (iii) η κυβερνητική πολιτική και η αντιμονοπωλιακή νομοθεσία.

2.3.1 Στην εταιρική διακυβέρνηση

Το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης, όπου οι προσδοκίες, οι στόχοι και οι προσωπικές φιλοδοξίες των διοικητικών στελεχών συχνά τείνουν να αποκλίνουν από αυτά των μετόχων που εκπροσωπούν, ως έννοια δεν είναι κάτι καινούριο. Ήδη από τη δεκαετία του '30, σε διάφορες περιπτώσεις επιχειρήσεων και όπου τα οικονομικά κίνητρα αμοιβών για τα στελέχη ελαττωνόταν, ενώ το μέγεθος της επιχείρησης όπου εργαζόταν αυξανόταν, οι μέτοχοι της γινόταν μάρτυρες μιας μη ορθολογικής διαχείρισης της επένδυσής τους. Αξιοπρόσεχτο δε είναι ότι στις αρχές του εικοστού αιώνα μόνο ελάχιστες επενδυτικές εταιρείες, όπως η J.P. Morgan, αντιδρούσαν στις ατυχείς επιλογές του μανάτζμεντ μιας επιχείρησης όπου είχαν επενδύσει κεφάλαια.

Το πιο αξιοπρόσεχτο επίσης σε αυτή την κατάσταση και ένα από τα μεγαλύτερα σφάλματα σε επιχειρησιακό επίπεδο διαχρονικά ήταν οι επιλογές των ανώτατων μάνατζερ τότε να χρηματοδοτήσουν από τα κέρδη υγιών κλάδων των επιχειρήσεων που διοικούσαν ζημιογόνους και προβληματικούς κλάδους για ιδίο όφελος τους, αντί να μοιράσουν τα κέρδη στους μετόχους τους με μερίσματα (Jensen, 1993). Η ύπαρξη τέτοιων φαινομένων μεγέθυνσης επιχειρήσεων και προαγωγής “καμουφλαρισμένου σοσιαλισμού” (Sudarsanam, 2003) ανάμεσα στα διάφορα τμήματά των επιχειρήσεων, αναμφίβολα, ώθησε πολλούς μάνατζερ κλάδων επιχειρήσεων να αναλώνονται σε αποτυχημένες επιχειρηματικές δραστηριότητες και να διεκδικούν περισσότερες αμοιβές για αυτές τις προσπάθειες (Scharfstein & Stein, 2000; Milgrom & Roberts, 1990). Ο Jensen (1993) υποστήριξε ότι αυτή η λανθάνουσα εφαρμογή εταιρικής διακυβέρνησης οδήγησε τελικά τις κεφαλαιαγορές να αντιδράσουν στην αδικαιολόγητη διασπάθιση κεφαλαίων, αν και αρκετά αργότερα, το 1970. Η αντίδραση εκφράστηκε με τη συναίνεση των μετόχων σε Σ&Ε που απέβλεπαν και σε αλλαγή αναποτελεσματικών διοικητικών ομάδων στελεχών, με ταυτόχρονη καλύτερη εξασφάλιση των συμφερόντων τους και ενίσχυση των μηχανισμών ελέγχου της εταιρικής διακυβέρνησης στην επιχείρηση που είχαν επενδύσει (Scherer, 1988). Η τελική έκβαση αυτών των διεργασιών ήταν η καθιέρωση πιο αυστηρών νόμων για ενέργειες Σ&Ε, γιατί εάν και ξεκίνησαν οι Σ&Ε ως διέξοδος στα προβλήματα των μετόχων σε μια δύσκολη κατάσταση, κατέληξαν στη δεκαετία του '90 να δημιουργούν νέα προβλήματα και να μην εξυπηρετούν άλλο τα συμφέροντα των μετόχων ορθολογικά (Andrade et al., 2001).

Στην περίοδο που ακολούθησε, από το 2000 μέχρι σήμερα, οι περαιτέρω αλλαγές και η βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης έγιναν με σκοπό ο ορθολογισμός στις δραστηριότητες Σ&Ε να επικρατήσει. Το πρόβλημα που υπάρχει πλέον δεν είναι τόσο η διαφάνεια που θα υπάρχει στις διάφορες εταιρικές υποθέσεις στις διάφορες ελεύθερες αγορές, αλλά ο βαθμός αυτής και η ρυθμιστική δομή που θα κυριαρχήσει για να προστατεύσει τους επενδυτές από ανικανότητα ή μη τιμιότητα των διοικητικών στελεχών. Το ζήτημα αυτό πλέον αποτελεί τη μεγαλύτερη πρόκληση στη θεματολογία της εταιρικής διακυβέρνησης για πολλές ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, και ιδιαίτερα τις αγγλο-αμερικανικές. Αφού πλέον, δεν τίθεται ζήτημα εάν πρέπει να εφαρμόζεται έλεγχος για εταιρική διακυβέρνηση από τις εποπτικές αρχές, αλλά τίθεται άμεσα το ζήτημα του θέματος μέχρι ποιο βαθμό πρέπει να εκτείνεται ο έλεγχος αυτός.