

Brigham, Ehrhardt & Fox

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ  
ΔΙΟΙΚΗΣΗ**

**ΑΠΟ ΤΗ ΘΕΩΡΙΑ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ**



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 20

## Συγχωνεύσεις και Εταιρικός Έλεγχος



# Θέματα Κεφαλαίου

- Είδη συγχωνεύσεων
- Ανάλυση των συγχωνεύσεων sis
- Ο ρόλος των επενδυτικών τραπεζών
- Εκποιήσεις και Εταιρίες Χαρτοφυλακίου

# Βασική Οικονομική Αιτιολόγηση των Συγχωνεύσεων

- **Συνέργειες:** Η αξία του συνόλου υπερβαίνει το άθροισμα των μερών. μπορούν να προκύψουν από πέντε πηγές:
  - Μειώσεις του λειτουργικού κόστους
  - Χρηματοοικονομικές οικονομίες
  - Αυξημένη αποτελεσματικότητα σε διοικητικό επίπεδο
  - Φορολογικές επιπτώσεις, (χρησιμοποίηση σωρευτικών ζημιών)
  - Αξία Διάσπασης: τα στοιχεία του ενεργητικού της εταιρίας αξίζουν περισσότερο αν διασπαστούν και πουληθούν ξεχωριστά σε άλλες εταιρίες

# Ορισμένοι Αμφιλεγόμενοι Λόγοι για τις Συγχωνεύσεις

- Διαφοροποίηση
- Αγορά περιουσιακών στοιχείων κάτω του κόστους αντικατάστασης
- Εξαγορά άλλων εταιριών για την αύξηση του μεγέθους καθιστώντας έτσι την εξαγορά της συγκεκριμένης πιο δύσκολη.

# Οι Πέντε Μεγαλύτερες Ολοκληρωμένες Συγχωνεύσεις Five (μέχρι τον Δεκέμβριο του 2011)

ΕΞΑΓΟΡΑΖΩΝ	ΣΤΟΧΟΣ	ΑΞΙΑ (δισ.)
Vodafone AirTouch	Mannesman	\$161
Pfizer	Warner-Lambert	116
America Online	Time Warner	106
RFS Holdings	ABN-AMRO Holding	99
Exxon	Mobil	81

# Φιλικές Συγχωνεύσεις έναντι Εχθρικών

## ■ Φιλική συγχώνευση:

- Η συγχώνευση υποστηρίζεται από τις διοικήσεις και των δύο εταιριών.

## ■ Εχθρική συγχώνευση:

- Η διοίκηση της εταιρίας-στόχου ανθίσταται στην συγχώνευση.
- Η εξαγοράζουσα εταιρία θα προβεί σε μια άμεση δημόσια προσφορά προς τους μετόχους της εταιρίας-στόχου επιχειρώντας να αποκτήσει το 51% των μετοχών του στόχου.
- Συχνά οι εξαγορές που ξεκινούν ως εχθρικές, καταλήγουν σε φιλικές με την αύξηση της προσφερόμενης τιμής.

# Λόγοι για τους οποίους οι Εταιρικές Συμμαχίες έχουν Περισσότερο Νόημα από τις Συγχωνεύσεις

- Πρόσβαση σε νέες αγορές και τεχνολογίες
- Κατανομή κινδύνων και εξόδων σε περισσότερα μέλη
- Αρμονική συνεργασία μεταξύ ανταγωνιστών
- Οι αντιμονοπωλιακή νομοθεσία μπορεί να προστατεύσει τις συνεργατικές δραστηριότητες έρευνας και ανάπτυξης (R&D)



# Προσωπικά Κίνητρα των Διευθυντικών Στελεχών - Αντιπροσώπηση

- Έχει παρατηρηθεί ότι οι μισθοί των στελεχών έχουν υψηλή συσχέτιση με το μέγεθος της εταιρίας: όσο μεγαλύτερη η εταιρία τόσο υψηλότεροι και οι μισθοί των ανώτατων στελεχών.
- Σε αρκετές περιπτώσεις συγχωνεύσεων, ορισμένα από τα διευθυντικά στελέχη των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων χάνουν την δουλειά τους ή τουλάχιστον την αυτονομία τους. Ως εκ τούτου, τα διευθυντικά στελέχη που κατέχουν λιγότερο του 51% των μετοχών της εταιρίας τους αναζητούν τρόπους μείωσης της πιθανότητας εξαγοράς της.

# Είδη Συγχωνεύσεων

- Η **οριζόντια συγχώνευση** λαμβάνει χώρα όταν μια εταιρία συνδυάζεται με μία άλλη που ασκεί την ίδια δραστηριότητα.
- Ως παράδειγμα της **κάθετης συγχώνευσης** μπορεί να αναφερθεί η εξαγορά μιας βιομηχανίας χάλυβα και ενός από τους προμηθευτές της, π.χ., εξαγορά από μια εταιρία εξόρυξης πετρελαίου μίας μονάδας πετροχημικών που χρησιμοποιεί το πετρέλαιο ως πρώτη ύλη.
- Ο όρος «συσχέτιση» σημαίνει «συγγενικές» στην πράξη ή στη φύση των δραστηριοτήτων; ως εκ τούτου η **συσχετισμένη συγχώνευση** αφορά επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, απευθύνονται στους ίδιους πελάτες, αλλά δεν παράγουν το ίδιο προϊόν ή υπηρεσία.
- Η **ασυσχέτιστη ή ετερογενής συγχώνευση** είναι εκείνη που συνδυάζει επιχειρήσεις οι οποίες δεν ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

# Φιλικές Συγχωνεύσεις έναντι Εχθρικών

- Η εταιρία που επιδιώκει την εξαγορά μίας άλλης καλείται η **εξαγοράζουσα εταιρία** (*acquiring firm*) και η εταιρία προς εξαγορά καλείται **εταιρία - στόχος** (*target company*) ή απλά **στόχος** (*target*).
- Η εξαγοράζουσα εταιρία πρέπει (1) να καθορίσει μια κατάλληλη τιμή ή ένα εύρος τιμών και (2) να αποφασίσει για τους όρους της πληρωμής: θα προσφερθούν χρήματα, ίδιες μετοχές, ομόλογα ή κάποιος συνδυασμός των παραπάνω;

# Φιλικές Συγχωνεύσεις έναντι Εχθρικών

- Συχνά όμως, η διοίκηση της εταιρίας-στόχου ανθίσταται στην συγχώνευση.
- Σε μια εχθρική εξαγορά, η εξαγοράζουσα εταιρία θα προβεί πάλι σε μια **δημόσια προσφορά** (*tender offer*) και θα ρωτήσει ξανά τους μετόχους της εταιρίας-στόχου αν θέλουν να προσφέρουν τις μετοχές τους στην προσφερόμενη τιμή.
- Η διοίκηση της εταιρίας-στόχου θα προτείνει τους μετόχους της να μη σπεύσουν να προσφέρουν τις μετοχές τους, δηλώνοντας εντελώς γενικά ότι η προσφερόμενη τιμή (χρήματα, μετοχές της εξαγοράζουσας εταιρίας ή ομόλογα) είναι πολύ χαμηλή.

# Αποτίμηση Εταιριών - Στόχων

- Ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους (FCFE):
- $FCFE = \text{Ελεύθερες ταμιακές ροές} - \text{Τόκοι} + \text{φορολογική ασπίδα τόκων} + \text{καθαρή αύξηση χρέους}$

Με δεδομένες τις προβλέψεις του FCFE, η αξία των ιδίων κεφαλαίων από τις λειτουργίες της εταιρίας θα είναι:

$$V_{FCFE} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t}$$

# Φορολογία και Δόμηση της Δημόσιας Προσφοράς για Εξαγορά

- Η πληρωμή που οφείλεται από την εξαγοράζουσα εταιρία μπορεί να γίνει με την μορφή μετρητών, μετοχών της εξαγοράζουσας, τίτλων χρέους της εξαγοράζουσας ή κάποιος συνδυασμός των παραπάνω. Η δομή της προσφοράς επηρεάζει
  - (1) την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας που θα προκύψει μετά τη συγχώνευση,
  - (2) τον φορολογικό χειρισμό της εξαγοράζουσας εταιρίας και των μετόχων του στόχου,
  - (3) την ικανότητα των μετόχων του στόχου να επωφεληθούν από τα μελλοντικά κέρδη που θα προκύψουν από τη συγχώνευση, και
  - (4) τα είδη και τη μορφή των κανονισμών και διατάξεων με τις οποίες πρέπει να συμμορφωθεί η εξαγοράζουσα εταιρία.

# Ο Ρόλος των Επενδυτικών Τραπεζών

- Διευθέτηση των Συγχωνεύσεων
- Ανάπτυξη Αμυντικών Τακτικών :
  - (1) μεταβολή των καταστατικών ώστε το 1/3 των μελών του ΔΣ να εναλλάσσεται κάθε ένα χρόνο ή να απαιτείται η αυξημένη πλειοψηφία του 75% για την αποδοχή μιας συγχώνευσης – υπερ-πλειοψηφικές διατάξεις - αντί της απλής πλειοψηφίας του 51%,
  - (2) προσπάθειες να πειστούν οι μέτοχοι του στόχου ότι το τίμημα δεν είναι δίκαιο
  - (3) έγερση θεμάτων κατάχρησης μονοπωλιακής θέσης με την ελπίδα ότι θα παρέμβει το Υπουργείο Δικαιοσύνης,
  - (4) επαναγορά ιδίων μετοχών στην ανοιχτή αγορά σε μια προσπάθεια αύξησης της τιμής την μετοχής πέρα από εκείνη που προσφέρει ο πιθανός αγοραστής,
  - (5) εύρεση ενός **Λευκού ιππότη** – εταιρίας ή ατόμου - που κατά την κρίση της διοίκησης μπορεί να ανταγωνιστεί καλύτερα με τον πιθανό αγοραστή και
  - (6) εύρεση ενός **Λευκού ακόλουθου**, ατόμου που διάκειται φιλικά προς την διοίκηση και μπορεί να αγοράσει ένα σημαντικό ποσοστό των μετοχών του στόχου ικανού να εμποδίσει τη συγχώνευση.

# Ο Ρόλος των Επενδυτικών Τραπεζών

- Χρηματοδότηση των Συγχωνεύσεων
  - Για να έχει επιτυχία στον τομέα των εξαγορών και συγχωνεύσεων (M&A), η επενδυτική τράπεζα πρέπει να προσφέρει χρηματοδοτικές συμφωνίες στους πελάτες της, είτε πρόκειται για αγοραστές εταιριών, είτε πρόκειται για εταιρίες – στόχους που προσπαθούν να χρηματοδοτήσουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών ή να επιχειρήσουν αμυντικές τακτικές ενάντια σε εξαγορές. Στην ουσία, οι αμοιβές που εισπράττουν οι επενδυτικές τράπεζες με την έκδοση τίτλων χρέους σε σχέση με συγχωνεύσεις ξεπερνούν κατά πολύ άλλες αμοιβές που συνδέονται με συγχωνεύσεις.



# Συνήθη Σφάλματα των Συγχωνεύσεων

- (1) Οι εξαγοράζουσες εταιρίες πλήρωσαν συχνά μεγαλύτερα ποσά. Σε γενικές γραμμές, οι εξαγοράζουσες έδωσαν όλες της συνεργίες από τη συγχώνευση στους μετόχους της εξαγοραζόμενης και κάτι παραπάνω.
- (2) Οι διοικήσεις υπερεκτίμησαν τις συνεργίες (μειώσεις κόστους και κέρδη) που θα προέκυπταν από την συγχώνευση.
- (3) Οι διοικήσεις καθυστέρησαν πολύ στην ενσωμάτωση των λειτουργιών των εταιριών που συγχωνεύτηκαν. Το γεγονός αυτό εξενέυρισε τους πελάτες και τους εργαζόμενους, με αποτέλεσμα την αναβολή των κερδών που αναμένονταν από τη συγχώνευση.
- (4) Ορισμένες εταιρίες μείωσαν πολύ τα κόστη σε βάρος της διατήρησης των πωλήσεων και των παραγωγικών υποδομών.

# Ποιος Κερδίζει: Εμπειρικά Δεδομένα

- Οι μελέτες των επιχειρηματικών συμβάντων έδειξαν emphaticά ότι:
  - (1) οι εξαγορές δημιουργούν πράγματι αξία αλλά
  - (2) οι μέτοχοι των εταιριών -στόχων προσπορίζονται όλα τα οφέλη.

# Εταιρικές Συμμαχίες

- Αντί συγχώνευσης κοινοπραξία
- Μια ερευνητική εργασία σε 354 εταιρικές συμμαχίες έδειξε ότι οι τιμές των μετοχών των εταιριών που συμπράττουν σε κοινοπραξίες αυξήθηκαν με την ανακοίνωση της συμμαχίας, και παρουσίασαν υπεραποδόσεις σε ποσοστό 0,64%.
- Το 43% των συμμαχιών αφορούσε συμπράξεις σε θέματα marketing, 14% αφορούσαν κοινές δράσεις σε θέματα έρευνας και ανάπτυξης, 11% δανειοδοτήσεις για θέματα τεχνολογίας, 7% μεταφορά τεχνολογίας και 25% αφορούσαν κάποιο συνδυασμό των παραπάνω.

Su Han Chan, John W. Kensinger, Arthur J. Keown, and John D. Martin, "When Do Strategic Alliances Create Shareholder Value?" Journal of Applied Corporate Finance, Winter 1999, pp. 82-87

# Εκποίηση

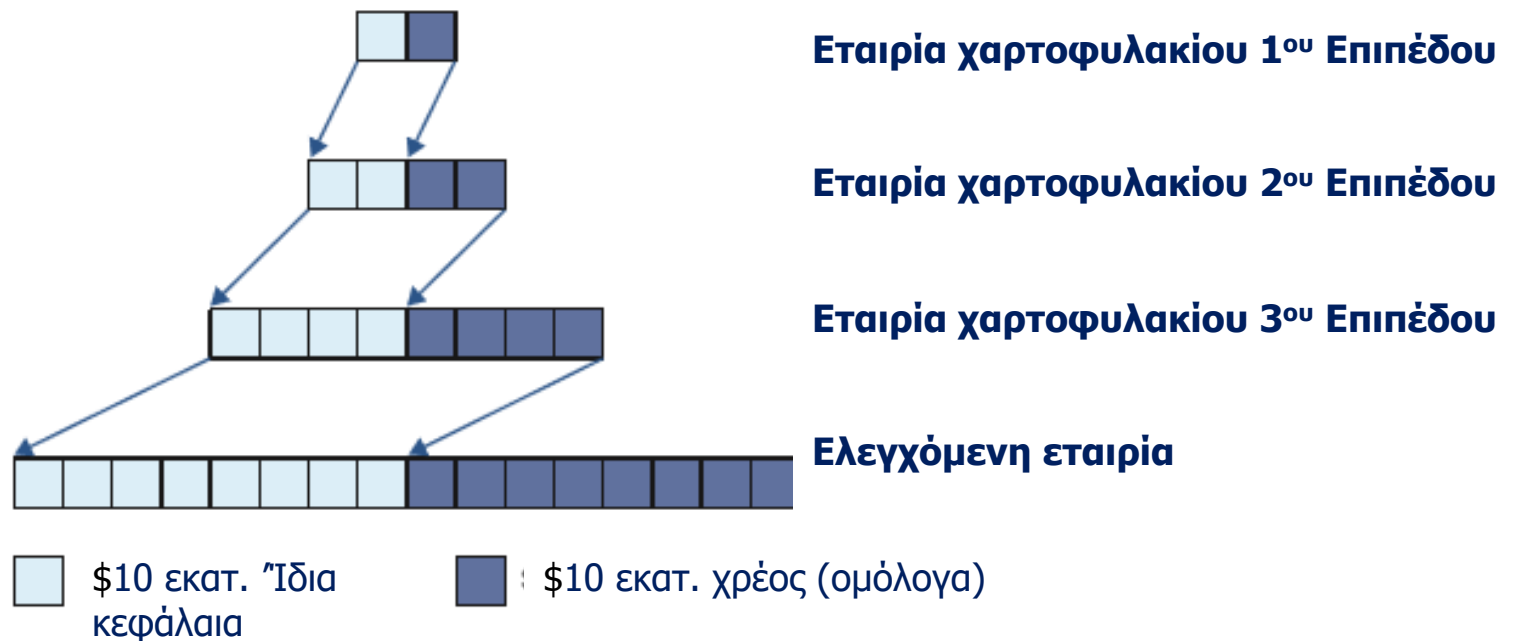
- Η πώληση σε μια άλλη εταιρία αφορά γενικά την πώληση ενός τμήματος ή μιας μονάδας έναντι χρημάτων ενίοτε όμως και έναντι μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρίας
- Σε μίαν **απόσχιση** ενός τομέα, οι υφιστάμενοι μέτοχοι της εταιρίας που προβαίνει στην απόσχιση παραλαμβάνουν αναλογικά νέες μετοχές οι οποίες αντιπροσωπεύουν δικαιώματα ιδιοκτησίας στον τομέα που αποσχίστηκε.
- Σε μια **εκκαθάριση** ή **ρευστοποίηση** εκποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία ενός τομέα κατά τμήματα

# Εταιρίες Χαρτοφυλακίου

- Μια **εταιρία χαρτοφυλακίου ή μετοχικών συμμετοχών** ιδρύεται με σκοπό να συγκεντρώσει στο χαρτοφυλάκιο της μετοχές άλλων εταιριών.
  - *Έλεγχος με κλασματική ιδιοκτησία.* Μέσω της διαδικασίας μιας εταιρίας συμμετοχών, μια εταιρία μπορεί να αγοράσει το 5%, το 10%, ή και το 50% των μετοχών μιας άλλης εταιρίας
  - *Απομόνωση των κινδύνων..* οι διάφορες ελεγχόμενες εταιρίες είναι ξεχωριστές νομικές οντότητες

# Εταιρίες Χαρτοφυλακίου

Πως μπορεί μια εταιρία χαρτοφυλακίου με Ίδια Κεφάλαια \$10 εκατ. να ελέγξει μια εταιρία αξίας \$160 εκατ.



# Οι Εταιρίες Χαρτοφυλακίου ως Μηχανισμός Μόχλευσης

- Η ελεγχόμενη εταιρία στη βάση της πυραμίδας μπορεί να έχει περιουσιακά στοιχεία αξίας \$100 εκατομμυρίων, που έχουν χρηματοδοτηθεί εξίσου με δανειακά κεφάλαια και Ίδια κεφάλαια (με \$50 εκατ. αντίστοιχα)
- Στη συνέχεια, μία εταιρία συμμετοχών της πρώτης βαθμίδας ( first-tier) θα μπορούσε να κατέχει το μετοχικό κεφάλαιο της ελεγχόμενης εταιρίας ως μοναδικό περιουσιακό στοιχείο και να χρηματοδοτηθεί με ίδια κεφάλαιο ύψους \$25 million και αντίστοιχο χρέος.
- Μία εταιρία συμμετοχών της δεύτερης βαθμίδας (second-tier) που κατέχει το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας συμμετοχών της πρώτης βαθμίδας, θα μπορούσε να χρηματοδοτηθεί με ίδια κεφάλαιο ύψους \$12,5 million και αντίστοιχο χρέος.
- Τέτοια συστήματα μπορούν να επεκταθούν μέχρι πέντε έως έξι επίπεδα. Με μια κλίμακα έξι επιπέδων εταιριών χαρτοφυλακίου, τα \$100 εκατομμύρια της ελεγχόμενης εταιρίας μπορούσαν να ελέγχονται από την κορυφή της πυραμίδας με \$0,79 εκατομμύρια ίδια κεφάλαια, ενώ τα ελεγχόμενα περιουσιακά στοιχεία έπρεπε να δημιουργήσουν κέρδη αρκετά για να εξυπηρετήσουν χρέη ύψους \$99,22 εκατομμυρίων.