

## **Πώς οι Κινήσεις Εξαγορών Επέδρασαν στις Ελληνικές Εισηγμένες Εταιρίες και Ποιοι Είναι οι Κυριότεροι Τρόποι Ορθής Υλοποίησης των Κινήσεων Αυτών**

---

---

Οι μεγάλες σε αριθμό εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν από τις εισηγμένες επιχειρήσεις κατά την περίοδο 1999-2000 και η μεταγενέστερη πώληση των εν λόγω θυγατρικών εταιριών μέσα σε σχετικά μικρό χρονικό διάστημα, προκάλεσαν σημαντική αναίρεση στις υποθέσεις αποτίμησης των εισηγμένων εταιριών, λόγω της ταχείας εναλλαγής των δεδομένων πληροφόρησης. Παράλληλα, η πλειονότητα αυτών των εξαγορών ενίσχυσε κυρίως τον ενοποιημένο κύκλο εργασιών, αλλά εντούτοις δεν προσέθεσε σημαντικά έσοδα σε επίπεδο κερδοφορίας και μερισμάτων για τις μητρικές επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα να μην εξαχθεί το επιθυμητό αποτέλεσμα για την εικόνα της μετοχής τους στο Χρηματιστήριο.

---

---

## Το Ζήτημα των Εξαγορών Επιδείνωσε εν μέρει την Εικόνα των Εισηγμένων Εταιριών

© Κατά τα τελευταία χρόνια, πολλές ελληνικές εισηγμένες εταιρίες επέλεξαν την οδό των εξαγορών ομοειδών ή άκρως διαφορετικού αντικειμένου δραστηριότητας επιχειρήσεων, στην προσπάθειά τους να ενισχύσουν σε ενοποιημένη βάση τα θεμελιώδη μεγέθη τους και να καταστήσουν ελκυστικότερες τις αποτιμήσεις τους. Αρκετές από τις κινήσεις αυτές τελικά πραγματοποιήθηκαν με αποσπασματικό τρόπο<sup>1</sup> και χωρίς σαφή στρατηγικό προσανατολισμό, με αποτέλεσμα όταν δοκιμάστηκαν σε κρίσιμες οικονομικές ή χρηματιστηριακές περιόδους, να ανατραπούν εντελώς οι αρχικοί σχεδιασμοί και να προκύψουν πολυάριθμες αποσχίσεις κλάδων ή πωλήσεις θυγατρικών μη στρατηγικού ενδιαφέροντος. Αν και θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι η τελευταία κίνηση έγινε τόσο λόγω της έλλειψης στρατηγικού ενδιαφέροντος όσο και με σκοπό την κάμψη του λειτουργικού κόστους σε μία περίοδο μειούμενων δυνατοτήτων ανεύρεσης κεφαλαίων, το κύριο συμπέρασμα που αφορά τη συγκεκριμένη έρευνα έγκειται στην επίδραση που υπήρξε στο επίπεδο της αναγκαίας προσφερόμενης πληροφόρησης. Πέρα από το γεγονός της ελλιπούς γνωστοποίησης στοιχείων – κυρίως όταν οι εξαγορασθείσες εταιρίες δεν ήταν εισηγμένες - γύρω από το ακριβές οικονομικό τίμημα, τον τρόπο χρηματοδότησης, την ταυτότητα των πρώην άμεσων και έμμεσων βασικών μετόχων, καθώς και τις ακριβείς σε ποιοτικό επίπεδο ωφέλειες της εκάστοτε κίνησης εξαγοράς, η επενδυτική και αναλυτική κοινότητα παρουσιάστηκε ιδιαίτερα επιφυλακτική απέναντι στη συγκρότηση πολυσχιδών ομίλων. Οι τελευταίοι έτειναν να χαρακτηρίζονται από ασαφή μετοχική σύνθεση και σχέσεις ενδιάμεσης ιδιοκτησίας, αλλά και να διαθέτουν περιορισμένη διαφάνεια κερδοφορίας<sup>2</sup>, ή συγκεκριμένη<sup>3</sup> προσέγγιση απέναντι στη μακροχρόνια στρατηγική ανάπτυξης των θεμελιωδών μεγεθών τους. Τα παραπάνω δεδομένα με

τη σειρά τους δεν αντισταθμίστηκαν από την ανάλογη αυξημένη πληροφόρηση από μέρους των εισηγμένων εταιριών, καθώς είναι ενδεικτικό ότι έως πρόσφατα η ανάλυση του ενοποιημένου και μητρικού κύκλου εργασιών στους ετήσιους απολογισμούς παρέμενε ελλιπής ως προς την πληρότητα των στοιχείων, ενώ δεν ήταν τυποποιημένη και υποχρεωτική για όλες τις εταιρίες. **Συνεπώς, η εικόνα των εισηγμένων ομίλων με πολυσχιδείς και μη διαφανείς – σε επίπεδο ποσοτικής σημασίας για την τελική κερδοφορία τους – δραστηριότητες, έτεινε να επιδεινώνεται σταδιακά, αποτελώντας κύριο ανασταλτικό παράγοντα για τη βελτίωση της εμπορευσιμότητας της μετοχής τους.**

© **Συμπερασματικά**, υπό την προϋπόθεση ότι οι άλλες παράμετροι παραμένουν σταθερές, η συγκρότηση σύνθετων επιχειρηματικών ομίλων με πολυάριθμες και ευμετάβλητες πηγές εσόδων, δημιουργεί αυξημένες ανάγκες διάχυσης πληροφόρησης, ενώ καθώς δεν εγγυάται την ακριβή ανάλυση των οικονομικών δεδομένων, προκαλεί αρνητικές επιπτώσεις τόσο στην εικόνα όσο και στην εμπορευσιμότητα της μετοχής τους.

## Πώς Τελικά Πρέπει να Γίνονται οι Εξαγορές: Με Έκδοση Νέων Μετοχών ή με Μετρητά;

© Το έτος 1988, μόλις το 2% των μεγάλων επιχειρηματικών συμφωνιών στην Αμερική πραγματοποιήθηκε με έκδοση ή ανταλλαγή νέων μετοχών. 10 χρόνια αργότερα το ποσοστό αυτό είχε αυξηθεί στο επίπεδο του 50%. Στην ελληνική αγορά, την ιδιαίτερα πλούσια ζετία (σε επίπεδο εξαγορών και συγχωνεύσεων) 1998-2000, το συντριπτικό μέρος (εάν εξαρθθούν οι αντίστοιχες συμπράξεις του τραπεζικού κλάδου) των εν λόγω συμφωνιών πραγματοποιήθηκε με την καταβολή μετρητών, κυρίως όχι χρημάτων που δημιουργήθηκαν μέσα από τη λειτουργία των επιχειρήσεων, αλλά κεφαλαίων που αντλήθηκαν από μεγάλες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης και με συνεισφορά των παλαιών ή των καινούριων μετόχων.

© Το καίριο ερώτημα που τείνει να βασανίζει τις επιχειρήσεις είναι η οδός (μετρητά ή έκδοση νέων μετοχών) που πρέπει να είναι περισσότερο προτιμητέα στις κινήσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Παράλληλα η επιλογή αυτή των εταιριών είναι καίριας σημασίας, καθώς διαδραματίζει ένα ειδικό ρόλο στον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές αξιολογούν τις επιλογές της κάθε διοίκησης, ενώ ασφαλώς καθώς δύναται να επιδράσει στην αξία μιας επιχείρησης (μέσω μεταβολών στα ίδια κεφάλαια,

<sup>1</sup> Είναι χαρακτηριστικό ότι σε επίπεδο κινήσεων εξαγορών & συγχωνεύσεων που αφορούσαν εισηγμένες στο Χ.Α.Α. επιχειρήσεις, η Ζετία 1999-2000 αποτέλεσε ίσως την πιο ενεργή περίοδο των τελευταίων 2 δεκαετιών στην ελληνική οικονομική ιστορία, καθώς η πληθώρα των αντλούμενων κεφαλαίων «ανάγκασε» τις επιχειρήσεις να αναζητήσουν στόχους εξαγορών, τη στρατηγική χρησιμότητα των οποίων δεν πρόλαβαν να μελετήσουν εις βάθος χρόνου.

<sup>2</sup> Ενδεικτικά αναφέρονται εταιρίες με ποικίλες γραμμές παραγωγής και με ταυτόχρονα έσοδα από την παροχή υπηρεσιών ή τις υπεραξίες κεφαλαίου.

<sup>3</sup> Λόγω της μερικής παραμέλησης του παραδοσιακού αντικειμένου της Εταιρίας στο ένα χρονικό διάστημα, και της εντονότερης επιστροφής σε αυτό, σε ένα μεταγενέστερο χρονικό διάστημα.

μέσω της έκδοσης νέων μετοχών ή μέσω των αποσβέσεων υπεραξίας), έχει σημαντικές επιπτώσεις και στους δείκτες αποτίμησης της νέας εταιρίας (που προκύπτει μετά την αντίστοιχη επιχειρηματική σύμπραξη).

© Οι ειδικοί αναλυτές στις εξαγορές και συγχωνεύσεις υποστηρίζουν ότι οι διοικήσεις των εταιριών όταν προχωρούν σε μία επιχειρηματική σύμπραξη, βρίσκονται μπροστά σε ένα κρίσιμο δίλημμα ως προς το ποια λύση πρέπει να επιλέξουν προκειμένου τόσο η νέα εταιρία να ωφεληθεί – αποτιμησιακά και όχι μόνο – όσο και να περάσουν το κατάλληλο μήνυμα στην επενδυτική κοινότητα για τις πραγματικές τους προθέσεις. Η πρώτη λοιπόν απόφαση για την επιχείρηση που εξαγοράζει είναι εάν πρέπει να χρηματοδοτήσει την κίνησή της με μετρητά ή με την έκδοση νέων μετοχών. Το δεύτερο βήμα – και εφόσον επιλεγεί η οδός της έκδοσης νέων μετοχών – είναι η λήψη απόφασης μεταξύ της προσφοράς ενός σταθερού συνολικού αριθμού μετοχών ή της προσφοράς μιας σταθερής συνολικής χρηματικής αξίας που αντιπροσωπεύεται από ένα μεταβαλλόμενο (έως τη χρονική στιγμή της μεταβίβασης ή υλοποίησης της συμφωνίας) αριθμό μετοχών.

### **Εξαγορές & Συγχωνεύσεις**

Έκδοση Μετοχών ή Μετρητά

#### **Έκδοση Μετοχών:**

Σταθερός Συνολικός Αριθμός Μετοχών ή Σταθερή Συνολική Χρηματική Αξία που αντιπροσωπεύεται από Μεταβαλλόμενο Αριθμό Μετοχών

#### **Μετρητά:**

Ηχηρό Μήνυμα στην Αγορά ότι ο Εξαγοράζων Πιστεύει στη Μετοχή του

© Η απόφαση της χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με μετρητά σημαίνει ουσιαστικά ότι η εταιρία που εξαγοράζει μία άλλη, είναι εκείνη που όχι μόνο αναλαμβάνει όλο τον κίνδυνο αλλά κρατά για τον εαυτό της ολόκληρη την πιθανή μελλοντική απόδοση της εν λόγω επιχειρηματικής της κίνησης. Παράλληλα, με τον τρόπο αυτό στέλνει ένα ηχηρό μήνυμα στις αγορές ότι πιστεύει πραγματικά στην εξαγορά της εν λόγω επιχείρησης αλλά, το κυριότερο, ότι πιστεύει και στην αξία της δικής της μετοχής, την οποία δεν επιθυμεί να ανταλλάξει. Σε αντίθεση με αυτό (μετρητά από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου) το οποίο επέλεξε ένα πλήθος ελληνικών εισηγμένων εταιριών στην Ζετία 1998-2000, το παραπάνω μήνυμα καθίσταται ακόμη πιο ηχηρό όταν τα μετρητά που χρηματοδοτούν μία εξαγορά προέρχονται από τη λειτουργική κερδοφορία μιας επιχείρησης και τις ταμειακές της ροές και όχι από τα αντληθέντα

**κεφάλαια μιας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.** Η τελευταία ενδεχομένως να αποτελεί μοναδική επιλογή μιας εταιρίας που εξαγοράζει, μόνο στις περιπτώσεις κατά τις οποίες το μέγεθος της εταιρίας στόχου είναι πολύ μεγάλο.

© Αντίθετα η απόφαση χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με την έκδοση νέων μετοχών, σημαίνει ότι η εταιρία που εξαγοράζει, προσφέρεται στην ουσία να «μοιρασθεί» τη νέα επιχειρηματική οντότητα που θα προκύψει αμέσως μετά, με τους μετόχους της εξαγορασθείσας και προς απορρόφηση επιχείρησης, στους οποίους άλλωστε προσφέρει και μετοχές της. Αυτό το γεγονός, η επενδυτική κοινότητα το εκλαμβάνει συνήθως ως μία ένδειξη μικρής πίστης της εξαγοράζουσας εταιρίας για την ίδια τη μετοχή της.

© Στην επιλογή της εξαγοράς μιας επιχείρησης μέσω της έκδοσης νέων μετοχών υπάρχουν συνήθως 2 ειδικές περιπτώσεις. Η πρώτη αφορά στην προσφορά ενός σταθερού συνολικού αριθμού μετοχών της εξαγοράζουσας (εταιρία Α) προς τους μετόχους της εξαγορασθείσας (εταιρίας στόχου Β), π.χ. 15.000.000 μετοχών της Α προς τους μετόχους της Β. Η επιλογή αυτή όμως ουσιαστικά αποτελεί και πάλι ένδειξη μικρής πίστης της εξαγοράζουσας εταιρίας για την ίδια τη μετοχή της, διότι σημαίνει ότι οι μέτοχοι της εξαγορασθείσας αναλαμβάνουν τον κίνδυνο ότι η αξία της μετοχής της εξαγοράζουσας εταιρίας (την οποία και θα λάβουν ως ανταλλαγή) δεν θα μειωθεί (στο Χρηματιστήριο) μέχρι τη χρονική στιγμή κατά την οποία θα λάβει χώρα η σχετική πράξη της εξαγοράς.

© Η δεύτερη περίπτωση αφορά στην προσφορά μιας σταθερής συνολικής χρηματικής αξίας που αντιπροσωπεύεται από μεταβαλλόμενο αριθμό μετοχών, π.χ. 150 εκατ. ευρώ σε μετοχές της εταιρίας Α προς τους μετόχους της εταιρίας Β. Σε αυτήν περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρία στέλνει ένα ισχυρό μήνυμα στην αγορά ότι πιστεύει στην ίδια τη μετοχή της, ανεξάρτητα εάν μειωθεί η αξία της έως τη χρονική στιγμή της ανταλλαγής και αναγκασθεί να πληρώσει το σταθερό αυτό τίμημα με περισσότερες σε αριθμό μετοχές της.

© Όπως φαίνεται από τα παραπάνω παραδείγματα, η μέθοδος πληρωμής μιας εξαγοράς τείνει να έχει ιδιαίτερα σημαντικές περιπλοκές στον τρόπο που αποτιμάται μία εταιρία αλλά και στα μηνύματα τα οποία λαμβάνουν οι επενδυτές σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, με αποτέλεσμα να απαιτείται μεγάλη προσοχή από τις διοικήσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων ως προς το ποια οδός είναι εκάστοτε προτιμότερη και περισσότερο ωφέλιμη για την εν γένει εικόνα της.