



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

ΤΑ ΟΦΕΛΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΤΟΥ  
ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

της

ΔΗΜΗΤΡΑΣ ΧΑΝΟΥ του Χρήστου

Επιβλέπων Καθηγητής: ΙΩΑΝΝΗΣ ΤΑΜΠΑΚΟΥΔΗΣ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη  
Διοίκηση Επιχειρήσεων

Ιούνιος 2017

## Περιεχόμενα

Πίνακες & Γραφήματα.....	iv
Περίληψη .....	v
Abstract.....	vi
1 Εισαγωγή .....	7
1.1 Αναγκαιότητα Διπλωματικής Εργασίας.....	7
1.2 Ερευνητικά Ερωτήματα .....	7
1.3 Μεθοδολογία.....	8
1.4 Διάρθρωση Διπλωματικής Εργασίας .....	8
1.5 Συνεισφορά της Μελέτης.....	9
2 Ανασκόπηση Ερευνών.....	10
2.1 Εισαγωγή.....	10
2.2 Βιβλιογραφική Επισκόπηση.....	10
2.2.1 Ελληνική βιβλιογραφία.....	10
2.2.2 Ξένη Βιβλιογραφία .....	11
3 Θεωρητική Προσέγγιση Γενικά Χαρακτηριστικά των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	13
3.1 Βασικές Έννοιες.....	13
3.2 Αιτίες και Κίνητρα.....	14
3.3 Είδη και Αιτίες Εξαγορών και Συγχωνεύσεων .....	18
3.4 Ιστορική Αναδρομή .....	20
4 Πλεονεκτήματα- Μειονεκτήματα- Κίνδυνοι.....	24
4.1 Πλεονεκτήματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων .....	24
4.1.1 Η Ανάπτυξη.....	24
4.1.2 Η Συνέργεια.....	25
4.1.3 Η Διαφοροποίηση.....	26
4.1.4 Το Οικονομικό Περιβάλλον και Επιχειρηματικά Οφέλη .....	27
4.2 Μειονεκτήματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων .....	28
4.3 Κίνδυνοι Εξαγορών και Συγχωνεύσεων .....	31
4.4 Παράγοντες Επιτυχίας Εξαγορών και Συγχωνεύσεων .....	32
4.5 Παράγοντες Αποτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	34

5	Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον Φαρμακευτικό Κλάδο .....	37
5.1	Εισαγωγή .....	37
5.2	Η Επιρροή των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στον Φαρμακευτικό Κλάδο ....	43
5.3	Η Σημασία της Στρατηγικής των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Φαρμακευτικές Επιχειρήσεις .....	45
5.4	Η Σημασία του Τμήματος Έρευνας και Ανάπτυξης στις Φαρμακευτικές Επιχειρήσεις .....	51
5.5	Τα Αποτελέσματα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στα Οικονομικά των Φαρμακευτικών Επιχειρήσεων .....	54
5.6	Η Βιωσιμότητα των Επιχειρήσεων στον Φαρμακευτικό Κλάδο και η Ελληνική Πραγματικότητα .....	57
5.7	Η Καινοτομία και η Δημιουργία Αξία στις Φαρμακευτικές Επιχειρήσεις .....	63
6	Συμπεράσματα-Προτάσεις.....	67
	Βιβλιογραφία .....	71
	Ελληνική Βιβλιογραφία .....	71
	Ξένη Βιβλιογραφία .....	71
	Ηλεκτρονικές Πηγές .....	74

## Πίνακες & Γραφήματα

Πίνακας 3. 1 Οι κύριες συγχωνεύσεις εταιριών ανά «κύμα» .....	23
Πίνακας 5. 1 Παλιές και νέες πολιτικές.....	53
Πίνακας 5. 2 Φαρμακευτική δαπάνη .....	60
Γράφημα 5. 1- Έρευνα KPMG, 2016 .....	39

## Περίληψη

Η παρούσα εργασία αποτελεί μία προσπάθεια συγκέντρωσης, κριτικής μελέτης και ανάδειξης των πραγματικών αιτιών και αποτελεσμάτων που έχουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον φαρμακευτικό κλάδο. Στόχος της εργασίας είναι η βιβλιογραφική επισκόπηση, στα πλαίσια της διπλωματικής εργασίας, τόσο των κινήτρων, των πλεονεκτημάτων, των μειονεκτημάτων και των κινδύνων που ελλοχεύουν σε μία εξαγορά-συγχώνευση όσο και των ωφελειών που προκύπτουν μεταγενέστερα της συμφωνίας στον φαρμακευτικό κλάδο.

Η εργασία αποτελείται από έξι κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο παρατίθενται τα εισαγωγικά και οι απαραίτητες πληροφορίες για την αναγκαιότητα της εργασίας, τα ερευνητικά ερωτήματα, τη μεθοδολογία, τη διάρθρωση και τη συνεισφορά της μελέτης. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση των ερευνών, βιβλίων και πηγών που χρησιμοποιήθηκαν. Στο τρίτο και τέταρτο κεφάλαιο αναπτύσσονται τα γενικά χαρακτηριστικά των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα και οι κίνδυνοι που συνοδεύονται. Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται μια βασική έρευνα για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον φαρμακευτικό κλάδο, με παραδείγματα, όπου συγκεντρώνονται τα πραγματικά αποτελέσματα της στρατηγικής επιλογής των συγχωνεύσεων και εξαγορών και η σημασία του τμήματος R&D. Τέλος, στο τελευταίο κεφάλαιο παρατίθενται τα αποτελέσματα της εργασίας.

**Λέξεις-Κλειδιά: Συγχωνεύσεις, Εξαγορές, Φαρμακευτικός Κλάδος, E&A**

## **Abstract**

This paper is an attempt to gather, critique and highlight the real causes and effects of acquisitions and mergers in the pharmaceutical industry. The aim of the thesis is the bibliographic review, in the context of diplomatic work, of the incentives, advantages, disadvantages and risks involved in a merger-acquisition as well as the benefits that arise after an agreement in the pharmaceutical sector

The thesis consists of six chapters. The first chapter lists the introductory and useful information on the necessity of the work, the research questions, the methodology, the structure and the contribution of the study. The second chapter reviews the research, books and sources used. In the third and fourth chapters, the general features of mergers and acquisitions, the pros and cons, and the dangers that accompany them are developed. The fifth chapter depends on a basic research on mergers and acquisitions in the pharmaceutical industry, with examples, gathering the actual results of the merger and acquisition selection strategy and the importance of R & D. Finally, the final chapter presents the results of the work.

**Key words: Mergers, Acquisitions, Pharmaceutical Sector, R&D**

# 1 Εισαγωγή

## 1.1 Αναγκαιότητα Διπλωματικής Εργασίας

Σκοπός της διπλωματικής εργασίας είναι η παρουσίαση των ωφελειών από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις για τις εταιρίες του φαρμακευτικού κλάδου, με την παρουσίαση μέρους της σύγχρονης αρθρογραφίας και βιβλιογραφίας στο συγκεκριμένο ζήτημα. Ο φαρμακευτικός κλάδος είναι μια ιδιάζουσα περίπτωση μελέτης, διότι ενυπάρχει σε ένα δυναμικό περιβάλλον με πολλές αλλαγές και υψηλές απαιτήσεις από πλευράς έρευνας και ανάπτυξης. Παρόμοιοι κλάδοι είναι ο κλάδος των νέων τεχνολογιών, των software και των κινητών τηλεφώνων. Το φάρμακο, όμως, θεωρείται κοινωνικό αγαθό και η ζήτηση του καθορίζεται, εκτός από τους ιδιώτες, σε μεγάλο βαθμό και από τα κράτη που φροντίζουν για τα επαρκή αποθέματα στη χώρα τους, με συνταγματική επιταγή. Η ιδιαιτερότητα του φαρμάκου ως προϊόντος οφείλεται, ακόμα, στο γεγονός ότι η παραγωγή και η εμπορία του καθορίζεται από ιδιωτικές επιχειρήσεις που αποσκοπούν στο κέρδος, ενώ ο έλεγχος της ποιότητας και της επάρκειας είναι έργο του κράτους. Τα κράτη, μέσω ρυθμιστικών φορέων, καθορίζουν το νομοθετικό πλαίσιο μέσα στο οποίο θα πρέπει να συμμορφωθούν και να λειτουργήσουν οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις (π.χ. πότε ένα φάρμακο μπορεί να βγει στην αγορά, πόσο διαρκούν οι πατέντες, τιμολογιακές πολιτικές κλπ). Με βάση αυτά τα γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου θα εξεταστούν οι αιτίες και οι επιπτώσεις από τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις στις φαρμακευτικές επιχειρήσεις στο εσωτερικό και στο εξωτερικό περιβάλλον.

## 1.2 Ερευνητικά Ερωτήματα

Οι επιμέρους στόχοι της διπλωματικής είναι οι εξής παρακάτω:

- Οι επιπτώσεις από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις στο εσωτερικό περιβάλλον των επιχειρήσεων (π.χ στις θέσεις εργασίας, στα τμήματα R&D, στις λειτουργίες της νέας επιχείρησης, στην αποδοτικότητα, στην κουλτούρα κ.α)

- Τα πρακτικά προβλήματα που προκύπτουν στις διάφορες περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών στον κλάδο.
- Οι αιτίες επιτυχίας και αποτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον κλάδο.
- Οι κίνδυνοι των συγχωνεύσεων και εξαγορών του κλάδου.
- Η επίδραση τους σε ολόκληρο τον κλάδο.

### **1.3 Μεθοδολογία**

Για την επίτευξη της παρούσας διπλωματικής εργασίας χρησιμοποιήθηκαν κυρίως ξενόγλωσσα και ελληνικά άρθρα, ηλεκτρονικές πηγές και βιβλία με αναφορά στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που έχουν γίνει τα τελευταία είκοσι χρόνια.

### **1.4 Διάρθρωση Διπλωματικής Εργασίας**

Το πρώτο κεφάλαιο περιλαμβάνει τα εισαγωγικά για την αναγκαιότητα της εργασίας, τα ερευνητικά ερωτήματα και τη συνεισφορά της μελέτης στο αντικείμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον φαρμακευτικό κλάδο. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται η ανασκόπηση των ερευνών, άρθρων και βιβλίων που χρησιμοποιήθηκαν για την εκπόνηση της εργασίας. Στο τρίτο κεφάλαιο περιγράφονται τα γενικά χαρακτηριστικά των συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι βασικές έννοιες, οι αιτίες, τα κίνητρα και τα είδη των συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς γίνεται και μια ιστορική αναδρομή της πρακτικής αυτής από μεγάλες επιχειρήσεις που στιγμάτισαν την παγκόσμια οικονομία και είναι άξια αναφοράς. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα και οι κίνδυνοι των συγχωνεύσεων και εξαγορών ως μια επιχειρηματική πρακτική στη στρατηγική των επιχειρήσεων. Στο πέμπτο κεφάλαιο αναλύονται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στον φαρμακευτικό κλάδο ως προς την επιρροή τους στα οικονομικά των επιχειρήσεων αλλά και στη γενικότερη εξέλιξη της φαρμακοβιομηχανίας και της συνεισφοράς της στα φάρμακα. Στο κεφάλαιο αυτό αναδεικνύεται η σημασία του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης και πως διευκολύνεται η βιωσιμότητα και η δημιουργία αξίας για τους μετόχους μέσα από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον



κλάδο. Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο παρατίθενται τα συμπεράσματα και οι προτάσεις που προκύπτουν.

## **1.5 Συνεισφορά της Μελέτης**

Ο πρωταρχικός στόχος της μελέτης είναι η κριτική επιθεώρηση των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον νευραλγικό κλάδο των φαρμακευτικών επιχειρήσεων. Η παρούσα εργασία, ακόμη, έχει ως στόχο προσφοράς την παρακαταθήκη του γνωστικού εξειδικευμένου αντικειμένου των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η έρευνα, η μελέτη, η βιβλιογραφική ανασκόπηση και η σύνθεση στοιχείων μέσα από τη συγγραφή της εργασίας αποτελούν προσφορά γνώσεων στον αναγνώστη είτε είναι ακαδημαϊκός είτε είναι άμεσα ενδιαφερόμενος (επαγγελματίας του κλάδου) είτε είναι απλός αναγνώστης. Μέσα από τα δεδομένα του θεωρητικού υπόβαθρου, μέσα από τις αναλύσεις και τις συγκρίσεις το παρόν πόνημα φιλοδοξεί να προσφέρει μια σφαιρική άποψη για τα οφέλη που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στο φαρμακευτικό κλάδο και να προβληματίσει για το μέλλον.

## **2 Ανασκόπηση Ερευνών**

### **2.1 Εισαγωγή**

Η ερευνητική βιβλιογραφία για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές επιχειρήσεων είναι πολύ μεγάλη και ευρεία. Έχει γίνει σημαντική ερευνητική προσπάθεια πάνω σε αυτό το θέμα τα τελευταία 50 χρόνια και θεωρείται πολύ δημοφιλής από τους επιστήμονες οικονομολόγους έως και σήμερα. Ως εκ τούτου, στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται περιληπτικά αξιόλογες έρευνες τόσο για τις αιτίες, τα είδη, τα πλεονεκτήματα/μειονεκτήματα και τους κινδύνους των συγχωνεύσεων και εξαγορών όσο και για την επιρροή τους στην επίδοση των επιχειρήσεων. Ακόμη, γίνονται ειδικότερες αναφορές σε έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στον φαρμακευτικό κλάδο και πώς η επιχειρησιακή τακτική αυτή επηρεάζει τη λειτουργία των επιχειρήσεων καθώς και τη συνεισφορά τους στην αντιμετώπιση ασθενειών. Μέσα από τη σύνθεση των ερευνητικών προσεγγίσεων δύναται να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα ως προς τα οφέλη των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον φαρμακευτικό κλάδο.

### **2.2 Βιβλιογραφική Επισκόπηση**

#### **2.2.1 Ελληνική βιβλιογραφία**

Για τους ορισμούς, τις έννοιες και τους καθοριστικούς παράγοντες μιας επιτυχούς συγχώνευσης ή εξαγοράς χρησιμοποιήθηκε το σύγγραμμα του Κυριαζή (2007) «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές». Ο ίδιος ονοματίζει έξι στοιχεία που συμβάλλουν στην επιτυχία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς τα οποία είναι το στρατηγικό όραμα, η δομή της συμφωνίας και ο τρόπος χρηματοδότησης, η οφειλόμενη επιμέλεια και αφοσίωση, ο σχεδιασμός προ της συγχώνευσης ή εξαγοράς, η ολοκλήρωση μετά τη συγχώνευση ή εξαγορά και οι εξωτερικοί παράγοντες. Παράλληλα, ο ίδιος συγγραφέας τονίζει ότι οι λόγοι αποτυχίας μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η ανεπαρκής αξιολόγηση, οι δυσκολίες ενοποίησης και ο ανθρώπινος παράγοντας, οι αρνητικές επιπτώσεις της καθυστέρησης της ενοποίησης, το υπερβολικό χρέος και ο ρόλος των στελεχών.

Στο σύγγραμμα του Παπαδάκη (2002) «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και διεθνής εμπειρία» περιγράφονται αναλυτικά οι λόγοι πραγματοποίησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών οι οποίοι είναι η εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας, η εκμετάλλευση οικονομιών φάσματος, ο συνδυασμός και η αλληλοσυμπλήρωση των πόρων, η αύξηση του μεριδίου της αγοράς, η υπερπήδηση των εμποδίων εισόδου σε μια νέα αγορά, η αύξηση της δυναμικής της επιχείρησης, η μείωση του χρόνου και του κόστους ανάπτυξης νέων προϊόντων, η επέκταση της διαφοροποίησης, η αποφυγή του υπερβάλλοντος ανταγωνισμού, η βελτίωση της αποδοτικότητας της επιχείρησης-στόχου, η μείωση της υπερβάλλουσας ρευστότητας και η διοικητική αλαζονεία.

### **2.2.2 Ξένη Βιβλιογραφία**

Οι Manne (1965), Roll (1986), Lubatkin (1983,1987), Brouthers *et al.* (1998) και Gaughan (2007) έχουν ασχοληθεί εκτενώς με τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην απόφαση για μια συγχώνευση ή εξαγορά. Ο Manne (1965) αναφέρει ότι τα κίνητρα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι κατά βάση χρηματοοικονομικά, ενώ ο Roll (1986) είναι ο πρώτος που υποστήριξε ότι μια συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να οφείλεται στην αλαζονεία των διοικητικών στελεχών (*hubris hypothesis*). Παράλληλα, ο Lubatkin (1983, 1987) κατηγοριοποιεί σε 7 κατηγορίες τα κίνητρα πίσω από τις συγχωνεύσεις τα οποία σχετίζονται με τη θεωρία μονοπωλίου, τη θεωρία αποτελεσματικότητας, τη θεωρία αξιολόγησης, τη θεωρία αυτοκρατορίας, τη θεωρία εξέλιξης, τη θεωρία εφόδου και τη θεωρία αναταραχής. Τα κίνητρα, επίσης, μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σύμφωνα με τους Brouthers *et al.* (1998) σε οικονομικά κίνητρα, σε προσωπικά κίνητρα της διοίκησης και σε στρατηγικά κίνητρα. Ακόμη, σύμφωνα με τον Gaughan (2007) τα πιο συνηθισμένα κίνητρα, από επιχειρηματικής οπτικής γωνίας, για μια εξαγορά ή συγχώνευση είναι η επιθυμία για γρηγορότερη ανάπτυξης και η επίτευξη συνέργειας ή η διαφοροποίηση.

Ο Brown (2007) συγκέντρωσε τα πιο συνηθισμένα επιχειρηματικά οφέλη που προσφέρουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στους αγοραστές, τα οποία είναι η απόκτηση τεχνολογίας, ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, πρώτων υλών, μονάδων παραγωγής, έτοιμων προϊόντων, brand name, του μάρκετινγκ, των δικτύων διανομής,

του πελατολογίου και του μεριδίου αγοράς, Βασικοί στόχοι, επίσης, θεωρούνται η αύξηση της αξίας της επιχείρησης για τους μετόχους, η αύξηση των κερδών με την επέκταση της επιχείρησης σε κλάδους με ανάπτυξη, η απόκτηση ζημιών για φορολογικούς λόγους και η αυτάρκεια και η δημιουργία οικονομιών κλίμακας.

Οι Carleton and Lineberry (2007) έχουν εξετάσει τα στοιχεία που μπορεί να στιγματίσουν αρνητικά μια συγχώνευση ή εξαγορά τα οποία μπορεί να είναι η ανεπαρκής αξιολόγηση, οι αλλαγές στην παραγωγή, η μειωμένη ενασχόληση της διοίκησης με στρατηγικές που αφορούν τους πελάτες, τον ανταγωνισμό και την αγορά γενικότερα και τα μειωμένα κίνητρα για τους εργαζόμενους και προβλήματα ηθικής και κουλτούρας. Επίσης, η καθυστέρηση της ενοποίησης μπορεί να αποτελέσει ιδιαίτερα αρνητικό παράγοντα της συγχώνευσης ή της εξαγοράς. Ακόμη, αρνητικά μπορεί συμβάλλει η σύγχυση με το εταιρικό όνομα που θα επικρατήσει και η μειωμένη εξυπηρέτηση των πελατών που οφείλεται στη συγχώνευση ή στην εξαγορά.

Για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον φαρμακευτικό κλάδο χρησιμοποιήθηκαν οι μελέτες των LaMattina (2011), KPMG (2016), James (2002), Garnier (2008), Higgins και Rodriguez (2005). Για την επιρροή που έχουν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στην οικονομική επίδοση των φαρμακευτικών επιχειρήσεων χρησιμοποιήθηκαν οι έρευνες των Danzon *et al.* (2007), Andriade *et al.* (2001), Ravenscraft and Long (2000), Higgins and Rodriguez (2006) και Hassan *et al.* (2007). Για τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων στο φαρμακευτικό κλάδο χρησιμοποιήθηκε η έρευνα της Proverbs (2005). Για την καινοτομία και τη δημιουργία αξίας στις φαρμακευτικές επιχειρήσεις χρησιμοποιήθηκαν οι μελέτες των Comanor και Scherer (2013), των Ravenscraft και Long (2000) και των Steven *et al.* (2010)

## **3 Θεωρητική Προσέγγιση Γενικά Χαρακτηριστικά των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών**

### **3.1 Βασικές Έννοιες**

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι με τους οποίους δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις μπορούν να συνενωθούν. Η συγχώνευση (merger) είναι η ένωση δύο επιχειρήσεων κατά την οποία μόνο μία επιχείρηση επιβιώνει και συνεχίζει τις δραστηριότητες της. Σε μία συγχώνευση, η αποκτούσα επιχείρηση απορροφά τα περιουσιακά στοιχεία της άλλης, δηλαδή, η συγχώνευση πραγματοποιείται με απορρόφηση της μιας επιχείρησης και συνήθως της μικρότερης. Ένας άλλος τρόπος είναι η συγχώνευση (subsidiary merger) σε έναν όμιλο επιχειρήσεων, όπου η μητρική επιχείρηση αποκτά μία επιχείρηση ως θυγατρική της, αλλά με τη συνέχιση της νομικής μορφής της και των λειτουργιών της. Επίσης, ένα τρίτο είδος συγχώνευσης είναι η ενοποίηση (consolidation) δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, όπου δημιουργείται μια νέα οικονομική οντότητα στην οποία μεταβιβάζονται τα περιουσιακά στοιχεία όλων των επιχειρήσεων που συμμετέχουν. (Gaughan, 2007; Brown, 2007; Κυριαζής, 2007)

Εξαγορά (acquisition) είναι η απόκτηση μια επιχείρησης των περισσότερων περιουσιακών στοιχείων (ενεργητικού ή παθητικού) μιας άλλης, χωρίς η τελευταία να αλλάξει την υπόσταση και τη λειτουργία της. Η διαφορά ανάμεσα στην συγχώνευση και στην εξαγορά έγκειται σε νομικά και στα χρηματοοικονομικά μέσα που χρησιμοποιούνται για την ένωση. Συνήθως, συγχώνευση έχουμε όταν δύο επιχειρήσεις (συνήθως παρόμοιου μεγέθους) ενώνονται σε μία, και εξαγορά όταν μία επιχείρηση αγοράζει μία άλλη για να αποκτήσει κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στρατηγικής σημασίας. Και στις δύο περιπτώσεις, αποκτάται ο έλεγχος της επιχείρησης. (Epstein, 2004; Gregoriou and Renneboog, 2007)

Ο όρος απόκτηση (takeover), χρησιμοποιείται όταν μια επιχείρηση αποκτά τον έλεγχο μιας άλλης με φιλικές ή μη προθέσεις. (Κυριαζής, 2007)

### 3.2 Αιτίες και Κίνητρα

Οι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι πολλοί και πολυδιάστατοι. Μπορεί να προέρχονται είτε από εσωτερικούς παράγοντες των επιχειρήσεων (χρηματοοικονομικούς λόγους, στρατηγικούς λόγους ανάπτυξης, φιλοδοξία μάνατζερ ή απόφαση Δ.Σ, κ.α.) είτε από εξωγενείς παράγοντες από το περιβάλλον και τις αλλαγές που αυτό υφίσταται (π.χ από αλλαγές στο νομοθετικό περιβάλλον, πληροφόρηση κ.α.).

Στη βιβλιογραφία συνήθως αναφέρεται ότι τα κίνητρα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι κατά βάση χρηματοοικονομικά. Βασικό κίνητρο για τους μετόχους θεωρείται η δημιουργία αξίας/πλούτου μετά την συγχώνευση-εξαγορά. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συμβάλλουν στην επίτευξη του εν λόγω στόχου, αν και μόνο αν δημιουργήσουν συνέργιες και εξακολουθούν να βελτιώνουν την αποτελεσματικότητά τους και μετά. Η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων μπορεί να προέλθει είτε μέσω της αύξησης της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) είτε από την αύξηση της δύναμης στην αγορά (increase in market theory). Πιο συγκεκριμένα, μετά από μια συγχώνευση-εξαγορά, η αυξημένη αποτελεσματικότητα επιτυγχάνεται μέσω της επίτευξης λειτουργικών, διοικητικών και χρηματοοικονομικών συνεργειών. Οι λειτουργικές συνεργίες μπορούν να προκύψουν από τις οικονομίες κλίμακας, φάσματος ή εύρους προϊόντων και οικονομίες μάθησης και εμπειρίας. Οι διοικητικές συνεργίες αναφέρονται στην κατανομή των αρμοδιοτήτων των διοικητικών μονάδων. Οι χρηματοοικονομικές συνεργίες μπορούν να δημιουργηθούν από την αυξημένη δανειακή ικανότητα, από τη διαφορά μεταξύ πλεοναζόντων ταμειακών ροών στην επιχείρηση και φορολογικών εξοικονομήσεων. Η αύξηση στην δύναμη της αγοράς είναι ένας τρόπος που μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη κερδοφορία καθώς αυτό οδηγεί σε μονοπωλιακά κέρδη. (Manne, 1965; Παπαδάκης, 2002; James, 2010)

Άλλο κίνητρο μπορεί να οφείλεται στην αλαζονεία των διοικητικών στελεχών (hubris hypothesis). Η διοίκηση των επιχειρήσεων τείνει να πληρώνει ένα ισχυρό τίμημα για επιχειρήσεις που θέλει να αγοράσει κάνοντας λάθη αποτιμήσεων, που οφείλονται στην υπερβολική αισιοδοξία και εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους. (Roll, 1986)

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επηρεάζονται και από το εξωτερικό περιβάλλον γι' αυτό το λόγο εμφανίζονται συχνότερα σε κλάδους με δυναμικό και μεταβαλλόμενο περιβάλλον (τεχνολογία, software, φάρμακα κ.α). Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές φαίνεται ακόμη να επηρεάζονται από τη θεωρία της ασυμμετρίας της πληροφόρησης (information asymmetric hypothesis). Οι καλά ενημερωμένοι υποψήφιοι αγοραστές είναι πιο πιθανό να κλείσουν μια συμφωνία από αυτούς που είναι λιγότερο ενημερωμένοι. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μη ενημερωμένοι υποψήφιοι αγοραστές φοβούνται την κατάρα του νικητή (winner's curse)- το να κλείσει μια συμφωνία με πολύ μεγάλο ποσό προσφοράς, οπότε μπορεί να διακόψουν πιο εύκολα τις διαπραγματεύσεις. Αντιθέτως, οι επιχειρήσεις που κατείχαν έως και 5% των μετοχών από πριν την εξαγορά ή είχαν προηγούμενες σχέσεις συνεργασίας είναι πιο πιθανό να καταλήξουν σε μια συμφωνία συγχώνευσης ή εξαγοράς. Επίσης, πολλές φορές, οι επιχειρήσεις στοχεύουν άλλες επιχειρήσεις με αδύναμη αποδοτικότητα με σκοπό να κερδίζουν περισσότερα από τη συμφωνία που θα κλείσουν, εμφανιζόμενοι ως σωτήρες. Γενικότερα, οι συνέργειες, πριν και μετά, και η καλύτερη πληροφόρηση βοηθούν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές να ευοδωθούν. (Roll, 1987; Appelbaum *et al.*, 2009; Dionne *et al.*, 2010)

Συγκεντρωτικά, οι λόγοι χρηματοοικονομικής φύσεως που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι:

- Οι οικονομίες κλίμακας και φάσματος που δημιουργούνται με τη μείωση του κόστους παραγωγής και την επέκταση σε νέες αγορές και σε νέους κλάδους δραστηριότητας.
- Η μελλοντική αναμενόμενη αύξηση της αξίας της νέας επιχείρησης.
- Η αξιοποίηση της ρευστότητας της επιχείρησης. Η μεγάλη ρευστότητα μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών διοχετεύεται για την περαιτέρω ανάπτυξη της επιχείρησης.
- Η αξιοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού. Μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά επαναπροσδιορίζεται η λειτουργία της επιχείρησης και αξιολογείται η ποιότητα και η ποσότητα του ανθρώπινου δυναμικού. Άλλοτε με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές σηματοδοτείται μια περίοδος απολύσεων, άλλοτε σημαίνει νέες προσλήψεις προσωπικού.

- Η μείωση του κόστους του χρόνου και της ανάπτυξης νέων προϊόντων. Μετά από μια συγχώνευση-εξαγορά χαρτοφυλάκιο προϊόντων ή υπηρεσιών αυξάνεται.
- Οι μεγαλύτερες δυνατότητες χρηματοδότησης.
- Η εξάλειψη της μειωμένης αποδοτικότητας της επιχείρησης.
- Τα φορολογικά οφέλη, καθώς εταιρίες με πολύ υψηλή κερδοφορία εξαγοράζουν εταιρείες με ζημιές ώστε να μειωθεί η φορολογική επιβάρυνση. Μια εταιρία η οποία έχει φορολογικές απαλλαγές, οι οποίες προέκυψαν λόγω συσσωρευμένων ζημιών αυτής σε προηγούμενες χρήσεις, αδυνατεί να κάνει χρήση αυτών λόγω αδυναμίας της να πραγματοποιήσει κέρδη. Με τη συγχώνευσή της με μία κερδοφόρα επιχείρηση, η ενοποιημένη επιχείρηση εμφανίζει στις λογιστικές της καταστάσεις μικρότερο φορολογητέο εισόδημα και άρα θα έχει μικρότερες φορολογικές επιβαρύνσεις.
- Η αύξηση του λόγου της αγοραίας αξίας ανά μετοχή προς τα καθαρά κέρδη. Η τιμή της μετοχής αντικατοπτρίζει την εικόνα της αγοράς για την επιχείρηση. Αν η αγορά εκτιμά ότι η πραγματοποίηση συγχώνευσης θα προσδώσει επιπλέον αξία στην ενοποιούμενη επιχείρηση, τότε η τιμή της μετοχής διαμορφώνεται σε υψηλότερα επίπεδα βελτιώνοντας τον δείκτη.
- Η αναπροσαρμογή των αποσβέσεων. Αυξάνεται έτσι, η βάση επί της οποίας υπολογίζεται η απόσβεση των παγίων στοιχείων της επιχείρησης. Έτσι, η μελλοντική φορολογική ελάφρυνση είναι χαμηλότερη.
- Η δημιουργία μονοπωλιακών ή και ολιγοπωλιακών κερδών.

Επίσης, τα στρατηγικά κίνητρα για συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι:

- Η αύξηση του μεριδίου τους στην αγορά. Οι επιχειρήσεις συνδυάζουν και αξιοποιούν από κοινού δυνάμεις ενισχύοντας την παρουσία τους στο χώρο. Έτσι, αυξάνουν τη δύναμή τους σε σχέση με πελάτες, προμηθευτές και ανταγωνιστές.
- Η διείσδυση σε νέες αγορές.
- Η αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης. Αυτή η αύξηση μπορεί να καταστήσει την επιχείρηση λιγότερο ευάλωτη, αφού μειώνει τους



λειτουργικούς και τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Έτσι, ενισχύονται και έναντι του ανταγωνισμού.

- Η μείωση των κινδύνων και η διαφοροποίηση. Η διαφοροποίηση μειώνει τον κίνδυνο μιας επιχείρησης και βελτιώνει την κεφαλαιακή δομή της.
- Η αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης.
- Η καλύτερη οργάνωση και επέκταση της επιχείρησης.
- Η μείωση των ανταγωνιστών .
- Η πρόσβαση σε σύγχρονες γραμμές παραγωγής με εκμετάλλευση της τεχνολογίας.
- Η εκπόνηση ενός μακροπρόθεσμου στρατηγικού προγραμματισμού.

Άλλωστε, σύμφωνα με τη θεωρία των 5 δυνάμεων του Porter, οι οικονομίες κλίμακας σε συνδυασμό με τη διαφοροποίηση του προϊόντος αποτελούν τον κύριο παράγοντα για επιτυχία. Άλλοι λόγοι μπορεί να είναι οι προσωπικές προσδοκίες των διευθυντικών στελεχών, η ενίσχυση της δύναμης στην εγχώρια και τη διεθνή αγορά.

Σύμφωνα με τον Παπαδάκη (2002) και τους Kleinert και Klodt (2002) οι λόγοι πραγματοποίησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι οι εξής:

- η εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας
- η εκμετάλλευση οικονομιών φάσματος
- ο συνδυασμός και η αλληλοσυμπλήρωση των πόρων
- η αύξηση του μεριδίου της αγοράς
- η υπερπήδηση των εμποδίων εισόδου σε μια νέα αγορά
- η αύξηση της δυναμικής της επιχείρησης
- η μείωση του χρόνου και του κόστους ανάπτυξης νέων προϊόντων
- η επέκταση της διαφοροποίησης
- η αποφυγή του υπερβάλλοντος ανταγωνισμού
- η βελτίωση της αποδοτικότητας της επιχείρησης-στόχου
- η μείωση της υπερβάλλουσας ρευστότητας
- η διοικητική αλαζονεία

Ο Lubatkin (1983,1987) κατηγοριοποιεί σε επτά κατηγορίες τα κίνητρα πίσω από τις συγχωνεύσεις:

- Θεωρία μονοπωλίου: για την απόκτηση μεριδίου αγοράς.
- Θεωρία αποτελεσματικότητας: οι συνέργιες (λειτουργικές, χρηματοοικονομικές και διοικητικές) φέρνουν την αποτελεσματικότητα.
- Θεωρία αξιολόγησης: οι μάνατζερ των εταιριών που κάνουν προσφορά έχουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την χρηματοοικονομική επίδοση της εταιρίας – στόχου απ' ότι η αγορά.
- Θεωρία αυτοκρατορίας: Σχεδιασμένη και εκτελεσμένη από μάνατζερ που μεγιστοποιούν τη χρησιμότητά τους αντί να μεγιστοποιούν την αξία των μετόχων τους.
- Θεωρία εξέλιξης: Οι μάνατζερ έχουν μόνο περιορισμένη πληροφόρηση και λαμβάνουν αποφάσεις βασισμένοι σε μη ολοκληρωμένη πληροφόρηση.
- Θεωρία εφόδου: Οι μάνατζερ δημιουργούν μεταφορές πλούτου από τους μετόχους των εταιριών για τις οποίες κάνουν προσφορά.
- Θεωρία αναταραχής: Τα κύματα συγχωνεύσεων προκαλούνται από οικονομικές διαταραχές και άλλους εξωγενείς παράγοντες.

Τα κίνητρα μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σύμφωνα με τους Brouthers *et al.* (1998) σε 3 κατηγορίες:

- Οικονομικά κίνητρα: στα κίνητρα αυτά περιλαμβάνονται οι οικονομίες κλίμακας, η αύξηση της κερδοφορίας, η αύξηση της αξίας, η διασπορά του κινδύνου και η μείωση του κόστους
- Προσωπικά κίνητρα της διοίκησης: Αύξηση των πωλήσεων, Εξαγορά αδύναμης διοίκησης, αύξηση του κύρους των διοικητικών στελεχών
- Στρατηγικά κίνητρα: Αύξηση της δύναμης στην αγορά, εξαγορά ανταγωνιστή, εξαγορά προμηθευτή, δημιουργία εμποδίων εισόδου.

### **3.3 Είδη και Αιτίες Εξαγορών και Συγχωνεύσεων**

Οι συγχωνεύσεις χωρίζονται σε οριζόντιες, κάθετες και με σύνθεση ετερόκλιτων επιχειρήσεων. Στην οριζόντια συγχώνευση (horizontal merge) έχουμε την ένωση δύο ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, του ίδιου κλάδου, με αποτέλεσμα την αύξηση του μεριδίου αγοράς και της δύναμης της επιβιώσας ή της νέας επιχείρησης. Η οριζόντια συγχώνευση θεωρείται πιο «επικίνδυνη» και συνήθως ρυθμίζεται από τη νομοθεσία

γιατί ευνοεί τα ολιγοπώλια και τα μονοπώλια. Με αυτή τη μέθοδο, επίσης, μπορεί να επιτευχθούν σημαντικές οικονομίες κλίμακας. Ένα παράδειγμα οριζόντιας συγχώνευσης στον φαρμακευτικό κλάδο είναι η ένωση της Glaxo και της Burroughs Wellcome, το 1995.(Gaughan, 2007; Dionne *et al.*, 2010)

Στην κάθετη συγχώνευση (vertical merge) έχουμε τη ένωση δύο επιχειρήσεων που έχουν σχέση αγοραστή -προμηθευτή. Ανάλογα με την κατεύθυνση προς την οποία πραγματοποιείται η συγχώνευση έχουμε την ενοποίηση προς τα εμπρός ή προς τα κάτω (προμηθευτής->αγοραστής) και την ολοκλήρωση προς τα πίσω ή προς τα πάνω (αγοραστής->προμηθευτής). Με την κάθετη συγχώνευση επιτυγχάνεται πιο εύκολα η μείωση του κόστους παραγωγής ή διάθεσης των προϊόντων ή υπηρεσιών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η εξαγορά της Medco Containment Services, η οποία διέθετε μεγάλο δίκτυο πωλήσεων φαρμάκων, από την φαρμακευτική εταιρία κολοσσός Merck, το 1993.(Gaughan , 2007; James, 2010 )

Η συγχώνευση με τη σύνθεση ετερόκλιτων επιχειρήσεων (conglomerate merger) πραγματοποιείται όταν ενώνονται δύο επιχειρήσεις οι οποίες δεν είναι ανταγωνιστές του ίδιου κλάδου και δεν έχουν σχέση προμηθευτή-αγοραστή. Πολλές φορές οι επιχειρήσεις επιλέγουν να πραγματοποιήσουν μια συγχώνευση/εξαγορά για στρατηγικούς λόγους διαφοροποίησης και με σκοπό την είσοδο τους σε νέες αγορές.(Παπαδάκης, 2002; Gaughan, 2007; James, 2010)

Οι επιχειρήσεις συγχωνεύονται και εξαγοράζονται για διάφορους λόγους. Ο πιο συνηθισμένος λόγος είναι η ανάπτυξη. Μια επιχείρηση μπορεί να επιθυμεί τη γρήγορη μεγέθυνση της ή την είσοδο της σε νέα γεωγραφική αγορά με μια εξαγορά. Άλλη αιτία για μια συγχώνευση-εξαγορά μπορεί να είναι η ανάγκη για συνέργεια δύο επιχειρήσεων για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητάς τους. Άλλο κίνητρο που οδηγεί τις επιχειρήσεις να εξαγοράζονται και να συγχωνεύονται είναι το χρηματοοικονομικό κομμάτι. Άλλες φορές, πάλι, οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές για φορολογικούς λόγους.(Manne, 1965; Παπαδάκης, 2002; Gaughan, 2007, Makri *et al.*,2010)

### 3.4 Ιστορική Αναδρομή

Για την καλύτερη ανάλυση και κατανόηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον πλανήτη είθισται ο διαχωρισμός τους από τους επιστήμονες σε περιόδους (merger waves), στις οποίες παρατηρείται η δραστηριότητα αυτή σε έξαρση. Συνολικά μέχρι σήμερα έχουν υπάρξει πέντε κύματα περιόδων με έντονο το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε διάφορους κλάδους. Τα πρώτα τέσσερα κύματα οριοθετούνται μεταξύ 1897-1904, μεταξύ 1916-1929, μεταξύ 1965-1969 και μεταξύ 1984-1989. Το 1992 αρχίζει το πέμπτο κύμα και απλώνεται μέχρι το 2000. Η κυρίως έδρα των περισσότερων συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν και είναι οι ΗΠΑ. Το πρώτο κύμα (1897-1904) χαρακτηρίζεται από πολλές οριζόντιες συγχωνεύσεις και ενοποιήσεις βιομηχανιών. Οι κλάδοι που συμμετείχαν στην έξαρση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, στο πρώτο κύμα, ήταν κυρίως οι βιομηχανίες ορυκτών, τροφίμων, πετρελαιοειδών, χημικών, εξοπλισμών μέσων μεταφοράς, επενδύσεων εξοπλισμού με υφάσματα, μηχανών και εξόρυξης άνθρακα. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αυτής της περιόδου ήταν τόσο μεγάλες που οδηγούσαν σε μονοπωλιακές καταστάσεις την αγορά. Το δεύτερο κύμα (1916-1929) περιλαμβάνει τόσο οριζόντιες ενοποιήσεις όσο και κάθετες. Σε αυτή την περίοδο οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αυτή τη φορά οδηγούν σε ολιγοπωλιακές καταστάσεις στους κλάδους που συμμετέχουν, διότι άρχισαν να εμφανίζονται νόμοι (π.χ Sherman Act) που αποτρέπουν τα μονοπώλια για την προστασία των καταναλωτών. Οι κλάδοι που επηρεάστηκαν από το δεύτερο κύμα ήταν των πρωτογενών μετάλλων, των πετρελαιοειδών, των τροφίμων, των χημικών και των εξοπλισμών μέσων μεταφοράς. Χαρακτηριστικό, ακόμη, του δεύτερου κύματος είναι ότι χρησιμοποιήθηκε το χρέος ως πηγή χρηματοδότησης των περισσότερων συμφωνιών. Αυτό ενείχε περισσότερα κέρδη για τους επενδυτές αλλά ταυτόχρονα αναλάμβαναν υψηλότερο κίνδυνο σε περίπτωση που η οικονομία δεν πήγαινε καλά, όπως και έγινε. Το δεύτερο κύμα, έληξε, με τη Μαύρη Πέμπτη του 1929, όπου έγινε το μεγάλο κραχ του χρηματιστηρίου στις ΗΠΑ και κατέρρευσε η οικονομία. Το τρίτο κύμα (1965-1969) χαρακτηρίζεται από συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους (conglomerate mergers). Σε αυτή την περίοδο οι επιχειρήσεις είχαν να αντιμετωπίσουν τις αυστηρές αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες, οπότε οι οριζόντιες και οι κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές ήταν πολύ δύσκολο να πραγματοποιηθούν. Συνεπώς, μοναδική στρατηγική διέξοδος ανάπτυξης ήταν η

διαφοροποίηση και η επέκταση των επιχειρήσεων σε άλλους κλάδους. Στις συμφωνίες εκείνης της περιόδου χρησιμοποιήθηκε χρέος (χαμηλού κόστους) ανταλλάξιμο με μετοχές σε περίπτωση που η επιχείρηση αδυνατούσε να πληρώσει. Το γεγονός αυτό ευνοούσε τα χρηματιστηριακά κέρδη (EPS) και χρηματοδοτούσε τις εξαγορές με χαμηλό κόστος. Το 1969, ο νόμος Tax Reform Act, έβαλε τέλος στο παιχνίδι αξιών που γινόταν στο χρηματιστήριο με τις υψηλές αποδόσεις των μετοχών, εμφανίζοντας τις μέχρι τώρα «κρυμμένες» μετατρέψιμες μετοχές στους υπολογισμούς. Με αυτόν τον τρόπο έληξε και το τρίτο κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το τέταρτο κύμα (1984-1989) έχει να δείξει πολλές εχθρικές εξαγορές. Το τέταρτο κύμα, ακόμη, περιλαμβάνει τεράστιες από άποψη αξίας εξαγορές και έχει πάρει το όνομα της περιόδου με τις μέγα-συγχωνεύσεις (mega-mergers). Σε αντίθεση με το τρίτο κύμα, όπου οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές πραγματοποιούνταν σε μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, στο τέταρτο κύμα περιλαμβάνει συμφωνίες δισεκατομμυρίων. Οι κλάδοι που πρωταγωνίστησαν σε αυτήν την περίοδο είναι του πετρελαίου, των τραπεζών, των φαρμάκων και του ιατρικού εξοπλισμού. Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αυτού του κύματος είναι ο ιδιαίτερος τρόπος χρηματοδότησης του. Ο όρος *corporate rider* χρησιμοποιήθηκε για να περιγράψει τις επιχειρήσεις που προσπαθούσαν να εξαγοράσουν μία άλλη με αντάλλαγμα κάποια χρηματοοικονομικά παράγωγα υψηλού κόστους πολλές φορές κινδύνου (junk bonds) ή στοιχεία του ενεργητικού τους, καταφέροντας στην πραγματικότητα να πληρώσουν πολύ λιγότερα από τη συμφωνηθείσα τιμή. Ακόμη, στις εξαγορές κερδοσκοπούσαν διάφοροι καιροσκόποι με τη μέθοδο του arbitrage, οι οποίοι συγκέντρωναν τις μετοχές της εταιρίας στόχου και τις πουλούσαν στην επιχείρηση που πρόσφερε τα περισσότερα, αποκομίζοντας τη διαφορά. Με αυτό τον τρόπο γινόταν πολλές εχθρικές εξαγορές. Σημαντικό ρόλο, επίσης, στο κύμα αυτό έπαιξαν οι μεγάλες τράπεζες που είχαν το ρόλο του συμβούλου στις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Οι τράπεζες από τη μια πλευρά βοηθούσαν τις επιχειρήσεις να σχεδιάσουν τη χρηματοδότηση της εξαγοράς με χρηματοοικονομικά μέσα, από την άλλη συμβούλευαν τις επιχειρήσεις-στόχους πώς να αποφύγουν μια εχθρική εξαγορά. Και σε αυτό το κύμα, για τη χρηματοδότηση των εξαγορών χρησιμοποιήθηκε υψηλό χρέος. Η περίοδος αυτή έληξε με την χρηματιστηριακή κρίση το 1989, όπου κατέρρευσε η αγορά των junk bonds. Το πέμπτο κύμα δεν άργησε να ξεκινήσει το 1992 και διήρκεσε μέχρι το 2000. Στην περίοδο αυτή πραγματοποιήθηκαν πολλές μεγάλες συμφωνίες (mega-mergers), αλλά αυτή τη φορά χρησιμοποιήθηκε ως

γνώμονας η επιχειρησιακή στρατηγική και δεν επαναλήφθηκαν τα λάθη του παρελθόντος, όπου γινόταν εξαγορές για βραχυπρόθεσμα κέρδη και με μη καθαρά μέσα. Οι κλάδοι που πρωταγωνίστησαν αυτήν την περίοδο ήταν ο τραπεζικός, οι τηλεπικοινωνίες και οι επιχειρήσεις που σχετίζονται με το ιντερνέτ. Το πέμπτο κύμα, ακόμα, χαρακτηρίζεται από τη διεθνή παρουσία του. Στην Ευρώπη, στην Ασία και στην Κεντρική και Νότια Αμερική έγιναν πολλές μεγάλες συμφωνίες εταιριών. Μάλιστα, αυτήν την περίοδο εμφανίστηκαν πολλές επιχειρήσεις από αναδυόμενες αγορές (π.χ. από το Ντουμπάι), που πραγματοποιούν επιτυχώς εξαγορές σε διάφορες χώρες, με σκοπό την εξάπλωση τους με στρατηγικά κριτήρια. Αρνητικό αυτής της περιόδου είναι ότι οι επιχειρήσεις που προέβησαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές έχασαν 240\$ δις χρηματιστηριακή αξία των μετοχών στα επόμενα χρόνια μετά τη συμφωνία (1998-2001) και το τίμημα αυτό θεωρείται μεγάλο από τους μελετητές.(Gaughan, 2007; Κυριαζής, 2007)

Νεότεροι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι υπάρχει και έκτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών και ότι αρχίζει από το 2003. Εκείνη την περίοδο υπήρχε αυξημένη δραστηριότητα στις συγχωνεύσεις και εξαγορές στις ΗΠΑ (συμφωνίες αξίας 1\$ τρις- αύξηση 71% το 2004 με σύγκριση με το 2002), στην Ευρώπη (συμφωνίες 760\$ δις- αύξηση 47% το 2004 σε σύγκριση με το 2002) και στην Ασία (συμφωνίες 19\$ δις- αύξηση 633% το 2005 σε σχέση με το 2002).(Gregoriou and Renneboog, 2007)

**Πίνακας 3. 1 Οι κύριες συγχωνεύσεις εταιριών ανά «κύμα»**

Εταιρία	Σ&Ε	Κλάδος
U.S Steel	1ο κύμα	Ορυκτών
DuPont Inc.	1ο κύμα	Χημικών
Standard Oil	1ο κύμα	Πετρελαίου
General Electric	1ο κύμα	Μηχανών
Eastman Kodak	1ο κύμα	Μηχανών-Φωτογραφίας
American Tobacco	1ο κύμα	Καπνοβιομηχανίας
General Motors	2ο κύμα	Αυτοκινητοβιομηχανίας
IBM	2ο κύμα	Μηχανών γραφείου
John Deere	2ο κύμα	Κατασκευής εξοπλισμού
Union Carbide Corp.	2ο κύμα	Χημικών
W.T. Grimm and Company	3ο κύμα	Παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών
Lingg-Temco-Vought	3ο κύμα	Βιομηχανίας
Litton Industries	3ο κύμα	Ηλεκτρονικών
ITT	3ο κύμα	Τηλεπικοινωνιών
Kohlberg Kravis	4ο κύμα	Παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών
Chevron	4ο κύμα	Ενέργειας
Philip Morris	4ο κύμα	Καπνοβιομηχανίας
Bristol Myers	4ο κύμα	Φαρμακοβιομηχανίας
Texaco	4ο κύμα	Ενέργειας
DuPont Inc.	4ο κύμα	Χημικών
Metal USA	5ο κύμα	Υπηρεσιών μετάλλων
Office Products USA	5ο κύμα	Προϊόντα γραφείου
Floral USA	5ο κύμα	Υπηρεσιών πώλησης λουλουδιών
U.S. Delivery Systems	5ο κύμα	Υπηρεσιών μεταφοράς
Comfort Systems USA	5ο κύμα	Υπηρεσιών κλιματισμού
Coach USA	5ο κύμα	Κατασκευής λεωφορείων
Waste Management	5ο κύμα	Διαχείρισης αποβλήτων
Republic Industries	5ο κύμα	Μεταπώλησης μεταχειρισμένων αυτοκινήτων

## 4 Πλεονεκτήματα- Μειονεκτήματα- Κίνδυνοι

### 4.1 Πλεονεκτήματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Τα πιο συνηθισμένα κίνητρα για μια εξαγορά ή συγχώνευση είναι η επιθυμία για γρηγορότερη ανάπτυξης και η επίτευξη συνέργειας. Η ανάπτυξη μπορεί να επέλθει με τη δημιουργία οικονομικών κλίμακας ή με την επίτευξη χαμηλού κόστους λειτουργίας μέσω της ενοποίησης διάφορων τμημάτων τους. Οι συνέργειες πραγματοποιούνται για τη δημιουργία αξίας μέσω της συνεργασίας των λειτουργικών τμημάτων ή των χρηματοοικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων που συμμετέχουν. Ένας άλλος λόγος για μια εξαγορά ή συγχώνευση μπορεί να είναι η επέκταση της εταιρίας σε άλλο κλάδο, όταν υπάρχει στασιμότητα στο άμεσο περιβάλλον. Αυτή η τακτική ονομάζεται στρατηγική της διαφοροποίησης. Τέλος, άλλα αίτια μπορεί να είναι απλά η «επιθυμία» του μάνατζερ και της διοίκησης να επεκταθούν (*hubris hypothesis*). (Manne, 1965; Παπαδάκης, 2002; Gaughan, 2007; James, 2010)

#### 4.1.1 Η Ανάπτυξη

Η ανάπτυξη μπορεί να έρθει γρηγορότερα πραγματοποιώντας μια οριζόντια ενοποίηση. Με αυτόν τον τρόπο ο αγοραστής μπορεί να αυξήσει το μερίδιο αγοράς του, να αποκτήσει νέα προϊόντα ή και εξειδικευμένη γνώση για την βελτίωση των προϊόντων του. Η εσωτερική ανάπτυξη απαιτεί περισσότερο χρόνο και πολλές φορές το περιβάλλον είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστικό, συνεπώς μια συγχώνευση ή μια εξαγορά αποτελεί μια πολύ καλή στρατηγική επιλογή, γιατί εξοικονομείται χρόνος. Σίγουρα, υπάρχουν και άλλα οφέλη, όπως είναι η μείωση του κόστους λειτουργίας από την ενοποίηση των κέντρων διοίκησης ή άλλων λειτουργικών τμημάτων (π.χ. του μάρκετινγκ). Ένας άλλος λόγος που μια επιχείρηση επιθυμεί μια εξαγορά μπορεί να είναι η επέκταση της σε μια ξένη αγορά. Η είσοδος μιας επιχείρησης σε μια νέα αγορά με την εξαγορά μιας τοπικής επιχείρησης θεωρείται πιο ασφαλή επιλογή και σαφώς πιο γρήγορη επένδυση. Η τοπική επιχείρηση έχει το πλεονέκτημα της γνώσης της αγοράς, έχει έτοιμες υποδομές και προσωπικό και έτσι μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν δούρειος ίππος σε μια ξένη αγορά από την αγοράστρια εταιρία. (Epstein, 2004; Gaughan, 2007; Appelbaum *et al.*, 2009)



Όταν το περιβάλλον του κλάδου κινείται με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, οι επιχειρήσεις βρίσκονται σε δεινή θέση, ειδικότερα εάν τα προηγούμενα χρόνια παρουσίαζαν συνεχώς αυξήσεις των πωλήσεων τους και των κερδών τους. Συνεπώς, η κατάσταση αυτή μπορεί να οδηγήσει τον μάνατζερ στην αναζήτηση επιχειρήσεων για εξαγορά ή συγχώνευση για να συνεχιστεί η περίοδος της ανάπτυξης, έστω αθροίζοντας μόνο τις οικονομικές καταστάσεις των δύο επιχειρήσεων. Τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα βελτιώνονται σίγουρα βραχυπρόθεσμα και υπάρχει μια ικανοποίηση από τους μετόχους και αισιοδοξία για το μέλλον, αλλά, μακροπρόθεσμα, αν θα αποφέρει επιπρόσθετη αξία η συγχώνευση ή η εξαγορά θα εξαρτηθεί σε μεγάλο ποσοστό από το μάνατζμεντ και πως θα διαχειριστεί την περίοδο μετά την ένωση. Η πραγματική ανάπτυξη θα επέλθει μόνο εάν καταφέρει η επιχείρηση να διευρύνει τα κέρδη της στα επόμενα χρόνια. (Epstein, 2004; Gaughan, 2007)

#### **4.1.2 Η Συνέργεια**

Η δημιουργία μιας πετυχημένης συνέργειας είναι ένα άλλο όφελος που μπορεί να αποκομίσει μία επιχείρηση από μια εξαγορά ή συγχώνευση. Οι συνέργειες ανάλογα με το αντικείμενο τους χωρίζονται σε λειτουργικές και σε χρηματοοικονομικές. Οι λειτουργικές συνέργειες έχουν ως στόχο την αύξηση των πωλήσεων ή την μείωση του λειτουργικού κόστους. Η αύξηση των πωλήσεων μπορεί να πραγματοποιηθεί με διάφορους τρόπους. Ένας τρόπος είναι η ταυτόχρονη χρήση των δικτύων πωλήσεων των δύο επιχειρήσεων, ώστε να προωθηθούν όλα τα προϊόντα στους ήδη υπάρχοντες πελάτες. Επίσης, δημιουργείται ευκαιρία για αύξηση των πωλήσεων από την κοινή χρήση του μάρκετινγκ (cross- marketing), καθώς μπορούν να προβληθούν περισσότερα προϊόντα κάτω από ένα ισχυρό brand name. Βέβαια, η σύζευξη αυτή δεν είναι εύκολη υπόθεση και θα πρέπει εξαρχής να έχει επιλεχθεί ο ιδανικός στόχος. Η μείωση του λειτουργικού κόστους είναι πιο εύκολο να πραγματοποιηθεί καθώς οι επιχειρήσεις μπορούν να σχεδιάσουν εκ νέου τις δραστηριότητες τους και να αξιοποιήσουν καλύτερα τις υποδομές τους και το ανθρώπινο δυναμικό τους. Μια χρηματοοικονομική συνέργεια στοχεύει στη μείωση του κόστους κεφαλαίου ώστε και οι δύο επιχειρήσεις να έχουν καλύτερη διαπραγματευτική ισχύ στους προμηθευτές και στις τράπεζες. Βέβαια, αξίζει να σημειωθεί ότι όλες οι συγχωνεύσεις και εξαγορές

δεν πετυχαίνουν και οι μέτοχοι δεν λαμβάνουν τα κέρδη που επιθυμούν.(Epstein, 2004; Gaughan, 2007; Gregoriou and Renneboog, 2007)

#### **4.1.3 Η Διαφοροποίηση**

Το περιβάλλον (νομοθετικό, οικονομικό) δεν είναι πάντοτε πρόσφορο για οριζόντιες ή κάθετες ενοποιήσεις. Όταν συμβαίνει αυτό, πολλές επιχειρήσεις καταφεύγουν στην αναζήτηση επιχειρήσεων-στόχων σε άλλους κλάδους, αξιοποιώντας τη στρατηγική της διαφοροποίησης. Οι επιχειρήσεις τείνουν να αναζητούν στόχους σε κλάδους που υπάρχουν μεγάλα περιθώρια κέρδους ή όπου έχουν τα εχέγγυα να αναδειχθούν leaders γιατί το επίπεδο ανταγωνισμού είναι χαμηλό. Σίγουρα ελλοχεύει ο κίνδυνος της αποτυχίας, αλλά υπάρχουν παραδείγματα, όπως της General Electric, η οποία έχει επεκταθεί και ηγείται σε διάφορους κλάδους, πέρα των ηλεκτρονικών (ασφάλειας, τηλεοπτικών σταθμών, πλαστικών, ιατρικού εξοπλισμού κ.α.). Επίσης, υποστηρίζεται ότι με τη στρατηγική της διαφοροποίησης τα κέρδη των μετόχων μπορεί να είναι υψηλότερα λόγω του μεγαλύτερου κινδύνου που ενέχουν.(Gaughan, 2007)

Συμπερασματικά, όταν μια συγχώνευση ή μια εξαγορά εγκριθεί και ανακοινωθεί στο κοινό είναι γενικά κάτι καλό για τους μετόχους. Οι μέτοχοι και η διοίκηση επιθυμούν την μεγιστοποίηση της αξίας του εγχειρήματος τους, το οποίο μεταφράζεται σε αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας και σε πραγματικά μελλοντικά κέρδη (αύξηση του ROE και ROA). Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές εξυπηρετούν άριστα την στρατηγική ανάπτυξης, των συνεργειών και της διαφοροποίησης. Επίσης, εσωτερικά κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορεί να είναι η βελτίωση του μάνατζμεντ της επιχείρησης-στόχου και η γενικότερη αναδιάρθρωση των λειτουργιών του, η βελτίωση του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης και διάφορα φορολογικά κίνητρα. Άλλα κίνητρα, ψυχολογικής φύσεως, μπορεί να είναι η επίδειξη της δύναμης αγοράς (market power hypothesis), η ο οποία σχετίζεται με μονοπωλιακά κέρδη, ή απλά για λόγους επάρκειας της επιχείρησης. Τέλος, τα προσωπικά κίνητρα του μάνατζερ (hubris hypothesis) μπορεί να είναι η αιτία για μια συγχώνευση ή εξαγορά.(Roll, 1987; Gaughan, 2007)

#### 4.1.4 Το Οικονομικό Περιβάλλον και Επιχειρηματικά Οφέλη

Σύμφωνα με τον Brown (2007), οι εξωγενείς παράγοντες που επηρεάζουν κατά κόρον τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι :

- Η γενιά των baby boomers που ασχολείται ακόμη με το χρηματιστήριο
- Το ιντερνέτ και η τεχνολογία
- Ο διεθνής ανταγωνισμός
- Οι οικονομίες κλίμακας και σκοπού
- Οι κυβερνήσεις με τα νομοθετήματα τους
- Το γεγονός ότι είναι πλέον μια καθιερωμένη επιχειρηματική πρακτική

Ακόμη, σύμφωνα με την άποψη των Klenert και Klodt (2002), Brown (2007) και Charleton και Lineberry (2007) τα πιο συνηθισμένα επιχειρηματικά οφέλη που προσφέρουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στους αγοραστές, τα οποία είναι:

- Απόκτηση τεχνολογίας
- Απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος
- Απόκτηση πρώτων υλών
- Απόκτηση μονάδων παραγωγής
- Απόκτηση έτοιμων προϊόντων με ταυτόχρονη εξοικονόμηση του χρόνου μάρκετινγκ
- Απόκτηση προϊόντων για την αύξηση της προσφοράς
- Απόκτηση του brand name
- Για τη βελτίωση του μάρκετινγκ
- Απόκτηση των δικτύων διανομής
- Για παγκοσμιοποίηση
- Για αυτάρκεια και οικονομίες κλίμακας
- Απόκτηση του πελατολογίου
- Αύξηση του μεριδίου αγοράς
- Αύξηση της αξίας της επιχείρησης για τους μετόχους
- Αύξηση των κερδών με την επέκταση της επιχείρησης σε κλάδους με ανάπτυξη
- Απόκτηση ζημιών για φορολογικούς λόγους

Επιπλέον, για τους πωλητές, ο Brown (2007), σημείωσε τα εξής παράγοντες που τους οδηγούν να δεχθούν μια συγχώνευση ή εξαγορά:

- Η επιβίωση
- Η ανάπτυξη
- Η αύξηση της ευελιξίας σε θέματα επιχειρήσεων
- Μετασχηματισμό, όταν η νομοθεσία το απαιτεί
- Σε περιπτώσεις όπου εκκρεμεί κάποια αντιδικία
- Για αύξηση της αξίας της επιχείρησης για τους μετόχους

#### **4.2 Μειονεκτήματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων**

Η θετική έκβαση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων δεν είναι πάντοτε δεδομένη. Το βασικό μειονέκτημα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων είναι ότι μπορεί να μη πετύχει το αρχικό σχέδιο λόγω πρακτικών προβλημάτων πάσης φύσεως λειτουργίας, κουλτούρας ή απλά λόγω συγκυριών. Παρά το γεγονός ότι τα ποσοστά επιτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών διαφέρουν από περίπτωση σε περίπτωση, όλες οι αναφορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα μεγάλο ποσοστό των συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν επιτυγχάνει τους ουσιαστικούς στόχους που είχαν τεθεί από την αρχή.(De Noble *et al.*, 2004; Carleton and Lineberry, 2007)

Αρχικά, το νομικό πλαίσιο της χώρας για την προστασία της αγοράς από το μονοπωλιακό ανταγωνισμό είναι ένα εμπόδιο που θα πρέπει να υπερπηδήσουν οι επιχειρήσεις, προκειμένου να προβούν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά. Πολλές φορές μπορεί να υπάρχει προθυμία και από τις δύο πλευρές, αλλά ο νόμος να απαγορεύει την ένωση των επιχειρήσεων. Ένα άλλο αρνητικό φαινόμενο που έχουν οι επιχειρήσεις είναι να μιμούνται τους ανταγωνιστές τους, πιστεύοντας ότι μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων θα βελτιώσουν την χρηματοοικονομική τους επίδοση, λαμβάνοντας έτσι βεβιασμένες αποφάσεις. Επίσης, πολλές φορές οι επιχειρήσεις μπορεί να έχουν ελλιπή αξιολόγηση ή πληροφόρηση και να προβούν σε μια εξαγορά με μεγαλύτερο τίμημα από ότι θα έπρεπε με κίνδυνο την μη προσδοκώμενη απόδοση στο μέλλον. Ο κίνδυνος αυξάνεται ακόμα περισσότερο εάν έχει χρησιμοποιηθεί μεγάλο χρέος και οι υπολογισμοί τα πρώτα χρόνια έχουν πέσει

εκτός προϋπολογισμού. Προβλήματα, όμως, μπορεί να δημιουργηθούν και κατά την πορεία των διαπραγματεύσεων εξαιτίας του ανθρώπινου παράγοντα. Άλλες δυσκολίες που συναντώνται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι στη διαδικασία στην πράξη, όπου εγείρονται δυσκολίες στην συνεργασία των στελεχών και σε θέματα εταιρικής κουλτούρας. Ένα ακόμη μειονέκτημα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ο περιορισμός των θέσεων εργασίας, στο πλαίσιο της αναδιοργάνωσης ή του σχεδίου περικοπών. Γενικότερα, μπορεί να προκύψουν μεγάλες δυσκολίες προσαρμογής την πρώτη περίοδο και αυτό να έχει αρνητικό αντίκτυπο στην απόδοση της επιχείρησης. Επίσης, μια εξαγορά ή συγχώνευση μπορεί να αποτύχει αν η αγορά είναι απόλυτα ανταγωνιστική, γεγονός που δημιουργεί μικρά περιθώρια κέρδους για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, αν υπάρχει υψηλό διοικητικό και διαχειριστικό κόστος.(Carleton and Lineberry, 2007)

Σύμφωνα με τους Brouters *et al.* (1998), De Noble *et al.*, 2004 και τους Carleton and Lineberry (2007) τα οικονομικά στοιχεία που μπορεί να στιγματίσουν αρνητικά μια συγχώνευση ή εξαγορά είναι:

- Η ανεπαρκής αξιολόγηση. Η ανεπαρκής αξιολόγηση μεταφράζεται σε μεγάλο premium κατά τη αγορά ή σε μείωση της χρηματιστηριακής αξίας μεταγενέστερα.
- Η μείωση της κερδοφορίας. Περίπου το 60% των συγχωνεύσεων παρουσιάζουν μειωμένη κερδοφορία κατά μέσο όρο για επτά έτη μετά τη συμφωνία.(Schenk, 2000)
- Οι αλλαγές στην παραγωγή. Έχει παρατηρηθεί ότι ενώ βραχυπρόθεσμα οι βιομηχανικές επιχειρήσεις, μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά, παρουσιάζουν αυξημένη παραγωγή, αλλά μακροπρόθεσμα η απόδοση αυτή μειώνεται.( McGlickin and Nguyen, 1995)
- Οι αποτυχημένοι αγοραστής γίνεται καλός στόχος για άλλες επιχειρήσεις. Η αγορά δεν αφήνει περιθώρια για λάθη. Σύμφωνα με έρευνα των Mitchell και Lane (1990), το 40% των κακών αγοραστών, μετατρέπονται σε εύκολους στόχους για εξαγορά.
- Η μειωμένη ενασχόληση της διοίκησης με στρατηγικές που αφορούν τους πελάτες, τον ανταγωνισμό και την αγορά γενικότερα. Οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε μια εξαγορά ή συγχώνευση έχουν μειωμένα τα

αντανακλαστικά τους όσον αφορά το εξωτερικό περιβάλλον τους και ασχολούνται περισσότερο με εσωτερικά θέματα.

- Μειωμένα κίνητρα για τους εργαζόμενους και προβλήματα ηθικής και κουλτούρας. Οι επιχειρήσεις συνήθως διαφέρουν σε θέματα κουλτούρας και συστημάτων ελέγχου, χρηματοοικονομικά συστήματα κ.α.. Πολύ συχνά και το ανθρώπινο δυναμικό και από τις δύο επιχειρήσεις δεν είναι έτοιμο για αλλαγές. Οι ασάφειες και η αβεβαιότητα μπορούν να πυροδοτήσουν συγκρούσεις μεταξύ των στελεχών των επιχειρήσεων.
- Η καθυστέρηση της ενοποίησης μπορεί να αποτελέσει ιδιαίτερα αρνητικό παράγοντα της συγχώνευσης. Αυτό συμβαίνει γιατί επιδρά αρνητικά στην αύξηση του κόστους κεφαλαίου και στο κόστος της μειωμένης παραγωγικότητας των εργαζομένων, καθώς η αβεβαιότητα που τους διακατέχει ενόψει της συγχώνευσης μπορεί να οδηγήσει σε παραιτήσεις υψηλόβαθμων στελεχών και των πολύ καλών εργαζομένων. Ακόμη, μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια σημαντικών προμηθευτών και πελατών, στην ενίσχυση των ανταγωνιστών και στη δημιουργία αβεβαιότητας στους μετόχους.
- Σύγχυση με το εταιρικό όνομα που θα επικρατήσει. Η οποιαδήποτε αλλαγή μπορεί να δημιουργήσει σύγχυση τους καταναλωτές και αυτό να οδηγήσει μείωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης τους. Ο απαραίτητος σχεδιασμός του μάρκετινγκ και της ονομασίας δε θα πρέπει να θεωρείται αμελητέος.
- Η μειωμένη εξυπηρέτηση των πελατών που οφείλεται στη συγχώνευση ή στην εξαγορά. Αλλαγές στα τηλέφωνα, στις ηλεκτρονικές διευθύνσεις, στη τιμολόγηση μπορεί να δυσαρεστήσουν πελάτες που εμπιστεύθηκαν μια επιχείρηση ή οποία έχει αλλάξει τρόπο λειτουργίας. Σίγουρα, θα πρέπει να υπάρχει επαρκής ενημέρωση σε όλους τους πελάτες για να μην υπάρχουν διαφυγές.

### 4.3 Κίνδυνοι Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Οι κίνδυνοι που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να συνοψισθούν στα εξής:

- Οι κίνδυνοι πριν την εξαγορά, συνδέονται κυρίως με την τιμολόγηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης στόχου, τα premium που θα δοθούν και η διαχείριση των μετόχων και της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών είναι μερικά θέματα που ενέχουν κινδύνους για την έκβαση της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Ακόμη, στις διεθνείς συγχωνεύσεις και εξαγορές υπάρχουν επιπρόσθετοι κίνδυνοι, χρηματοοικονομικής φύσεως, που μπορούν να οδηγήσουν σε αποτυχία, όπως ο κίνδυνος της χώρας, ο συναλλαγματικός και ο πιστωτικός κίνδυνος.
- Στην περίοδο μετά την συγχώνευση, οι μεγαλύτεροι κίνδυνοι σχετίζονται με την μη συμβατότητα της κουλτούρας των επιχειρήσεων από την ενσωμάτωση του προσωπικού στη νέα επιχείρηση, ο λειτουργικός κίνδυνος που προκύπτει την ενοποίηση των λειτουργικών συστημάτων πληροφορικής και επιχειρηματικός κίνδυνος που συνδέεται με την επαφή με την πελατεία και όλη τη σχετική διαχείριση.
- Ένας άλλος κίνδυνος μπορεί να οφείλεται στην ψυχολογία των διοικητικών στελεχών. Άλλοτε υπάρχει πολύ ενθουσιασμός για το αποτέλεσμα και μεγάλη απογοήτευση στην πορεία αν συναντηθούν δυσκολίες, άλλοτε υπάρχει μεγάλος ανταγωνισμός μεταξύ των στελεχών των επιχειρήσεων και άλλοτε υπάρχει ανασφάλεια για τη θέση εργασίας. Όλα αυτά θα πρέπει να διαχειριστούν με τρόπο και σχεδιασμό ώστε να μην επηρεάζεται αρνητικά η απόδοση των στελεχών και κατ'επέκταση της επιχείρησης.

#### 4.4 Παράγοντες Επιτυχίας Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Σύμφωνα με το άρθρο των De Noble *et al.* (1988), υπάρχουν 8 καθοριστικοί παράγοντες για την αποτυχία ή την επιτυχία μιας συγχώνευσης και είναι τα ακόλουθα:

- Το στάδιο των διαπραγματεύσεων. Σε αυτό το στάδιο, συχνά η εταιρία-στόχος δέχεται σημαντικές πιέσεις για το γρήγορο κλείσιμο της συμφωνίας, με αποτέλεσμα σημαντικοί παράγοντες να μένουν απροσδιόριστοι και να μην ρυθμίζονται. Παράλληλα, θα πρέπει να προσδιοριστούν οι όροι της συμφωνίας και να διασφαλιστεί η ισοτιμία των δυο εταιρών.
- Κατά τη διαμόρφωση της στρατηγικής ενοποίησης και των όρων θα πρέπει να λάβουν μέρος όλα τα διοικητικά στελέχη, καθώς αυτοί θα είναι υπεύθυνοι για την εφαρμογή της.
- Όλοι οι εργαζόμενοι θα πρέπει να θεωρήσουν ότι πλέον αποτελούν κοινή ομάδα με την άλλη εταιρία και να εργαστούν από κοινού για κοινούς στόχους.
- Ένα σημαντικό πρόβλημα μετά από κάθε εξαγορά είναι η ομαλή ενσωμάτωση του ανθρώπινου δυναμικού των δυο επιχειρήσεων και θα πρέπει να αντιμετωπιστεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο.
- Μπορεί να κρύβονται σημαντικά κόστη πίσω από μία συγχώνευση, τα οποία δεν έχουν συνυπολογιστεί στο στάδιο σχεδιασμού και λήψης απόφασης.
- Η κουλτούρα μπορεί να αποτελέσει σημαντικό παράγοντα σε μια επιτυχημένη εξαγορά ή συγχώνευση. Οι διαφορετικές νοοτροπίες μπορεί να οδηγήσουν σε προβλήματα τα οποία θα έχουν αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης.
- Η οργανωσιακή δομή θα πρέπει να είναι ομοιόμορφη και οι λειτουργίες των εταιριών θα πρέπει να επαναπροσδιοριστούν έτσι ώστε να δημιουργηθεί μία ενιαία εταιρία.
- Ακόμη, θεωρείται ότι μπορούν να προκύψουν ποικίλα προβλήματα, γι' αυτό η αρχική στρατηγική θα πρέπει να είναι ευέλικτη έτσι ώστε να μπορεί να τα αντιμετωπίσει.

Ωστόσο, ο Epstein (2004) θεωρεί ότι η αποτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών οφείλεται σε λάθη και παραλείψεις κυρίως κατά τους αρχικούς στόχους, τον σχεδιασμό, τη διαδικασία ενοποίησης μετά τη συγχώνευση και το εξωτερικό



περιβάλλον. Θεωρεί ότι οι αλόγιστες και βιαστικές κινήσεις στην πρώτη φάση της προετοιμασίας είναι οι κύριες αιτίες αποτυχίας. Πιστεύει ότι θα πρέπει να υπάρχει ενιαία στρατηγική από τις εταιρίες, επικοινωνία μεταξύ της διοίκησης και των εργαζομένων, ταχύτητα στην διαδικασία ενοποίησης και η ύπαρξη συγκεκριμένων στόχων.

Πολλοί αναλυτές έχουν επιχειρήσει να εξηγήσουν την επιτυχία ή αποτυχία των συγχωνεύσεων από την άποψη του στρατηγικού ταιριάσματος (match) μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιριών. Ενώ ορισμένοι αναλυτές έχουν προτείνει ότι η ομοιότητα μεταξύ των συγχωνευόμενων μονάδων μάλλον δημιουργεί μεγαλύτερη αξία, άλλοι ισχυρίζονται ότι η συμπληρωματικότητα μεταξύ των συγχωνευόμενων μονάδων είναι πιθανότερο να οδηγήσει σε αξία για τη συγχωνευμένη επιχείρηση. Το γενικό συμπέρασμα, πάντως, είναι ότι η ύπαρξη στρατηγικής παίζει σημαντικό ρόλο όπως επίσης και η αντιμετώπιση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς στην πράξη.

Από μια άλλη οπτική γωνία, σύμφωνα με τον Κυριαζή (2007), υπάρχουν έξι καθοριστικοί παράγοντες μιας επιτυχούς συγχώνευσης και είναι οι παρακάτω:

- Στρατηγικό όραμα. Το στρατηγικό όραμα πρέπει να οδηγεί σε μια λογική συγχώνευσης που να είναι επικεντρωμένη στη δημιουργία μακροπρόθεσμων ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων και όχι μόνο βραχυπρόθεσμων βελτιώσεων στη λειτουργική αποδοτικότητα με μοναδικό επίτευγμα την μείωση του κόστους. Με αυτό τον τρόπο δημιουργείται αξία για τους μετόχους.
- Δομή της συμφωνίας- Τρόπος χρηματοδότησης. Μια επιτυχημένη συγχώνευση απαιτεί την ιδιαίτερη προσοχή σε δύο σημεία της δομής της συμφωνίας: στον τύπο της χρηματοδότησης και στο premium στην τιμή.
- Οφειλόμενη επιμέλεια και αφοσίωση. Οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται πρέπει να επιδείξουν προσοχή για να εξασφαλίσουν ότι η συμφωνία μπορεί να πετύχει στην εφαρμογή του προτεινόμενου στρατηγικού οράματος. Η ομάδα επιμέλειας πρέπει να συμπεριλάβει στελέχη και από τις δύο επιχειρήσεις, σε διαφορετικές λειτουργικές περιοχές και να συμπεριλάβει επίσης λογιστές, δικηγόρους, τεχνικούς κλάδους και άλλους εμπειρογνώμονες.

- Σχεδιασμός προ της εξαγοράς/ συγχώνευσης. Η προετοιμασία κατά τη διάρκεια της περιόδου που οδηγεί στην ανακοίνωση της συγχώνευσης, είναι κρίσιμη για την επιτυχία, δεδομένου ότι είναι βασικό να παρουσιαστεί η συγχώνευση στους κατάλληλους ανθρώπους με σιγουριά.
- Ολοκλήρωση μετά την εξαγορά/ συγχώνευση. Οι επιχειρήσεις συναντούν δυσκολίες συχνά στις συγχωνεύσεις κατά τη διάρκεια της διαδικασίας ολοκλήρωσης. Εάν οι προηγούμενοι τέσσερις παράγοντες έχουν εξασφαλιστεί, η επιχείρηση προχωράει προς μια επιτυχή συγχώνευση. Η στρατηγική της νέας επιχείρησης και της διαδικασίας ολοκλήρωσης πρέπει να είναι σαφής και η νέα οργανωτική πρέπει να είναι καλά καθορισμένη.
- Εξωτερικοί παράγοντες. Όλοι οι παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία των συγχωνεύσεων δεν είναι ελεγχόμενοι από την ίδια την επιχείρηση. Το μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον για παράδειγμα, μπορεί να δημιουργήσει απροσδόκητες συνέπειες όσον αφορά την απασχόληση ή τη διατήρηση των πελατών.

Συνοπτικά, για την επιτυχία μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς υπάρχουν διάφοροι παράγοντες οι οποίοι παίζουν κρίσιμο ρόλο. Πέρα από χρηματοοικονομικούς όρους, σημαντικό ρόλο έχουν η αφοσίωση και η δέσμευση των στελεχών, η καλή επικοινωνία τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό της εταιρίας, η στελέχωση σε θέσεις κλειδιά με τα καλύτερα στελέχη, η γρήγορη υλοποίηση του σχεδίου μετάβασης, η άμεση αντιμετώπιση των όποιων αντιδράσεων από εργαζόμενους, πελάτες και προμηθευτές. Τέλος, το A και το Ω σε μία συγχώνευση ή εξαγορά είναι η σύλληψη και υλοποίηση του στρατηγικού οράματος και η δημιουργία αξίας από αυτό.

#### **4.5 Παράγοντες Αποτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών**

Οι παράγοντες που μπορεί να οδηγήσουν σε αποτυχία τις E&S , σύμφωνα με έρευνες τον Κυριαζή (2007), μπορεί να είναι :

- **Ανεπαρκής αξιολόγηση.** Όταν μια επιχείρηση εξετάζει μια εξαγορά ή συγχώνευση συνήθως εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης στόχου. Συχνά όμως η διαδικασία αποδεικνύεται ανεπαρκής αφού μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων, μετά την εξαγορά ή συγχώνευση ανακαλύπτει ότι υπερεκτίμησε τα οφέλη που θα αποκόμιζε ή υποεκτίμησε τα κόστη που θα απέρρεαν.
- **Δυσκολίες ενοποίησης- Ο ανθρώπινος παράγοντας.** Δεύτερος βασικός λόγος αποτυχίας μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης είναι η αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης των επιχειρήσεων, δηλαδή της ένωσης δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, των χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου, καθώς και την προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών των επιχειρήσεων. Πρόκειται για μια διαδικασία χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα. Πολύ συχνά και το ανθρώπινο δυναμικό οφείλεται για την αποτυχία, εξαιτίας της εταιρικής κουλτούρας που το διακρίνει. Οι ασάφειες και η αβεβαιότητα μπορούν να πυροδοτήσουν συγκρούσεις μεταξύ του ανθρώπινου δυναμικού των εταιριών.
- **Αρνητικές επιπτώσεις της καθυστέρησης ενοποίησης.** Για τους λόγους που προαναφέρθηκαν, το διάστημα μεταξύ της ανακοίνωσης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης και της ολοκλήρωσης της διευρύνεται περισσότερο από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί. Αυτή η εξέλιξη έχει ιδιαίτερα αρνητικό αντίκτυπο επί της αποτελεσματικής πραγματοποίησης της συγχώνευσης. Αυτό συμβαίνει γιατί επιδρά αρνητικά στην αύξηση του κόστους κεφαλαίου (αφού δεσμεύτηκαν κεφάλαια τα οποία χάνουν την πραγματική τους αξία με το πέρασμα του χρόνου) και στο κόστος της μειωμένης παραγωγικότητας των εργαζομένων (καθώς η αβεβαιότητα που τους διακατέχει ενόψει της συγχώνευσης μπορεί να οδηγήσει σε παραιτήσεις). Ακόμη, μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια σημαντικών προμηθευτών και πελατών, στην ενίσχυση των ανταγωνιστών και στη δημιουργία αβεβαιότητας στους μετόχους.

- **Υπερβολικό χρέος.** Μια επιχείρηση που αποφασίζει να εξαγοράσει μια άλλη, είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει. Όμως, συνήθως, είτε λόγω ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης- στόχου, είτε λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης των στελεχών της, για την απόφασή τους, η επιχείρηση πριν το κλείσιμο της συμφωνίας βρίσκεται σε μια θέση όπου δε γνωρίζει την ακριβή αξία που έχει η επιχείρηση- στόχος.
- **Ρόλος στελεχών.** Προβλήματα μπορεί να δημιουργηθούν και στην πορεία των διαπραγματεύσεων για εξαγορές ή συγχωνεύσεις. Στις διαπραγματεύσεις συμμετέχουν τα στελέχη της επιχείρησης- αγοραστή και ένα πλήθος άλλων ατόμων με διάφορες ειδικότητες, είτε από την ίδια την εταιρία είτε ανεξάρτητα από αυτή.

## 5 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον Φαρμακευτικό Κλάδο

### 5.1 Εισαγωγή

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι μια πολύ δημοφιλής πρακτική για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να εξελιχθούν. Σύμφωνα με μια πρόσφατη έρευνα της KPMG (2016) σε στελέχη μεγάλων επιχειρήσεων, έδειξε τις προτιμήσεις για τις επόμενες συγχωνεύσεις και εξαγορές που θα επέλεγαν να πραγματοποιήσουν το 2016. Οι απαντήσεις μπορούσαν να περιέχουν δύο περιοχές.

#### Για την Αμερική

- Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων θα επέλεγαν τις ΗΠΑ (79%)
- 13% θα διάλεγαν τη βόρειο Αμερική (εκτός ΗΠΑ)
- 6% θα επιθυμούσαν τη Βραζιλία
- 5% θα διάλεγαν τις λοιπές χώρες τις νοτίου Αμερικής

#### Για τον υπόλοιπο κόσμο

- 21% θα επέλεγαν τη δυτική Ευρώπη
- 11% θα επέλεγαν την Κίνα
- 10% θα επέλεγαν την Ινδία
- 2% θα επέλεγαν τη Ρωσία
- 2% θα επέλεγαν την Αυστραλία/Νέα Ζηλανδία
- 3% θα επέλεγαν την κεντρική και ανατολική Αφρική

Σύμφωνα με τον Philip Isom, διευθυντικό στέλεχος της KPMG, οι ΗΠΑ είναι ο πιο δημοφιλής προορισμός για συγχωνεύσεις και εξαγορές γιατί θεωρείται ότι έχει την πιο υγιή οικονομία και αρκετά πιο φιλικό περιβάλλον καθώς και πολλές ευκαιρίες.

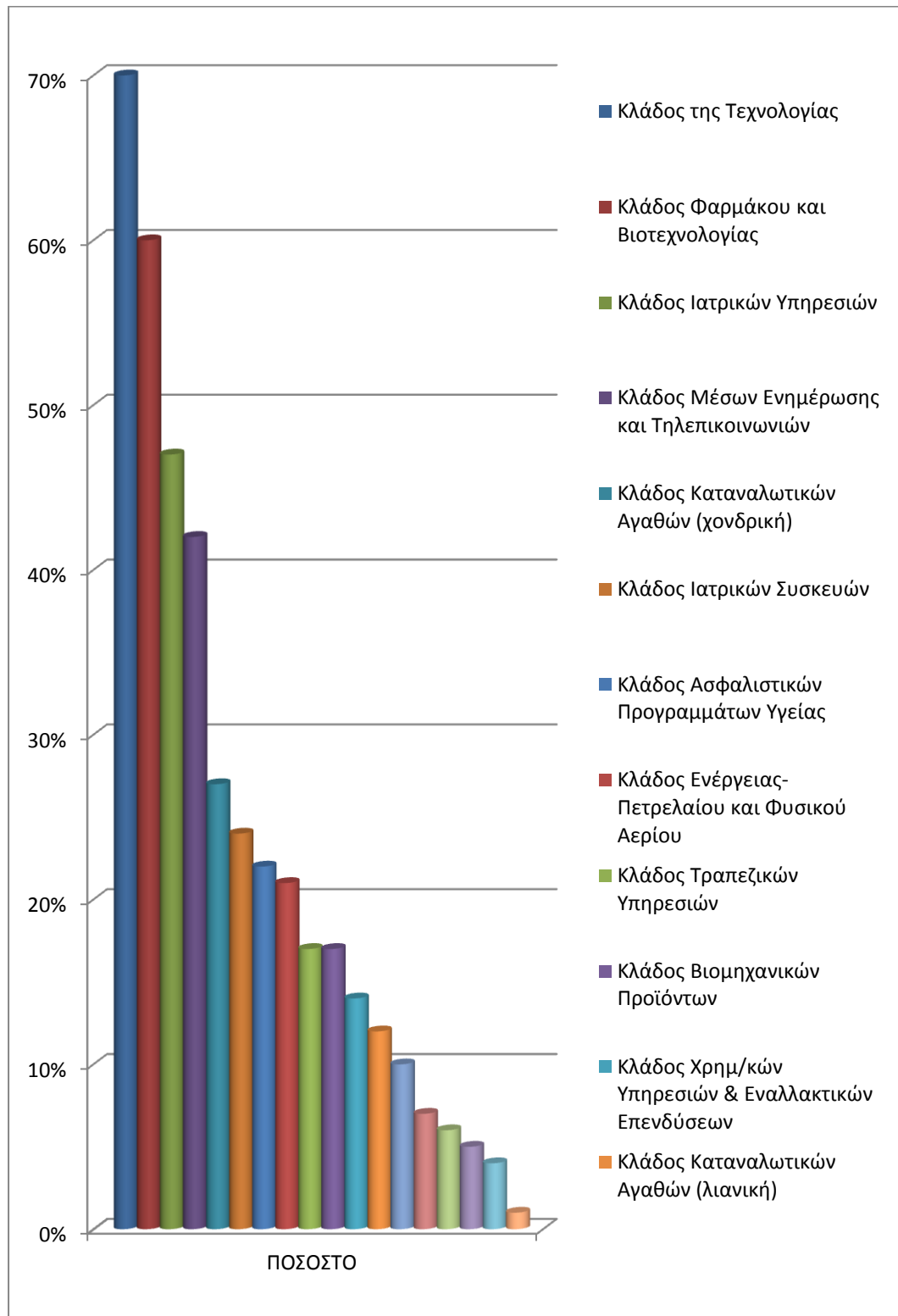
Στην ερώτηση ποιες βιομηχανίες θεωρούνται πιο ελκυστικές για συγχωνεύσεις και εξαγορές, τα στελέχη απάντησαν:

- 70% της τεχνολογίας
- 60% ο φαρμακευτικός και της βιοτεχνολογίας
- 47% των ιατρικών υπηρεσιών

- 42% των μέσων ενημέρωσης και τηλεπικοινωνιών
- 27% των καταναλωτικών αγαθών (χονδρική)
- 24% των ιατρικές συσκευών
- 22% των ασφαλιστικών προγραμμάτων υγείας
- 21% της ενέργειας-πετρέλαιο και φυσικό αέριο
- 17% χρηματοοικονομικών υπηρεσιών-τραπεζικά
- 17% βιομηχανικών προϊόντων
- 14% χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και εναλλακτικών επενδύσεων
- 12% καταναλωτικών αγαθών (λιανική)
- 10% ενέργειας-άλλες μορφές
- 7% των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών-διαχείριση επενδύσεων
- 6% ασφαλιστικών υπηρεσιών
- 5% βιομηχανικών κατασκευών
- 4% χρηματοοικονομικών υπηρεσιών χρηματιστηρίου
- 1% Διαστήματος και Άμυνας

Η τάση αυτή φαίνεται και στο παρακάτω γράφημα 5.1 .

**Γράφημα 5. 1- Έρευνα KPMG, 2016**



Επίσης, ανάλογα με τον κλάδο, διαφορετικές ήταν και οι απαντήσεις στις ερωτήσεις σχετικά με τα κίνητρα για συγχωνεύσεις και εξαγορές (key trends) και για τους στόχους-προκλήσεις (key challenges) που επιθυμούν να πετύχουν μέσα από τις συγχωνεύσεις ή εξαγορές. Παρακάτω παρουσιάζονται οι πιο συχνές απαντήσεις.

Στον κλάδο με τα καταναλωτικά προϊόντα, τα κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι:

- η ανάγκη για ανάπτυξη των προϊόντων/υπηρεσιών και
- ο ανταγωνισμός,
- ,ενώ οι προκλήσεις είναι:
- η επίτευξη μιας συμφωνηθείσας αξίας και
- η εύρεση κατάλληλων στόχων.

Στον κλάδο της ενέργειας, τα κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι :

- ο ανταγωνισμός και
- οικονομικοί λόγοι λόγω της πτώσης της τιμής του πετρελαίου
- ,ενώ οι προκλήσεις αφορούν
- την επίτευξη μια συμφωνηθείσας αξίας και
- την ικανότητα να προβλεφθεί σωστά το επιχειρηματικό περιβάλλον.

Στον κλάδο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, τα κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι:

- η ανάγκη για την ανάπτυξη του πελατολογίου
- ο ανταγωνισμός
- ,ενώ οι προκλήσεις είναι:
- η επίτευξη μιας συμφωνηθείσας αξίας και
- η αβεβαιότητα στο νομικό πλαίσιο/να προβλέπεται τι θα κάνουν οι κυβερνήσεις

Στον κλάδο των ιατρικών υπηρεσιών, τα κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι

- η ανταπόκριση της βιομηχανίας στο νομοθετικό πλαίσιο και
- η ανάγκη για νέα προϊόντα/υπηρεσίες
- , ενώ οι προκλήσεις είναι:
- η επίτευξη μιας συμφωνηθείσας αξίας και
- η εύρεση κατάλληλων στόχων.

Στον κλάδο των βιομηχανικών κατασκευών, τα κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι:

- η ενοποίηση (κάθετη, οριζόντια)
- η ανάγκη για εύρεση νέων αγορών
- η ανάγκη για μείωση κόστους



- η ανάγκη για τεχνολογικό προβάδισμα
- , ενώ οι προκλήσεις είναι:
- η επίτευξη μιας συμφωνηθείσας αξίας και
- η εύρεση κατάλληλων στόχων.

Στον κλάδο των τεχνολογιών, τα κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι

- η ανάλυση δεδομένων
- η χρήση του cloud
- το ιντερνέτ των πραγμάτων
- η ασφάλεια
- , ενώ οι προκλήσεις είναι
- η επίτευξη μιας συμφωνηθείσας αξίας και
- η συνοχή των εργαζομένων και η παροχή κινήτρων.

Στον κλάδο των μέσων ενημέρωσης και τηλεπικοινωνιών, τα κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι:

- η σύγκλιση των τεχνολογιών
- κινητές συσκευές
- , ενώ οι προκλήσεις είναι:
- η επίτευξη μιας συμφωνηθείσας αξίας και
- η συνοχή των εργαζομένων και η παροχή κινήτρων.

Στον κλάδο των φαρμακευτικό και της βιοτεχνολογίας, τα κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι:

- η πρόσβαση σε κλινική έρευνα
- η λήξη των πατεντών για πολλά φάρμακα πρωτότυπα που φέρνουν μεγάλο μερίδιο στα έσοδα
- , ενώ οι προκλήσεις είναι:
- η επίτευξη μιας συμφωνηθείσας αξίας και
- η ομαλοποίηση της στρατηγικής που θα ακολουθήσει η επιχείρηση μετά την συγχώνευση ή εξαγορά.

Σύμφωνα με τον Alex Miller, διευθυντικό στέλεχος της KPMG, οι αγοραστές που ψάχνουν για πρόσβαση σε νέες τεχνολογίες και καινοτομίες έχουν να αντιμετωπίσουν

ένα υψηλό κόστος εξαγοράς, ενώ οι αγοραστές που ψάχνουν να αναπτύξουν τη γραμμή προϊόντων/υπηρεσιών τους γεωγραφικά μπορούν να πετύχουν καλύτερες αγορές από άποψη αξίας.

Επιπροσθέτως, σύμφωνα με την ίδια έρευνα, οι λόγοι για τους οποίους θα πραγματοποιούσαν τα στελέχη μεγάλων επιχειρήσεων μια συγχώνευση ή εξαγορά το 2016 είναι:

- η είσοδος σε μια νέα αγορά
- η επέκταση του πελατολογίου
- η γεωγραφική επέκταση
- η απόκτηση άυλων περιουσιακών στοιχείων ή νέας τεχνολογίας
- ευκαιριακά- ο στόχος-επιχείρηση είναι διαθέσιμος
- να διακρίνεται κέρδος πίσω από τη συγχώνευση ή εξαγορά
- η απόκτηση επιπρόσθετων στοιχείων από την εφοδιαστική αλυσίδα
- σε απάντηση του ανταγωνισμού

Επίσης, σύμφωνα με τον Dan Tiemann, διευθυντικό στέλεχος της KPMG οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν να κάνουν πρωτίστως με τη στρατηγική. Δεύτερη έρχεται η επίτευξη μιας ενιαίας κουλτούρας και τρίτον να έχει νόημα όλο το εγχείρημα. Μετά έρχεται η τιμή και υπάρχει λόγος για να ξεκινήσουν οι διαπραγματεύσεις και από τις δύο πλευρές.

Επίσης, σύμφωνα με τους ειδικούς της έρευνας, οι κρίσιμοι παράγοντες θεωρούνται η επιμελής εκτέλεση του σχεδίου, να γίνει σωστή εκτίμηση βάσει των δεδομένων σε πραγματικό χρόνο ώστε να ελέγχονται οι κίνδυνοι και το θετικό οικονομικό κλίμα γενικότερα. Όλα αυτά προϋποθέτουν σοβαρή και μετρημένη εργασία γιατί τα λάθη μπορεί να αποβούν μοιραία. (KPMG, 2016)

Όσον αφορά τους φόρους, το θέμα αυτό λαμβάνεται υπόψη και η συνηθισμένη πρακτική είναι για τα χρήματα να χρησιμοποιούνται off shore εταιρίες ή ψάχνεται ποια είναι η βέλτιστη λύση για τη συναλλαγή. (KPMG, 2016)

Συμπερασματικά, σε αυτό το κεφάλαιο δόθηκαν τα κίνητρα και οι προκλήσεις των μάνατζερ για συγχωνεύσεις και εξαγορές σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποίησε η KPMG σε στελέχη επιχειρήσεων. Κινητικότητα υπάρχει σε αρκετούς κλάδους, με τους πρώτους να βρίσκονται στην κορυφή της προτίμησης των στελεχών των επιχειρήσεων να είναι i) της τεχνολογίας ii) του φαρμακευτικού και της βιοτεχνολογίας και iii) των ιατρικών υπηρεσιών. Η πρόσβαση σε κλινική έρευνα και η λήξη των πατεντών σε φάρμακα leaders κάνουν ελκυστικές τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μιας στρατηγικής όχι μόνο επέκτασης αλλά εξέλιξης και επιβίωσης για τον κλάδο.

## **5.2 Η Επιρροή των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στον Φαρμακευτικό Κλάδο**

Σύμφωνα με τον John L. LaMattina, τον Πρόεδρο της Pfizer, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν μειώσει τον αριθμό των σημαντικών επιχειρήσεων την τελευταία δεκαπενταετία. Από επιχειρηματικής άποψης και στρατηγικής οπτικής γωνίας, οι έντονες ενοποιήσεις μεγάλων εταιριών μπορεί να μοιάζουν λογικές, φαίνεται όμως να υπάρχει αρνητικό αντίκτυπο στο κόστος που δαπανάται για την έρευνα, την παραγωγικότητα και την εξέλιξη των φαρμάκων. Υπάρχει έντονο ενδιαφέρον στη διεθνή βιβλιογραφία σχετικά με τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης των εταιριών που συμμετέχουν. Λόγω των πολλών συγχωνεύσεων και εξαγορών θεωρείται ότι μειώθηκαν κατά πολύ οι πιθανότητες για την εύρεση νέων φαρμάκων, αφού λιγότερες πλέον εταιρίες πραγματοποιούν κλινικές έρευνες. Η σύγκριση αυτή σήμερα γίνεται με τη δεκαετία 1990-2000 όπου υπήρχαν πολλές περισσότερες φαρμακευτικές εταιρίες και κατά μέσο όρο έβγαιναν στην αγορά 31 νέα φάρμακα κάθε χρόνο (το 1996 βγήκαν στην αγορά 56 νέα φάρμακα), σε αντίθεση με τη επόμενη δεκαετία (2000-2010) όπου μειώθηκαν και οι εταιρίες και τα παραγόμενα φάρμακα έφταναν τα 24 κατά μέσο όρο κάθε χρόνο. (Danzon *et al.*, 2007; LaMattina, 2011)

Από επιχειρηματικής άποψης, οι λόγοι για τους οποίους γίνονται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι για την αποφυγή παράλληλων φαρμάκων, για τη μείωση του

κόστους και για να προάγονται συνέργειες. Όταν ξεκίνησαν οι πρώτες συγχωνεύσεις, δε γινόταν περικοπές στα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης, όπως για παράδειγμα στη συγχώνευση της Bristol Myers και της Squibb το 1989. Όταν συγχωνεύτηκαν οι δύο εταιρίες, τα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης τους ενοποιήθηκαν και αυξήθηκαν τα προγράμματα τους. Μετά το 2000, οι εταιρίες μετά από κάποια συγχώνευση ή εξαγορά έκλειναν τελείως κάποια προγράμματα κλινικών ερευνών και ελάττωναν αισθητά το ποσοστό των κερδών που επένδυναν ξανά στην έρευνα. Για παράδειγμα η Pfizer, ενώ πραγματοποίησε τρεις μεγάλες εξαγορές (Lambert, Pharmacia, Wyeth) και ένα πλήθος μικρότερων επιχειρήσεων (Vicuron, Rinat, Esperion), έκλεισαν αρκετά τμήματα έρευνας και ανάπτυξης και μάλιστα κάποια από αυτά είχαν κάνει στο παρελθόν σημαντικές ανακαλύψεις, όπως το atorvastatin (Lipitor), το amlodipine (Norvasc) και το sildenafil (Viagra). Παρόμοια λογική ακολούθησαν και άλλες επιχειρήσεις που συγχωνεύθηκαν ή εξαγοράστηκαν. Όσον αφορά τις περικοπές, η Pfizer χαρακτηριστικά επένδυε γύρω στα 11,3 δις δολάρια το 2008, ενώ τα επόμενα χρόνια, και μετά από σημαντικές συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι επενδύσεις τις μειώθηκαν στα 7 δις δολάρια το 2012.(LaMattina, 2011)

Σε μια εποχή όπου οι ασθενείς και οι αρρώστιες αυξάνονται, είναι δύσκολο να προβλεφθεί η αποτελεσματικότητα των προγραμμάτων έρευνας και ανάπτυξης με την παρασκευή νέων φαρμάκων, παρόλο των περικοπών που έχουν γίνει. Είναι πλέον γεγονός ότι στις επιχειρήσεις που έρχονται σε μία συγχώνευση ή εξαγορά παρατηρείται μια μείωση στα φαρμακευτικά σκευάσματα που εξελίσσονται στα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης και αυτό διαπιστώνεται εύκολα από τους αριθμούς. Όταν πραγματοποιείται μια συγχώνευση ή εξαγορά, εκ των πραγμάτων, το τελευταίο που συμφωνείται είναι το πρόγραμμα έρευνας και ανάπτυξης. Αυτό συμβαίνει γιατί τα φάρμακα πριν βγουν στην παραγωγή, περνούν από τρεις φάσεις, οι οποίες είναι χρονοβόρες με μελέτες, δοκιμές και αναλύσεις. Επίσης, ποια φάρμακα θα κρατηθούν στην παραγωγή είναι επίσης ένα σημαντικό θέμα στρατηγικής για τη διαχείριση των εμπορικών σημάτων. Τρίτος παράγοντας που επηρεάζει το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης είναι η απόφαση της Διαδικασίας (το λεγόμενο Πρωτόκολλο) που θα χρησιμοποιηθεί και το οποίο χαρακτηρίζεται από επιστημονικά τεκμηριωμένες απόψεις. Άλλες φορές επιλέγεται ένα από τα ήδη υπάρχοντα, άλλες φορές δημιουργείται ένα υβριδικό. Όλα αυτά είναι θέματα που απαιτούν χρόνο και, πολλές

φορές, μέχρι να λυθούν δεν ξεκινούν καινούρια προγράμματα για κλινικές έρευνες. Η καθυστέρηση είναι δεδομένη.(Steven *et al.*, 2010; LaMattina, 2011)

Γενικότερα, υπάρχει η άποψη ότι θα πρέπει να επαναξιολογείται το πρόγραμμα έρευνας και ανάπτυξης, μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά, και να δοθεί η απαραίτητη σημασία ώστε να υπάρχει εξέλιξη στην αντιμετώπιση παθήσεων και σε έρευνες που σταμάτησαν εξαιτίας επιχειρηματικών αποφάσεων, όπως είναι η νευροεπιστήμη και οι αντιβακτηριακές μελέτες φαρμάκων. Η εξέλιξη θα πρέπει να είναι ουσιαστική και να ακολουθεί την αποστολή των φαρμακευτικών επιχειρήσεων για την αντιμετώπιση ασθενειών.(Higgins and Rodriguez, 2005)

### **5.3 Η Σημασία της Στρατηγικής των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Φαρμακευτικές Επιχειρήσεις**

Οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις επιλέγουν τη στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών για να λύσουν προβλήματα, όπως είναι η λήξη των πατεντών τους, τα αυξανόμενα κόστη στη δημιουργία νέων φαρμάκων και η ανάγκη για διεθνή παρουσία και επικράτηση. Πιο συγκεκριμένα, η στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών βοηθά αρχικά στην επέκταση σε μέγεθος και στην συνέργεια των τμημάτων έρευνας και ανάπτυξης για την επίτευξη των αναμενόμενων πωλήσεων και τον ορθολογισμό του κόστους. Μετά το 1995 οι εταιρίες που πρωταγωνίστησαν στο χώρο με βάση αυτή τη στρατηγική ήταν η Aventis, η Astrazeneca, η Pharmacia, η Pfizer και η Glaxo SmithKline.(James, 2002)

Παρακάτω θα παραθέσουμε μερικές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών όπου θα διεξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα για τα οφέλη και τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στο φαρμακευτικό κλάδο. Οι περιπτώσεις αυτές επιλέχθηκαν γιατί αφορούν τις πρώτες πολύ μεγάλες και σημαντικές οριζόντιες συγχωνεύσεις που καθόρισαν την πορεία του φαρμακευτικού κλάδου, μιας και κατέχουν σημαντικό μερίδιο αγοράς, και γιατί αποτέλεσαν παραδείγματα προς μίμηση της στρατηγικής τους για τις άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Επίσης, οι επιχειρήσεις αυτές θεωρούνται success stories στο πεδίο των συγχωνεύσεων και

εξαγορών στον φαρμακευτικό κλάδο και καλύπτουν σχεδόν το σύνολο των προβλημάτων και επιλογών που προκύπτουν στις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

#### Η περίπτωση Glaxo-Wellcome

Η Glaxo το 1995 απέκτησε τη Burroughs Wellcome με 9,1 δις αγγλικές στερλίνες και έγινε εκείνη την εποχή η μεγαλύτερη φαρμακευτική εταιρία στον κόσμο. Οι λόγοι της εξαγοράς ήταν η μείωση του κόστους, η ισχυροποίηση των φαρμάκων και του μάρκετινγκ της εταιρίας με τη βελτίωση της ανταγωνιστικής θέσης της και η διαχείριση της λήξης της πατέντας του πρώτου σε πωλήσεων φαρμάκου της Zantac. Οι δύο επιχειρήσεις όμως ήταν πολύ διαφορετικές μεταξύ τους. Η Glaxo ήταν πιο εμπορική, ενώ η Wellcome είχε πιο φτωχό μάρκετινγκ αλλά ήταν επιστημονικά πιο προσηλωμένη στην έρευνα και στην καινοτομία. Στην αρχή η ενοποίηση ήταν δύσκολη και από άποψη κουλτούρας και από άποψη άλλων τεχνικών δυσκολιών. Για αυτό το λόγο συστάθηκε μια ομάδα και από τις δύο εταιρίες όπου θα αξιολογούσαν την κατάσταση και τα πρότζεκτ για να καταλήξουν στη νέα μορφή της εταιρίας. Το αποτέλεσμα της αξιολόγησης ήταν να κλείσουν δομές και να χαθούν στο σύνολο 10.000 θέσεις εργασίας. Μέσα σε δύο χρόνια χάθηκε το 15% των συνολικών θέσεων εργασίας του κλάδου από μία συγχώνευση και μόνο. Επίσης, πολλά διευθυντικά στελέχη έχασαν τη δουλειά τους από την εξαγοραζόμενη Wellcome. Η εξαγορά αυτή θεωρείται αμφιλεγόμενη. Βέβαια, σαν επιχειρηματικό αποτέλεσμα η νέα επιχείρηση ωφελήθηκε συνολικά χρησιμοποιώντας το πολύ δυνατό μάρκετινγκ της Glaxo και τα δυνατά χρηματοοικονομικά στοιχεία της Wellcome. Ωστόσο, οι αναλυτές δε μπορούν να πουν με σιγουριά εάν όντως υπήρξε έλεγχος του κόστους κι αν η στρατηγική της αποεπένδυσης είχε θετικά αποτελέσματα στην επίδοσή της, δηλαδή εάν ήταν αναγκαία η μείωση του κόστους. Επίσης, θεωρείται ότι η ένωση των τμημάτων έρευνας και ανάπτυξης των δύο επιχειρήσεων, συνέβαλε ελάχιστα στην ανανέωση των φαρμακευτικών προϊόντων της, διότι πολλά προγράμματα απερρίφθησαν από τη νέα διοίκηση. Η έλλειψη νέων πρότζεκτ για τη δημιουργία νέων φαρμάκων της Glaxo Wellcome θεωρείται ένας από τους κύριους παράγοντες που οδήγησαν την συγχώνευση της στη συνέχεια με τη SmithKline Beecham. (James, 2002)

#### Pharmacia- Upjohn

Το 1995, η σουηδική φαρμακευτική εταιρία Pharmacia και η αμερικανική Upjohn ανακοίνωσαν την επερχόμενη συγχώνευση τους. Από στρατηγικής άποψης οι δύο

εταιρίες ήταν πολλά υποσχόμενες και ο συνδυασμός τους φάνταζε να έχει πολλές δυνατότητες. Οι δύο αυτές εταιρίες μαζί δαπανούσαν περισσότερο από 1 δις δολάρια το χρόνο στα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης τους και, επιπροσθέτως, οι εταιρίες είχαν συμπληρωματικές ερευνητικές δραστηριότητες. Η Urjohn ερευνούσε για τις μεταδοτικές ασθένειες, ενώ η Pharmacia για τον καρκίνο. Το σχέδιο ήταν ότι η δυναμική της Urjohn στις ΗΠΑ θα δυνάμωνε τις πωλήσεις της καινούριας επιχείρησης για όλα τα φαρμακευτικά προϊόντα των δύο επιχειρήσεων, ενώ τα κόστη που θα μειωνόταν από τη συγχώνευση θα βοηθούσαν τα μελλοντικά τους κέρδη. Στην πραγματικότητα, όμως, η νέα επιχείρηση είχε να αντιμετωπίσει σοβαρά προβλήματα στη διοίκηση και θέματα οργανωσιακής κουλτούρας. Η Urjohn ήταν μια αμιγώς αμερικανική επιχείρηση και η Pharmacia ήταν μισή ιταλική και μισή σουηδική. Για να μην υπάρχει πρόβλημα μεταξύ των διευθυντικών στελεχών, για την υπεροχή της μιας ή της άλλης επιχείρησης, ορίστηκε η νέα έδρα της επιχείρησης στην Μεγάλη Βρετανία. Επίσης, δομές έκλεισαν ισότιμα σε όλες τις περιοχές και από τις δύο επιχειρήσεις στις ΗΠΑ, στη Σουηδία και στην Ιταλία. Η νέα διοίκηση προσπαθούσε να μη δυσαρεστήσει καμία πλευρά και πολλές φορές επέτρεπε τα διάφορα κέντρα της να λειτουργού αυτονόμα σε θέματα μάρκετινγκ και έρευνας. Τα αποτελέσματα της νέας διοίκησης, όμως, ήταν απογοητευτικά στα χρηματοοικονομικά της. Σύντομα παρατηρήθηκε μείωση της παραγωγικότητας και της καινοτομίας. Οι πωλήσεις της Pharmacia ήταν απογοητευτικές, ενώ το ανθρώπινο δυναμικό αυξήθηκε κατά 25% μέχρι το 1997. Τα κόστη της συγχώνευσης εκτοξεύτηκαν στα 200 εκ. δολάρια και εντοπιζόταν προβλήματα πλέον κερδοφορίας. Μάλιστα, η τιμή της μετοχής έπεσε 25% τη χρονιά αμέσως μετά τη συγχώνευση, γεγονός που οδήγησε στην παραίτηση του διευθύνοντος συμβούλου το 1997. Η νέα διοίκηση, δύο χρόνια μετά, προτίμησε να κάνει πιο δραστικές αλλαγές. Αρχικά, μετακίνησε την έδρα της στο New Jersey και μετέφερε εκεί όλες τις δραστηριότητες της διοίκησης, των χρηματοοικονομικών, του μάρκετινγκ και των αποφάσεων για τα ερευνητικά προγράμματα. Επίσης, αύξησε το ανθρώπινο δυναμικό σε μια προσπάθεια να κερδίσουν το χαμένο έδαφος στις πωλήσεις. Μέχρι το 1999 το κλίμα αντιστράφηκε. Τα χρηματοοικονομικά της εταιρίας βελτιώθηκαν και βγήκαν στην αγορά αρκετά νέα καινούρια προϊόντα. (James, 2002)

### Aventis

Η περίπτωση της Aventis θεωρείται μια από τις πιο πετυχημένες ιστορίες. Η Aventis συστάθηκε το 1999 από τη συγχώνευση μιας φαρμακευτικής επιχείρησης, της Hoechst Roussel, και μιας αγροχημικής επιχείρησης, της Phone-Poulenc Rorer στην Ευρώπη. Στόχος ήταν η δημιουργία μια επιχείρησης με δυνατά και καινοτόμα φάρμακα. Η συγχώνευση, επίσης, στόχευε στην αναβάθμιση των τμημάτων έρευνας και ανάπτυξης των δύο επιχειρήσεων ώστε να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητας της. Επίσης, ένας ακόμα στόχος της ήταν η βελτίωση των πωλήσεων της στις ΗΠΑ με την ένωση των τμημάτων μάρκετινγκ και την ενίσχυση τους. Όπως σε όλες τις περιπτώσεις, η συγχώνευση αυτή είχε προβλήματα σε θέματα διοίκησης που θα έπρεπε να διαχειριστεί. Η Aventis είχε κληρονομήσει ένα γερασμένο χαρτοφυλάκιο φαρμάκων, το οποίο ήταν προσηλωμένο σε συγκεκριμένες ασθένειες, με χαμηλή κερδοφορία και με χαμηλής αποδοτικότητας προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης. Επιπλέον, η επιχείρηση περιέκλειε ήδη πολλές διαφορετικές κουλτούρες από προηγούμενες συγχωνεύσεις που είχαν πραγματοποιηθεί και έπρεπε να διαχειριστεί. Για αυτούς τους λόγους, η ομάδα που επιλέχθηκε να οργανώσει τη νέα επιχείρηση έκανε πάνω από ένα χρόνο να σχεδιάσει το νέο επιχειρηματικό πλάνο της επιχείρησης. Γύρω στα 150 προγράμματα ενοποίησης υλοποιήθηκαν και αξιολογήθηκε η αποτελεσματικότητά τους. Αυτά είχαν σαν άμεσο αποτέλεσμα τη μείωση του ανθρώπινου δυναμικού, περικοπές στις δομές και βελτιώσεις στην παραγωγικότητα. Η διαδικασία της ενοποίησης των τμημάτων έρευνας και ανάπτυξης ήταν ένα στοίχημα για την εταιρία να οργανώσει εκ νέου τις ερευνητικές δραστηριότητες της και να δημιουργήσει ένα νέο χαρτοφυλάκιο προϊόντων. Τα ερευνητικά προγράμματα αξιολογήθηκαν και βάσει χρηματοοικονομικών κριτηρίων, κριτηρίων αγοράς και από ιατρικής ανάγκης. Έτσι, αρκετά προγράμματα σταμάτησαν. Επίσης, η Aventis είχε να αντιμετωπίσει τη διαχείριση πολλών ειδών κουλτούρας που συμπεριλάμβαναν τη γερμανική, τη γαλλική και την αμερικάνικη. Ο στόχος ήταν η εναρμόνιση των τοπικών μάνατζμεντ σε ένα ενιαίο και η δημιουργία ενός καινούριου στυλ που να δίνει έμφαση στην σωστή επικοινωνία του προσωπικού, καθώς και να έχει μια ξεκάθαρη κατεύθυνση. Η έδρα της επιλέχθηκε να είναι στις ΗΠΑ. Πιο συγκεκριμένα, το χρηματοοικονομικό τμήμα της, το τμήμα του ανθρώπινου δυναμικού, το τμήμα επικοινωνίας και το νομικό τμήμα εγκαταστάθηκαν στην Φρανκφούρτη στη Γερμανία, ενώ τα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης, το τμήμα μάρκετινγκ, το τμήμα κανονιστικών υποθέσεων και επιχειρηματικών αποφάσεων εγκαταστάθηκαν στη Bridgewater στις ΗΠΑ. Η επιλογή αυτή έγινε διότι, στις ΗΠΑ,



το τμήμα μάρκετινγκ και το τμήμα με τους κλινικούς ελέγχους ήταν δυνατό, ενώ το τμήμα κανονιστικών υποθέσεων με τις αδειοδοτήσεις μπορούσε να λειτουργήσει πιο αποτελεσματικά στις ΗΠΑ και, επιπλέον, εκεί ήταν δυνατόν να επιδιωχθούν συνεργασίες με βιοτεχνολογικά κέντρα. Εν ολίγοις, η Aventis στόχευε στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της, στη δημιουργία ενός συστήματος μανάτζμεντ αποδοτικού και στη ορθή διαχείριση του κόστους. Ακόμη, μεγάλο κόστος εξοικονομήθηκε από τις αποφάσεις να κλείσουν κάποια ερευνητικά προγράμματα, να ενοποιηθούν άλλα και από τις επαναδιαπραγματεύσεις με εξωτερικούς συνεργάτες και προμηθευτές. Η νέα διοίκηση προσπάθησε να δώσει την εντύπωση γρήγορα ότι μετά τις περικοπές του κόστους θα ακολουθούσε η ανάπτυξη. Η Aventis εστίασε ακόμα στην ενίσχυση των στρατηγικών φαρμάκων της στις ΗΠΑ, εισήγαγε νέα στην αγορά και ενίσχυσε περισσότερο το τμήμα μάρκετινγκ. Μέχρι τα τέλη του 2001 η επιχείρηση μπόρεσε να επιτύχει σπουδαία αποτελέσματα. Η Aventis κατάφερε σε αρκετά σύντομο διάστημα να γίνει μια από τις πιο γρήγορα αναπτυσσόμενες φαρμακευτικές επιχειρήσεις, αφού πρώτα δούλεψε μεθοδικά για να πετύχει τους επιμέρους στόχους που είχε θέσει για τα κέρδη της και τις πωλήσεις της. Αξίζει να σημειωθεί, ακόμη, ότι η Aventis κατάφερε να πραγματοποιήσει εξοικονόμηση κόστους ίσου με 80% από τη συγχώνευση της, ύψους 660 εκ. δολαρίων, ενώ ταυτόχρονα λάνσαρε καινούρια και καινοτόμα προϊόντα στην αγορά και πολλά ακόμα βρίσκονται εν αναμονή. Εν κατακλείδι, από ένα συνονθύλευμα επιχειρήσεων, κουλτουρών και απόψεων έγινε μια πολύ δυνατή πολυεθνική με σαφή στόχο και με κερδοφόρα αποτελέσματα. (James, 2002)

Το γενικό συμπέρασμα της παραπάνω ανάλυσης των περιπτώσεων είναι ότι οι επιχειρήσεις στον φαρμακευτικό κλάδο συγχωνεύονται για να βελτιώσουν ή να δυναμώσουν τις δυνατότητες τους και να καλυτερεύσουν την ανταγωνιστική θέση τους. Οι περιπτώσεις που περιγράφηκαν παραπάνω αφορούν επιχειρήσεις που τόλμησαν να ενώσουν τις δυνάμεις τους, με όποιο κόστος, και κατάφεραν να αποκομίσουν οφέλη από την απόφαση της συγχώνευσης. Ως επί των πλείστον τα οφέλη φαίνονται μακροπρόθεσμα και τα μειονεκτήματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών φαίνονται στην αρχή.

Τα οφέλη που μπορούν να αποκομίσουν οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις από τη στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών και εξάγονται από τις περιπτώσεις που αναλύθηκαν μπορούν να συνοψιστούν στα παρακάτω:

- ✓ μπορούν να μοιραστούν τις δραστηριότητες τους (π.χ το μάρκετινγκ)
- ✓ γίνεται μεταφορά γνώσεων και υπάρχει κοινή χρήση των δομών
- ✓ η ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης μπορεί να βελτιωθεί
- ✓ απόκτηση νέου χαρτοφυλακίου με έτοιμα προϊόντα
- ✓ γίνεται διαχείριση των πατεντών που λήγουν
- ✓ ενοποιούνται και βελτιώνονται οι δραστηριότητες έρευνας και ανάπτυξης

Με τη συνέργεια των τμημάτων εξοικονομείται κόστος και ενισχύεται η καινοτομία. Επίσης, βελτιώνεται το μάνατζμεντ και η λειτουργία των επιχειρήσεων ώστε και μετά τη συγχώνευση να είναι κερδοφόρες και αποτελεσματικές.

Τα μειονεκτήματα στις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορούν να είναι τα παρακάτω:

- ✓ μείωση του ανθρώπινου δυναμικού και χάσιμο πολλών θέσεων εργασίας
- ✓ κλείσιμο δομών λόγω περικοπών
- ✓ 1 ή 2 χρόνια υπάρχει στασιμότητα σε πολλές από τις δραστηριότητες της επιχείρησης

Μακροπρόθεσμα εξοικονομούνται μεγάλα ποσά και η επιχείρηση βρίσκει τους ρυθμούς της, αλλά βραχυπρόθεσμα θα πρέπει να λυθούν πολλά προβλήματα που προκύπτουν από την συγχώνευση ή την εξαγορά. Οι αποφάσεις που παίρνονται μπορεί να είναι δύσκολες ή να ενέχουν κινδύνους, αλλά το βασικό πράγμα που θα πρέπει να τηρηθεί απαρεγκλίτως είναι το αρχικό σχέδιο, για μια πετυχημένη συγχώνευση ή εξαγορά. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι είναι βαρύ το τίμημα για εξοικονόμηση του κόστους των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον φαρμακευτικό κλάδο, αφού διακόπτονται οι εργασίες της επιχείρησης για ένα εύλογο διάστημα, χάνονται πολλές θέσεις εργασίας και διαλύονται ομάδες εργασίας που απασχολούνται ήδη στη διερεύνηση πολλών ακυκλοφόρητων φαρμάκων. Στην Glaxo-Wellcome το τίμημα ήταν κάποια προγράμματα να διακοπούν ή να σταματήσουν έως και δύο χρόνια μετά τη συγχώνευση. Στην περίπτωση της Pharmacia-Upjohn υπήρξαν αρκετά ζητήματα ηθικής όσον αφορά την απόλυση προσωπικού και το κλείσιμο

εγκαταστάσεων. Επίσης, υπάρχει η άποψη ότι, όταν γίνονται πολύ μεγάλες συμφωνίες συγχωνεύσεων ή εξαγορών, δημιουργείται ένα τμήμα έρευνας και ανάπτυξης όχι και τόσο ευέλικτο και αποδοτικό. Υποστηρίζεται ακόμα, ότι από ένα μέγεθος και μετά στις επιχειρήσεις οι οικονομίες κλίμακας μειώνουν την έρευνα. Από την άλλη πλευρά, βέβαια, οι μειωμένες πωλήσεις μπορεί να μη μπορούν να στηρίξουν το αυξανόμενο κόστος της έρευνας που πραγματοποιεί μία φαρμακευτική επιχείρηση, οπότε να καταφεύγει στη στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Συνεπώς, οι μεγάλες συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να θεωρηθούν και στατικές συνέργειες, γιατί δίνουν βραχυπρόθεσμες λύσεις στα κέρδη, ρίχνοντας το κόστος, αλλά μακροπρόθεσμα πολλές φορές δε δημιουργείται κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Οι ανταγωνιστές βλέποντας τέτοιες κινήσεις, αρχίζουν να χρησιμοποιούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μιμητικά, για να μην μείνουν εκτός τους ανταγωνισμού. Συμπερασματικά, το ζήτημα είναι στην ουσία να δημιουργούνται σημαντικές δυναμικές συνέργειες, που όντως να οδηγούν σε κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και να ενισχύουν την πρόοδο και την έρευνα.

#### **5.4 Η Σημασία του Τμήματος Έρευνας και Ανάπτυξης στις Φαρμακευτικές Επιχειρήσεις**

Είναι ευρέως γνωστό ότι η φαρμακευτική βιομηχανία πρωτοστατούσε στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις και στη δημιουργία υπεραξίας για μια τουλάχιστον εικοσαετία (1980-2000). Από το 2000 ως το 2008 η αξία των κυριότερων φαρμακευτικών εταιριών άρχισε τη φθίνουσα πορεία ως αποτέλεσμα της δυσπιστίας της αγοράς να υποστηρίζει τις τόσο υψηλές υπεραξίες της συγκεκριμένης βιομηχανίας. Η φαρμακευτική βιομηχανία εκείνη την περίοδο έχασε μεγάλο μέρος της χρηματιστηριακή της αξίας. Οι λόγοι είναι διάφοροι. Όπως αναφέρθηκε και πριν, η πίστη της αγοράς ήταν βραχυπρόθεσμη τάση της περιόδου εκείνης. Ακόμη, οι πολλές αλλαγές στο νομοθετικό περιβάλλον, η λήξη πολλών πατεντών με ταυτόχρονη εισαγωγή των γενοσήμων και η πτώση των επενδύσεων και των δραστηριοτήτων των τμημάτων έρευνας και ανάπτυξης είναι μερικές από τις αιτίες που οδήγησαν αναπόφευκτα την πτώση της κυριαρχίας των φαρμακευτικών επιχειρήσεων στα χρηματιστηριακά ταμπλό. Συγχρόνως, τα κόστη των φαρμακευτικών επιχειρήσεων ήταν δυσβάστακτα με αποτέλεσμα να σημειώνονται πτώσεις στους τζίρους και στα

κέρδη. Το βασικότερο πρόβλημα της βιομηχανίας θεωρείται, και όχι άδικα, η πτώση των δραστηριοτήτων των τμημάτων έρευνας και ανάπτυξης, διότι σε αυτό το κρίσιμο κομμάτι στηρίζεται η εξέλιξη της βιομηχανίας. Τα υπόλοιπα προβλήματα είναι διαχειρίσιμα, είτε με βραχυπρόθεσμα είτε με μακροπρόθεσμα μέτρα αντιμετώπισης που λαμβάνουν οι εκάστοτε διοικήσεις για να αντιστρέψουν το κλίμα. Η έρευνες των φαρμακευτικών εταιριών είναι δύσκολο, πολλές φορές, να αποτιμηθούν και εξαρτώνται από πολλούς παράγοντες που είναι δύσκολο να διαχειριστούν. Οι απόψεις επί του θέματος ποικίλουν. Από κάποιους υποστηρίζεται η άποψη ότι οι πολύ μεγάλες επιχειρήσεις θα πρέπει να διασπαστούν σε μικρότερες και να δοθεί εκ νέου σημασία στην καινοτομία. Οι μικρότερες επιχειρήσεις είναι πιο ευέλικτες και ο συνδυασμός με τη βιοτεχνολογία θεωρείται το μέλλον της φαρμακοβιομηχανίας. Οι μεγάλες φαρμακοβιομηχανίες μπορεί να έχουν προσφέρει μεγάλο έργο, αλλά λόγω της συσσώρευσης πολλών χρηματοοικονομικών και άλλων προβλημάτων αλλά και η ταυτόχρονη υποτίμηση του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης μπορεί να τους κοστίζει τη μελλοντική κερδοφόρα βιωσιμότητα τους. Οπότε στις μεγάλες επιχειρήσεις συστήνεται να επαναδιοργανώσουν τα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης τους σε μικρότερα με στοχευμένο αντικείμενο ώστε να υπάρχει αυτονομία και αποτελεσματικότητα. Ουσιαστικά, σε αυτό τον τομέα χρειάζεται να δοθεί πάθος ξανά στην καινοτομία, στην αναζήτηση του βέλτιστου αποτελέσματος και στον επανακαθορισμό ενός καινούριου στόχου που επιθυμεί την επιβράβευση. Η αλλαγή στην κουλτούρα δε χρειάζεται μεγάλα σχήματα, αλλά τις σωστές δομές και ένα σαφή στόχο και όραμα. (Higgins and Rodriguez, 2005; Garnier, 2008)

Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της GlaxoSmithKline, η οποία μέχρι το 2000 είχε δύο φάρμακα σε τελικό στάδιο, ενώ διατηρούσε υψηλά κόστη για έρευνα και ανάπτυξη. Όταν, όμως, επανασχεδίασε το τμήμα της έρευνας και ανάπτυξης τα αποτελέσματα ήταν θεαματικά, αφού κατάφερε μέχρι το 2008 να έχει 34 νέα φάρμακα και να ηγηθεί συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου. Συγκεκριμένα, στην εταιρία είχαν σπάσει το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης σε μικρότερα με σαφή στόχο μια ασθένεια ή ένα σύνολο συγγενών ασθενειών. Επίσης, ξεχωριστά λειτουργούσαν τα τμήματα που δούλευαν κάτι εντελώς καινούριο. Ο διαχωρισμός αυτός ωφέλησε πολύ. Οι έρευνες γινόταν σε δύο επίπεδα i) στη δημιουργία μιας νέας θεραπείας και ii) στη βελτίωση του καλύτερου φαρμάκου για μια ασθένεια. Παρακάτω συνοψίζονται οι πολιτικές που ακολουθούνταν τα

προηγούμενα χρόνια και αναφέρονται είναι οι νέες τάσεις.(Higgins and Rodriguez, 2005; Garnier, 2008; Steven *et al.*, 2010)

**Πίνακας 5. 1 Παλιές και νέες πολιτικές**

Επικρατούσες πολιτικές	Νέες Τάσεις
<p>Μέχρι τώρα οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις είχαν υψηλότερα τα κόστη πωλήσεων και προώθησης από τα κόστη έρευνας και ανάπτυξης. Αυτή η τακτική μέχρι το 1980 ήταν πολύ επικερδής. Επίσης οι πατέντες ίσχυαν πολλά περισσότερα χρόνια από ότι σήμερα.</p>	<p>Δίνεται πλέον η αναλογούσα σημασία στο τμήμα έρευνας και ανάπτυξης της κάθε εταιρίας. Προτείνεται ακόμα να δημιουργούνται μικρές δομές με σαφής στόχους ώστε οι αποφάσεις να παίρνονται εύκολα και γρήγορα. Για παράδειγμα, θα μπορούσε κάθε δομή έρευνας και ανάπτυξης να έχει τον δικό της CEO.</p>
<p>Από το 1990 και μετά οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις επιδόθηκαν σε ένα πόλεμο μάρκετινγκ. Τα μονοπώλια δεν είχαν μεγάλη διάρκεια γιατί τα χρόνια των πατεντών μειώθηκαν από λίγους μήνες ως κάποια χρόνια. Το 1997 επιτράπηκε η διαφήμιση μόνο στις ΗΠΑ, οπότε το μάρκετινγκ αυξήθηκε κατακόρυφα εκτοξεύοντας και τα κέρδη των φαρμακευτικών επιχειρήσεων. Με αυτή την πολιτική κέρδιζαν περισσότερα και επένδυναν γύρω στο 33% των εσόδων τους στο μάρκετινγκ, ενώ μόλις το 16% σε κλινικές μελέτες.</p>	<p>Κάθε πρόγραμμα Έρευνας και Ανάπτυξης χρειάζεται έναν καλό leader. Πολλές φορές η θέση αυτή καταλαμβάνεται από έναν καλό επιστήμονα, χωρίς αυτός να διαθέτει τις απαραίτητες δεξιότητες. Όμως, καλό θα ήταν, μέσα στην ομάδα των επιστημόνων να ηγηθεί αυτός που είναι φιλόδοξος, να μπορεί να εμπνεύσει όλη την ομάδα και το πρόγραμμα, ώστε να επιτυγχάνεται η μέγιστη παραγωγικότητα. Στους επιστήμονες, ελάχιστοι είναι αυτοί που έχουν αυτά τα χαρακτηριστικά, οπότε η επιλογή θα πρέπει να είναι προσεκτική.</p>
<p>Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεγάλωσαν ακόμα πιο πολύ τις επιχειρήσεις και τα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης, τα οποία έχασαν το κίνητρο μιας μικρής μεν επιχείρησης αλλά με όραμα. Μάλιστα πολλοί μάνατζερ αντιμετώπισαν τα Τμήματα Έρευνας και Ανάπτυξης με οικονομικά κριτήρια και όχι με τη σπουδαιότητα τους με αποτέλεσμα να χαθεί το κίνητρο</p>	<p>Να δημιουργηθεί μια κουλτούρα που να εμπνέει τους επιστήμονες, να τους επιβραβεύει και να τους δίνει αναγνωσιμότητα των προσπαθειών τους. Είτε μικρό είτε μεγάλο το βραβείο, η κίνηση είναι αυτή που μετράει.</p>

Οι επιχειρήσεις έχουν πλέον κατανοήσει τη σημασία του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης και πολλές φορές χρησιμοποιούν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές για να

βελτιωθούν σε αυτό το επίπεδο. Σύμφωνα με μελέτες, οι επιχειρήσεις με χαμηλή αποδοτικότητα σε κλινικές μελέτες είναι πιο πιθανό να θέλουν να εξαγοράσουν μια επιχείρηση με δυνατό το τμήμα των ερευνών της. Οι διοικήσεις των φαρμακευτικών επιχειρήσεων, με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, θέλουν να πετύχουν το ταίριασμα των ερευνητικών προγραμμάτων τους και να βελτιώσουν το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων τους. Για αυτό το λόγο, πριν από την τελική συμφωνία των επιχειρήσεων για ενοποίηση, θα πρέπει να γίνει πλήρης ενημέρωση για όλα τα υλικά και άυλα στοιχεία των επιχειρήσεων, για να διαπιστωθεί εάν μπορεί η σύζευξη να είναι πρόσφορη στο μέλλον και φυσικά για να γίνουν οι απαραίτητες αποτιμήσεις. Επίσης, οι επιχειρήσεις που επιθυμούν μια εξαγορά θα πρέπει να έχουν πλεονεκτική θέση ώστε ο εξαγοραζόμενος να θέλει να επωφεληθεί μετά την εξαγορά. (Higgins και Rodriguez, 2005)

Η στρατηγική μιας φαρμακευτικής επιχείρησης λοιπόν, στις συγχωνεύσεις και εξαγορές θα πρέπει, πέρα από τα αμιγώς χρηματοοικονομικά στοιχεία που διαθέτει, να λάβει επιπρόσθετα μέτρα για τη λειτουργία και την ενίσχυση του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης ώστε αυτό να είναι αποτελεσματικό. Εξάλλου, τρία είναι τα πράγματα που πρέπει να αποφευχθούν σε μια εξαγορά i) να υπερεκτιμηθεί ο στόχος ii) να επιλεγεί ο μη σωστός στόχος iii) να αποτύχει το εγχείρημα μετά από κάποια χρόνια.

## **5.5 Τα Αποτελέσματα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στα Οικονομικά των Φαρμακευτικών Επιχειρήσεων**

Για τις μικρές επιχειρήσεις του φαρμακευτικού κλάδου οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι μια στρατηγική επιλογή για να λύσουν διάφορα προβλήματα στα οικονομικά τους. Οι μεγάλες φαρμακευτικές επιχειρήσεις ασκούν την πολιτική των συγχωνεύσεων και εξαγορών για να διαχειριστούν τη λήξη των πατεντών τους και για να βελτιώσουν το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων τους. Γενικότερα, στο χώρο της φαρμακοβιομηχανίας τα συνηθισμένα κίνητρα για συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι η δημιουργία οικονομικών κλίμακας, η στόχευση στο τμήμα έρευνας και ανάπτυξης και για λόγους μάρκετινγκ. (Danzon *et al.*, 2007)

Οι Andriade *et al.* (2001) στο άρθρο τους, αναφέρουν ότι βρήκαν διαφορές στο λειτουργικό περιθώριο κέρδους πριν και μετά τη συγχώνευση σε φαρμακευτικές επιχειρήσεις. Συμπέραναν λοιπόν ότι μετά τις συγχωνεύσεις υπάρχει βελτίωση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης που προκύπτει και ότι υπάρχει θετικό κλίμα στους μετόχους για μελλοντικά κέρδη. Οι προβλέψεις αυτές δεν επιβεβαιώνονται πάντα.

Οι Ravenscraft and Long (2000) μελέτησαν 65 φαρμακευτικές επιχειρήσεις το χρονικό διάστημα 1985-1996. Στα αποτελέσματα τους βρήκαν ότι κατά την ανακοίνωση μιας εξαγοράς υπάρχει μια μη κανονική αύξηση της απόδοσης των μετοχών κατά μέσο όρο 13,3% για την επιχείρηση στόχο και 2,1% για την επιχείρηση που κάνει την εξαγορά. Παρόλα αυτά, για επιχειρήσεις που είχαν οριζόντια συγχώνευση ή για τις εξωχώριες εξαγορές, μετά τη συγχώνευση σημειώνονταν κέρδη πέρα των αναμενόμενων (abnormal returns). Επίσης, στην ίδια έρευνα βρέθηκε ότι για 18 μήνες, οι εταιρίες-στόχοι παρουσίαζαν αρνητικές επιδόσεις (stock returns) πριν από τη εξαγορά.)

Οι Higgins και Rodriguez (2006) ερεύνησαν 160 επιχειρήσεις που συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν με σκοπό την απόκτηση του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης. Στη μελέτη τους υποστηρίζεται ότι όσες επιχειρήσεις είχαν πλεονεκτική θέση (μεγάλη διάρκεια για τη λήξη των πατεντών τους) ήταν πιο πιθανό να εξαγοράσουν κάποια άλλη φαρμακευτική επιχείρηση. Ακόμη, βρήκαν ότι την περίοδο της ανακοίνωσης, υπήρχε μια αύξηση των μη κανονικών κερδών 3,9% για τον αγοραστή, 16% για την εταιρία στόχο και το 71% των αγοραστών περίμεναν ή πραγματοποίησαν βελτίωση του χαρτοφυλακίου προϊόντων τους μέσα στον πρώτο χρόνο. Συμπέραναν επίσης, ότι πριν από τη συγχώνευση, οι επιχειρήσεις αντάλλασσαν σημαντικές πληροφορίες και στην πορεία δημιουργούσαν αξία από την ενοποίηση των τμημάτων τους έρευνας και ανάπτυξης.

Οι Danzon *et al.* (2007) στο άρθρο τους εξέτασαν 365 εταιρίες του κλάδου των φαρμάκων και της βιοτεχνολογίας που πραγματοποίησαν 165 συγχωνεύσεις και εξαγορές από το 1988 ως το 2000. Στην έρευνα τους υποστηρίζουν ότι οι πολύ μεγάλες φαρμακευτικές επιχειρήσεις (>20 εκατομμύρια πωλήσεις), οι οποίες περίμεναν χαμηλότερη ανάπτυξη ήταν πιθανότερο να εξαγοράσουν άλλη επιχείρηση.

Επίσης, όταν υπήρχε το δεδομένο της λήξης πατεντών, τότε η επιχείρηση ήταν πιο πιθανόν προβεί σε μια εξαγορά. Επίσης, στην ίδια έρευνα βρήκαν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή εταιρική αξία, ήταν πιο πιθανό να εμπλακούν σε μια συγχώνευση, επιβεβαιώνοντας την πεποίθηση ότι υπάρχει η επιθυμία για δημιουργία οικονομιών κλίμακας και ότι αυτές οι επιχειρήσεις στο μέλλον μπορούν και δημιουργούν αξία. Επίσης, διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις που επιθυμούσαν να επαναδιοργανώσουν το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης με μείωση του κόστους μακροπρόθεσμα δε μπορούσαν να δημιουργήσουν αξία. Για τις μικρές επιχειρήσεις, ενισχύεται η άποψη ότι η επιλογή γίνεται για να αντιμετωπίσουν τα οικονομικά αδιέξοδα τους και όχι γιατί λήγουν οι πατέντες τους. Αντίθετα, υγιείς μικρές επιχειρήσεις ήταν πιο πιθανό να μείνουν ανεξάρτητες παρά να εμπλακούν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά. Επίσης, στην ίδια έρευνα βρέθηκε ότι η διαθεσιμότητα σε ρευστά ή η μεγάλη εταιρική αξία δε ενίσχυαν την πιθανότητα για μια εξαγορά και στις μικρές και στις μεγάλες επιχειρήσεις. Συμπερασματικά, η έρευνα έδειξε ότι και οι μικρές και οι μεγάλες επιχειρήσεις ήταν πιο πιθανό να εμπλακούν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά όταν είχαν χαμηλή ανάπτυξη (στις πωλήσεις, στην έρευνα ή στους εργαζόμενους). Οι μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες συγχωνεύονταν για τρία χρόνια δεν είχαν σημαντική ανάπτυξη στην εταιρική αξία, στις πωλήσεις, στο τμήμα έρευνας και ανάπτυξης και στους εργαζόμενους σε σχέση με αυτές που δεν συγχωνεύονταν. Για τις μικρές επιχειρήσεις, οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονταν φαίνεται να έχουν χαμηλή ανάπτυξη τον πρώτο χρόνο, συγκριτικά με αυτές που δε απείχαν από συγχωνεύσεις, διότι μάλλον χρειάζεται χρόνο και χρήματα τα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης για να επαναλειτουργήσουν κάτω από τα νέα δεδομένα.

Οι Hassan *et al.* (2007) μελέτησαν από το 1981 ως το 2004 τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές στον φαρμακευτικό κλάδο. Στην έρευνα τους υποστηρίζουν τα εξής συμπεράσματα:

- Στις συγχωνεύσεις δε βρέθηκαν κέρδη πέρα των κανονικών για τους αγοραστές είτε η επιχείρηση ήταν στις ΗΠΑ είτε ήταν εκτός ΗΠΑ
- Βρήκαν θετική απόδοση και μη κανονικά κέρδη στους αγοραστές, όταν μελετήθηκαν ξεχωριστά οι οικονομικές καταστάσεις.



- Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές που γίνονται εντός των ΗΠΑ τείνουν να είναι πιο πετυχημένες από τις διεθνείς, για διάφορους λόγους όπως είναι η κουλτούρα, η γλώσσα, η νομοθεσία κλπ
- Οι εξαγορές είναι προτιμότερες από τις συγχωνεύσεις γιατί είναι πιο εύκολη η απορρόφηση της επιχείρησης και η αφομοίωση της από την αποκτώσα επιχείρηση.
- Αν και οι εξαγορές είναι πιο κερδοφόρες από τις συγχωνεύσεις, οι συγχωνεύσεις είναι πιο διαδεδομένες γιατί είναι πιο εύκολο να βρεθούν και να συμφωνηθούν.
- Τέλος, οι εξαγορές είναι μια διαδεδομένη πρακτική διότι η πρακτική αυτή θυμίζει τα venture capital: πολλές εξαγορές μπορεί να αποτύχουν, κάποιες όμως μπορεί να φέρουν πολύ περισσότερο κέρδος που θα καλύψει όλο το εγχείρημα.

Το γενικό συμπέρασμα είναι ότι δε φαίνεται πάντα να είναι λύση σε όλα τα προβλήματα των επιχειρήσεων του φαρμακευτικού κλάδου η επιλογή της συγχώνευσης ή της εξαγοράς.

## **5.6 Η Βιωσιμότητα των Επιχειρήσεων στον Φαρμακευτικό Κλάδο και η Ελληνική Πραγματικότητα**

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον φαρμακευτικό τις τελευταίες δεκαετίες λειτουργούν ως πρακτική για την εξασφάλιση της βιωσιμότητας τους και για να συνεχίσουν να αναπτύσσονται σε παγκόσμιο επίπεδο. Αυτό δείχνουν τα αποτελέσματα πλήθους ερευνών που πραγματοποιούνται και επαληθεύουν την τάση αυτή. Τα πρόσφατα δεδομένα που ισχύουν για τον κλάδο είναι τα εξής:

### Πολιτικό περιβάλλον

-ισχύουν αυστηρά ρυθμιστικά μέτρα που ορίζονται από τα κράτη και τους αρμόδιους οργανισμούς

-οι εκάστοτε κυβερνήσεις ορίζουν τις θετικές λίστες. Τα κράτη είναι ο πιο ισχυρός αγοραστής διότι το φάρμακο θεωρείται σε πολλές χώρες κοινωνικό αγαθό.

-πολλές κυβερνήσεις δίνουν κίνητρα ή προσέχουν τη φαρμακευτική βιομηχανία διότι προσφέρουν πολλές θέσεις εργασίας και συνεισφέρουν πραγματικά θετικά στο ΑΕΠ της κάθε χώρας

### Οικονομικό περιβάλλον

-Οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις έχουν μεγάλο περιθώριο κέρδους συγκριτικά με το μέσο όρο των άλλων επιχειρήσεων, κατατάσσοντας τις στον πιο γρήγορα αναπτυσσόμενο κλάδο.

### Κοινωνικό

Οι ανάγκες για φάρμακα συνεχώς αυξάνονται. Οι εισαγωγές και οι εξαγωγές είναι πλέον αναγκαίες και τα κράτη δεν μπορούν να βάζουν εύκολα φραγμούς σε αυτό. Είναι ευρέως γνωστό ότι μετά τη λήξη διάφορων πατεντών ακολουθεί και η ραγδαία διάδοση των γενοσήμων πολλών φαρμάκων. Σε πολλές χώρες η κατανάλωση γενοσήμων φαρμάκων αυξήθηκε πάνω από 70%. Στη χώρα μας ακόμα ο καταναλωτής δυσκολεύεται να κατανοήσει την ομοιότητα ενός πρωτότυπου και ενός γενόσημου φαρμάκου. Σίγουρα όμως η μείωση της φαρμακευτικής δαπάνης επιτυγχάνεται με τη χρήση των γενοσήμων φαρμάκων.

### Τεχνολογικό

Η εξέλιξη της βιοτεχνολογίας, η DNA ανάλυση και η χρησιμοποίηση της πληροφορικής είναι το μέλλον για τον φαρμακευτικό κλάδο.

### Περιβάλλον

Λόγω των αυξανόμενων απαιτήσεων σε δεδομένων έρευνας και ανάπτυξης πριν βγει ένα φάρμακο στην αγορά, το κόστος έχει αυξηθεί αρκετά.

Σύμφωνα με τον Porter (1979) οι δυνάμεις που εντείνουν τον ανταγωνισμό σε έναν κλάδο είναι οι εξής: Η απειλή των νέων επιχειρήσεων, η διαπραγματευτική δύναμη των πελατών, η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών, η απειλή από υποκατάστατα προϊόντα ή υπηρεσίες και η τοποθέτηση και αντιπαλότητα μεταξύ των υφισταμένων επιχειρήσεων.

Στη φαρμακοβιομηχανία οι πιο δυνατές είναι τρεις. Η διαπραγματευτική δύναμη των πελατών, η απειλή από υποκατάστατα και η τοποθέτηση και αντιπαλότητα μεταξύ

των υπαρχουσών επιχειρήσεων. Στη διαπραγματευτική δύναμη των πελατών περιλαμβάνονται οι κυβερνήσεις των εκάστοτε χωρών, οι οποίες έχοντας υψηλό ενδιαφέρον μπορούν να επηρεάσουν την τιμολογιακή πολιτική καθώς και την προσφορά για ένα φάρμακο. Με την παρέμβαση τους τα κράτη μπορούν να επηρεάζουν την κερδοφορία των φαρμακευτικών επιχειρήσεων, όπως για παράδειγμα στην Ελλάδα που γίνεται με το rebate και το clawback. Το rebate είναι μια πολιτική που υποχρεώνει τις επιχειρήσεις με την έκπτωση επί του τζίρου που κάνουν οι εμπορικές επιχειρήσεις στους προμηθευτές τους. Το clawback αναφέρεται στην επιστροφή του ποσού εκείνου που υπερβαίνει μηνιαίως τις προϋπολογιζόμενες δαπάνες. Η απειλή από υποκατάστατα φάρμακα, τα γενόσημα, είναι επίσης ένας σοβαρό θέμα που θα πρέπει οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις να λάβουν υπόψη τους στην στρατηγική. Οι τζίροι μπορεί να μειωθούν ως και 40% από την λήξη διάφορων πατεντών φαρμάκων, διότι πολλά κράτη θα επωφελούνται από την ύπαρξη των φθηνότερων γενοσήμων φαρμάκων με την ίδια ακριβώς δραστική ουσία και αποτελεσματικότητα. Υποκατάστατα προϊόντα μπορεί να θεωρηθούν τα παραφαρμακευτικά προϊόντα (ομοιοπαθητικά, φυτικής προέλευσης, συμπληρώματα διατροφής, βιοσυντονισμός κλπ) τα οποία βοηθούν στην ίαση και καταλαμβάνουν μέρος της αγοράς. Η τοποθέτηση και αντιπαλότητα μεταξύ των επιχειρήσεων είναι επίσης ένα θέμα που απασχολεί τις διοικήσεις των φαρμακευτικών επιχειρήσεων και είναι μια αιτία για τις πολύ συχνές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι στρατηγικές οριζόντιες συγχωνεύσεις και οι στρατηγικές συμμαχίες είναι το κλειδί για την επιβίωση των επιχειρήσεων στη διεθνή σκακιέρα.

Στον παρακάτω πίνακα διακρίνουμε τα ποσοστά του ΑΕΠ και της δημόσια κατά κεφαλήν δαπάνη των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης από το 1990 ως το 2010 και μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι στη χώρα μας κρατείται σε υψηλά επίπεδα, συγκριτικά με το μέσο όρο.

**Πίνακας 5. 2 Φαρμακευτική δαπάνη**

	Δημόσια Φαρμακευτική Δαπάνη ως % του ΑΕΠ			Δημόσια κατά κεφαλήν φαρμακευτική δαπάνη		
	1990	2000	2010	1990	2000	2010
<b>Ελλάδα</b>	0,5	0,9	1,8	61	150	495
<b>Βέλγιο</b>	0,6	....	1,1	89	...	305
<b>Βουλγαρία</b>	....	....	0,4	....	....	48
<b>Γαλλία</b>	0,9	1,1	1,3	136	245	334
<b>Δανία</b>	0,2	0,4	0,4	35	89	134
<b>Ιρλανδία</b>	0,5	0,6	1,3	....	....	403
<b>Ισπανία</b>	0,8	1,1	1,3	101	210	312
<b>Ιταλία</b>	0,9	0,8	0,8	150	176	190
<b>Κύπρος</b>	...	....	0,3	....	....	75
<b>Ολλανδία</b>	0,5	0,5	0,9	81	138	292
<b>Πορτογαλία</b>	0,9	1,1	1,2	86	165	243
<b>Ηνωμένο Βασίλειο</b>	0,5	0,8	0,9	78	....	255
<b>Ευρωπαϊκή Ένωση 27 (μ.ο)</b>	0,6	0,8	1,1	92	159	223

Σύμφωνα, επίσης, με μια έρευνα του ΟΟΑΣΑ (OECD Health Data, 2013), η Ελλάδα ξοδεύει κατά κεφαλήν 721 USD για φαρμακευτική δαπάνη και βρίσκεται στην τρίτη θέση, ενώ στην κορυφή βρίσκονται οι ΗΠΑ με 1026 USD κατά κεφαλήν και η Ιαπωνία με 752 USD κατά κεφαλήν. Η δαπάνη, σύμφωνα με τον οργανισμό, διατηρείται σε υψηλά επίπεδα σε πολλές χώρες γιατί μπορεί να έχουν υψηλά ποσοστά ηλικιωμένων πολιτών, έχουν χαμηλά ποσοστά διάθεσης των γενοσήμων φαρμάκων, αντιμετωπίζουν αυξημένα κόστη λόγω των ακριβών φαρμάκων του καρκίνου και της ηπατίτιδας, υπάρχει αύξηση των αντικαταθλιπτικών φαρμάκων και είναι διάχυτο το φαινόμενο της υπε-συνταγογράφησης. Στην Κίνα, από την άλλη πλευρά, αν και υπάρχει έλεγχος στις τιμές και στις πατέντες, υπάρχει πληθώρα ασθενειών λόγω του πληθυσμού της που την καθιστά ελκυστική αγορά. Για παράδειγμα η Κίνα έχει ένα εκατομμύριο πολιτών που νοσούν από HIV και 20 εκατομμύρια με χρόνια ηπατίτιδα Β καθώς και 4,5 εκατομμύρια ασθενείς από καρκίνο.

Σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση, οι στρατηγικές των φαρμακευτικών επιχειρήσεων ακολουθούν τις εξής τάσεις:

- Σχηματίζουν οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές
- Συνάπτουν στρατηγικές συμμαχίες με εταιρίες βιοτεχνολογίας
- Ακολουθούν συγκεκριμένες ασθένειες που πλήττουν αρκετό κόσμο (π.χ ασθένειες της καρδιάς και του νευρικού συστήματος)
- Επιλέγουν γεωγραφικά κάποιους στόχους (π.χ Κίνα)

Συμπερασματικά, η αντίδραση των φαρμακευτικών επιχειρήσεων στους κινδύνους και στις μεταβολές του εξωτερικού περιβάλλοντος (τεχνολογία, νομοθεσία, λήξη πατεντών, βιοτεχνολογία) είναι αναπόφευκτα οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές ή οι στρατηγικές συμμαχίες. Παρόλο που το 75% των συγχωνεύσεων αποτυγχάνει να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους και η παραγωγικότητα μπορεί να μειωθεί έως και 50% με την ανακοίνωση και μόνο της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, η πρακτική αυτή συνεχίζει να είναι δημοφιλής στον κλάδο. Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων, παρόλο το ρίσκο, επίσης συνεχίζουν να θεωρούν τις συγχωνεύσεις ελκυστικές διότι βραχυπρόθεσμα τα οφέλη είναι μεγάλα και η επίτευξη της ανάπτυξης είναι ευκολότερη. Όπως είναι γνωστό, οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις διαθέτουν κάποιο φάρμακο ή περισσότερα φάρμακα (ανταγωνιστικό πλεονέκτημα) που φέρουν μεγάλα κέρδη για την επιχείρηση. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με τις υπάρχουσες πατέντες τις κάνει ελκυστικές για κάποια χρόνια. Σε αυτό το δυναμικό περιβάλλον οι επιχειρήσεις θα πρέπει να σκεφτούν τις στρατηγικές τους και να κάνουν τις κινήσεις τους. Η διαχείριση των άυλων περιουσιακών στοιχείων που σχετίζονται με τα προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης αποτελεί την μεγαλύτερη πρόκληση για τη διοίκηση.

Στη χώρα μας η φαρμακοβιομηχανία είναι ένας ισχυρός και δυναμικός πυλώνας της ελληνικής οικονομίας, η οποία απασχολεί πάνω από 15.000 εργαζομένους σε θέσεις υψηλής εξειδίκευσης και πάνω από 800 επιστήμονες στην παραγωγή. Γενικότερα η ελληνική φαρμακοβιομηχανία επηρεάζει περισσότερες από 50.000 θέσεις εργασίας, ενώ καλύπτει μόνο το 17% τις φαρμακευτικής αγοράς της.

Επιπροσθέτως, οι σύγχρονες ελληνικές φαρμακοβιομηχανίες επιδίδονται παράλληλα στην ανάπτυξη και την παραγωγή επώνυμων γενοσήμων και πρωτότυπων φαρμάκων καθώς και στην παραγωγή για λογαριασμό τρίτων, πέρα από την ανάπτυξη του ελληνικού φαρμάκου. Το 25% του όγκου των φαρμάκων των πολυεθνικών εταιριών που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα παράγεται από τις 27 ελληνικές επιχειρήσεις σε ελληνικό έδαφος.

Όπως παρατηρούμε από τα αριθμητικά δεδομένα, η ελληνική φαρμακοβιομηχανία είναι σημαντική για τη χώρα μας και μπορεί να αναδειχτεί και σε διεθνές επίπεδο. Για αυτό το λόγο θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία

- ✓ στην έρευνα και ανάπτυξη, με επενδύσεις, στηρίζοντας το επιστημονικό προσωπικό της χώρας μας,
- ✓ στη σύνδεση των φαρμακευτικών επιχειρήσεων με πανεπιστήμια, με ερευνητικά κέντρα βιολογίας και βιοτεχνολογίας και πληροφορικής εσωτερικού και εξωτερικού
- ✓ στην εκμετάλλευση των φυσικών και γεωγραφικών πλεονεκτημάτων μας για την παραγωγή και διάθεση φαρμάκων στο εξωτερικό,
- ✓ στη προσέλκυση στρατηγικών συμμαχιών με πολυεθνικές επιχειρήσεις και
- ✓ στην καθολική και συντονισμένη προώθηση του ποιοτικού ελληνικού φαρμάκου

Η βιωσιμότητα των ελληνικών φαρμακευτικών επιχειρήσεων δεν είναι εύκολη υπόθεση πρώτον γιατί το ελληνικό επιχειρηματικό και νομοθετικό περιβάλλον δεν είναι πολύ φιλικό για επενδύσεις και γιατί υπάρχει ισχυρή παρουσία ξένων πολυεθνικών επιχειρήσεων. Η εξειδίκευση, η νέες τάσεις (γενόσημα, βιοτεχνολογία, πληροφορική) και η εξωστρέφεια είναι οι στρατηγικές που θα πρέπει να δουν σοβαρά οι διοικήσεις των φαρμακευτικών επιχειρήσεων για τη μελλοντική βιωσιμότητα τους. Επίσης, οφέλη μπορούν ακόμη να υπάρξουν με οριζόντιες συγχωνεύσεις, με εξαγορές και με στρατηγικές συμμαχίες, εξασφαλίζοντας όμως την ύπαρξη προγραμμάτων έρευνας και ανάπτυξης στη χώρα μας και την παραγωγή και μεταποίηση του φαρμάκου σε ελληνικό έδαφος.

## 5.7 Η Καινοτομία και η Δημιουργία Αξία στις Φαρμακευτικές Επιχειρήσεις

Η DNA ανάλυση για την αντιμετώπιση πολλών ασθενειών, η νέα προσέγγιση της βιοτεχνολογίας και το αυξανόμενο κόστος της δημιουργίας ενός νέου φαρμάκου οδηγούν τις φαρμακευτικές επιχειρήσεις να μην επενδύουν τα μέγιστα των δυνατοτήτων τους σε προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης αλλά να υποστηρίζουν άλλες βραχυπρόθεσμες λύσεις για τη βιωσιμότητα τους όπως είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές και άλλες χρηματοοικονομικές μέθοδοι. Ο λόγος είναι η αναζήτηση της καινοτομίας με παράλληλες στρατηγικές επενδύσεις. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στην αναζήτηση της καινοτομίας και στην δημιουργία αξία, γιατί από τη μια πλευρά κερδίζεται χρόνος για την «παράλληλη έρευνα» (π.χ. με συνεργασίες με κέντρα βιοτεχνολογίας) και από την άλλη πλευρά γίνεται εξορθολογισμός του κόστους και της λειτουργίας των φαρμακευτικών επιχειρήσεων. (Comanor and Scherer, 2013)

Υπάρχει η εντύπωση ότι οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις αναζητούν μια νέα τεχνολογική προσέγγιση για την θεραπεία ασθενειών και αυτή η στρατηγική ονομάζεται «χρήση παράλληλων μονοπατιών». Η στρατηγική αυτή έχει επιλεχθεί με επιτυχία και σε άλλους κλάδους της οικονομίας που στηρίζονται στην έρευνα. Η στρατηγική αυτή στηρίζεται στο να ανακαλυφθεί κάτι τυχαία, το οποίο θα αλλάξει τα σημερινά δεδομένα στον τομέα της θεραπείας. Σε αυτή τη στρατηγική, όμως, υπάρχουν αρκετές αβεβαιότητες. Πρώτον, υπάρχει η αβεβαιότητα για τη σωστή λύση ανάμεσα σε πολλές επιλογές των τεχνολογικών λύσεων που προσεγγίζονται και δεύτερον, υπάρχει η επιθυμία να επιτευχθεί μια λύση που να λύνει το πρόβλημα τώρα παρά αργότερα. Οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις έχουν δύο επιλογές στρατηγικής. Η μία είναι να επενδύουν σε ερευνητικά προγράμματα και όταν κάποιο σταματήσει να επιλέγουν το επόμενο και ούτω κάθε εξής. Η δεύτερη στρατηγική είναι η παράλληλη επένδυση και αναζήτηση φαρμάκων μέσω της τεχνολογικής εξέλιξης. Με άλλα λόγια, οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις μπορούν να κάνουν τις συμβατικές επενδύσεις για την εισαγωγή νέων φαρμάκων στην αγορά, οι οποίες περιλαμβάνουν τις Φάσεις I, II, III, και είναι πολύ ακριβές. Παράλληλα, όμως μπορούν να επενδύουν σε άλλες μελέτες-τεχνολογίες από όπου μπορεί να βγει κάτι καινούριο και καινοτόμο. Οι πιθανότητες

να βρεθεί κάτι καινούριο είναι μεγάλες. Επίσης, οι συνεργασίες με βιοτεχνολογικές επιχειρήσεις είναι πλέον διαδεδομένες. Βέβαια, λίγες βιοτεχνολογικές επιχειρήσεις είναι μεγάλες και μπορούν να καλύψουν από μόνες τους την κλινική έρευνα και το επιθυμητό μάρκετινγκ. Οι περισσότερες είναι μικρές και μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορούν να προχωρήσουν τα ευρήματά τους. Οπότε η συνεργασίες φαρμακευτικών-βιοτεχνολογικών επιχειρήσεων είναι εποικοδομητικές. Όταν, όμως, η τεχνολογία τους είναι ανταγωνιστική των φαρμάκων των μεγάλων φαρμακευτικών επιχειρήσεων η εξεύρεση πόρων για το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης μπορεί να είναι δύσκολη, οπότε μπορεί να χάνονται ευκαιρίες να ανακαλυφθεί κάτι καινοτόμο. Για αυτό το λόγο, αρκετές startup βιοτεχνολογικές επιχειρήσεις έχουν βοηθηθεί από venture capitals ή από ανεξάρτητες επιχειρήσεις που αναλαμβάνουν τις κλινικές μελέτες. Το σίγουρο είναι ότι οι μεγάλες φαρμακευτικές επιχειρήσεις δεν είναι πάντοτε συμβατές με τις νέες τεχνολογίες των μικρών βιοτεχνολογιών επιχειρήσεων, ειδικά όταν υπάρχουν πατέντες σε εξέλιξη και αντικρουόμενα οικονομικά συμφέροντα. (Comanor and Scherer, 2013)

Στις φαρμακευτικές επιχειρήσεις το μάνατζμεντ έχει πολλές προκλήσεις να αντιμετωπίσει για την επίτευξη της επιθυμητής καινοτομίας και τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους στο πλαίσιο μιας καλής επιχειρηματικής πρακτικής. Σε δύσκολες περιόδους, τα κέρδη των φαρμακευτικών εταιριών κρατούνται σταθερά με στρατηγικές όπως, η μείωση του κόστους, η διεύρυνση του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης και περιορίζοντας τη δύναμη των αγοραστών. Οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις που συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν προσπάθησαν να πραγματοποιήσουν αξία για τους μετόχους με τον ορθολογισμό των δαπανών και με την ενίσχυση των εσόδων τους. Πιο συγκεκριμένα, αναπτύχθηκαν σε νέες αγορές, διεύρυναν την γκάμα των προϊόντων τους, χρησιμοποίησαν τις νέες τεχνολογίες, μοιράστηκαν τις δυνατότητες τους και χρησιμοποίησαν βέλτιστες πρακτικές. (Ravenscraft and Long, 2000)

Το επιχειρηματικό περιβάλλον του φαρμακευτικού κλάδου, όμως, θεωρείται υψηλού κινδύνου, απαιτεί υψηλές άμεσες επενδύσεις και κόστη, ενώ λαμβάνει τα έσοδα των επενδύσεων του μακροπρόθεσμα. Ο κύκλος της επένδυσης φτάνει τουλάχιστον μέχρι τα 15 χρόνια από την ανακάλυψη έως την έγκριση ενός νέου φαρμάκου και κοστίζει γύρω στα 200 εκατομμύρια η επένδυση αυτή. Για να ανταποκριθούν οι



φαρμακευτικές εταιρίες σε αυτά τα κόστη στηρίζονται στις πωλήσεις των διάσπμων και πρωτότυπων φαρμάκων τους. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις στηρίζουν τα προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης με ίδια έσοδα και δεν λαμβάνουν εξωτερική χρηματοδότηση λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης και των ηθικών ζητημάτων.(Leland and Pyle, 1977; Ravenscraft, and Long, 2000; Mayers and Maijluf, 1984)

Το 2007, στις ΗΠΑ, εγκρίθηκαν μόλις 19 φάρμακα, σημειώνοντας ιστορικό χαμηλό από το 1983, το 2008 εγκρίθηκαν 21 και το 2009, 24 φάρμακα. Από τα 24 φάρμακα μόνο τα 10 προέρχονταν από τις μεγάλες φαρμακευτικές εταιρίες. Σε γενικές πολλά προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης παρουσίαζαν χαμηλό δείκτη καινοτομίας (*έσοδα νέων φαρμάκων προς τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης*). Επίσης, είναι άξιο αναφοράς ότι πολλά από τα φάρμακα που βγήκαν τα τελευταία χρόνια στην κυκλοφορία από τις μεγάλες φαρμακευτικές εταιρίες των ΗΠΑ δεν κατάφεραν να γίνουν πρώτης κλάσης. Εδώ εγείρονται πολλά ζητήματα για τη διαχείριση των φαρμακευτικών επιχειρήσεων.(Steven *et al.*, 2010)

Οι επιχειρήσεις χρησιμοποίησαν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές για να διατηρήσουν υψηλά τις αποδόσεις τους της χρυσής δεκαετίας του 1980 και για να διαχειριστούν την αυξανόμενη δύναμη των αγοραστών. Επίσης, με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές οι καθαρές ταμιακές ροές μπορούσαν να μειωθούν και να πραγματοποιηθεί ένας έλεγχος του κόστους υπό νέες βάσεις. Βέβαια, υποστηρίζεται ακόμη ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν έβλαψαν τα προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης και ότι απλά υπήρξαν περικοπές έτσι ώστε να προχωρήσουν μόνο αυτά που είναι υποσχόμενα για το μέλλον. Σίγουρα, τα προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης της κάθε φαρμακευτικής εταιρίας θεωρείται το δυνατό χαρτί της.(Ravenscraftand and Long, 2000)

Το στοίχημα, λοιπόν, των μάνατζερ είναι να καταφέρουν να διαχειριστούν με επιτυχία την τυχόν πτώση της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών, μετά από μια ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς, να δημιουργήσουν αξία μετά την συγχώνευση/ εξαγορά και να επιτύχουν ένα premium το οποίο θα καλύπτει τα μετά την συγχώνευση/ εξαγοράς κόστη. Έπειτα, θα πρέπει να ασχοληθούν με τα θέματα

της ενοποίηση της επιχείρησης, την ενσωμάτωση των υπαλλήλων και το χτίσιμο μιας ενιαίας κουλτούρας. Τέλος, θα πρέπει η στρατηγική της επιχείρησης να συνάδει με την επίτευξη της καινοτομίας ώστε να αλληλοσυμπληρώνεται η αποστολή της επιχείρησης, που είναι η παραγωγή χρήσιμων φαρμάκων για τον άνθρωπο, με τις επιχειρησιακές πρακτικές για τη βιωσιμότητα τους.(Ravenscraft and Long, 2000)

## 6 Συμπεράσματα-Προτάσεις

Από επιχειρηματικής άποψης, οι λόγοι για τους οποίους γίνονται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι για την αποφυγή παράλληλων φαρμάκων, για τη μείωση του κόστους και για να προάγονται συνέργειες. Οι φαρμακευτικές εταιρίες έχουν να αντιμετωπίσουν ένα πολύ δύσκολο οικονομικό περιβάλλον. Από τη μια πλευρά η βιομηχανία πρέπει να διαχειριστεί τη λήξη των πατεντών τους, όπου χάνεται πολύ μεγάλο μέρος των εσόδων τους, από την άλλη θα πρέπει να προστατέψει τις πωλήσεις των βασικών φαρμάκων της από την παράλληλη αγορά των γενοσήμων φαρμάκων. Το κενό που δημιουργείται σταδιακά στις πωλήσεις θα πρέπει να καλυφθεί από νέα φάρμακα που θα εισέλθουν στην αγορά, τα οποία πρέπει να είναι καινοτόμα, αποτελεσματικά και ανταγωνιστικά. Με άλλα λόγια για να μη πέσουν οι πωλήσεις θα πρέπει η επιχείρηση να έχει αποτελεσματικό το τμήμα της έρευνας και ανάπτυξης και να παράγει καινούρια φάρμακα. Καθοριστικό ρόλο, επίσης, διαδραματίζει ο US Food and Drug Administrator και πολλοί άλλοι οργανισμοί ανά τον κόσμο που εγκρίνουν την καταλληλότητα για την κυκλοφορία των φαρμάκων. Μέσα σε αυτό το οικονομικό περιβάλλον οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν διέξοδο για πολλές φαρμακευτικές επιχειρήσεις, οι οποίες ωφελούνται από τις συνέργειες.

Οι επιχειρήσεις στον φαρμακευτικό κλάδο χρησιμοποιούν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές για να βελτιώσουν και να δυναμώσουν τις δυνατότητες τους, καθώς και να καλυτερεύσουν την ανταγωνιστική θέση τους. Η πρόσβαση σε κλινική έρευνα και η λήξη των πατεντών σε φάρμακα leaders είναι μερικές από τις αιτίες για την έξαρση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον κλάδο. Μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά, όμως, θα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη σημασία στο πρόγραμμα έρευνας και ανάπτυξης της κάθε επιχείρησης για να μεγιστοποιούνται οι ωφέλειες του εγχειρήματος.

Τα πλεονεκτήματα που μπορούν να αποκομίσουν οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις από τη στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορούν να συνοψιστούν στα παρακάτω:

- ✓ μπορούν να μοιραστούν τις δραστηριότητες τους (π.χ το μάρκετινγκ)
- ✓ γίνεται μεταφορά γνώσεων και υπάρχει κοινή χρήση των δομών τους
- ✓ η ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης μπορεί να βελτιωθεί

- ✓ αποκτάται νέο χαρτοφυλάκιο με έτοιμα προϊόντα
- ✓ γίνεται διαχείριση των πατεντών που λήγουν
- ✓ ενοποιούνται και βελτιώνονται οι δραστηριότητες έρευνας και ανάπτυξης

Με τη συνέργεια των τμημάτων εξοικονομείται κόστος και ενισχύεται η καινοτομία. Επίσης, βελτιώνεται το μάνατζμεντ και η λειτουργία των επιχειρήσεων ώστε και μετά τη συγχώνευση να είναι κερδοφόρες και αποτελεσματικές.

Τα μειονεκτήματα στις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι τα παρακάτω:

- ✓ μείωση του ανθρώπινου δυναμικού και χάσιμο πολλών θέσεων εργασίας
- ✓ κλείσιμο δομών λόγω περικοπών
- ✓ 1 ή 2 χρόνια υπάρχει στασιμότητα σε πολλές από τις δραστηριότητες της επιχείρησης
- ✓ όταν γίνονται πολύ μεγάλες συμφωνίες συγχωνεύσεων ή εξαγορών, δημιουργείται ένα τμήμα έρευνας και ανάπτυξης όχι και τόσο ευέλικτο και αποδοτικό.
- ✓ από ένα μέγεθος και μετά, στις φαρμακευτικές επιχειρήσεις οι οικονομίες κλίμακας μειώνουν την έρευνα.
- ✓ οι μεγάλες συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να θεωρηθούν και στατικές συνέργειες, γιατί φαίνεται να δίνουν βραχυπρόθεσμες λύσεις στα κέρδη, ρίχνοντας το κόστος, αλλά μακροπρόθεσμα, πολλές φορές, δε δημιουργείται κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.
- ✓ Οι ανταγωνιστές αρχίζουν να χρησιμοποιούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μιμητικά, για να μην μείνουν εκτός τους ανταγωνισμού.

Παίρνοντας υπόψη τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορούμε να πούμε ότι ενέχει μεγάλος κίνδυνος ένα τέτοιο εγχείρημα και ότι προϋποθέτει πριν και μετά την συγχώνευση ή την εξαγορά πολύ μελέτη και εργασία. Η επιτυχία μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς έγκειται στο να δημιουργούνται σημαντικές δυναμικές συνέργειες, που όντως να οδηγούν σε κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και ενισχύουν την πρόοδο και την έρευνα.

Πολλά έχουν γραφτεί στη διεθνή βιβλιογραφία για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον φαρμακευτικό κλάδο. Άλλοι υποστηρίζουν ότι οι πολύ μεγάλες επιχειρήσεις θα

πρέπει να διασπαστούν σε μικρότερες και να δοθεί εκ νέου σημασία στην καινοτομία. Οι μικρότερες επιχειρήσεις θεωρούνται πιο ευέλικτες και ο συνδυασμός τους με τη βιοτεχνολογία είναι το μέλλον της φαρμακοβιομηχανίας. Οι μεγάλες φαρμακοβιομηχανίες μπορεί να έχουν προσφέρει μεγάλο έργο, αλλά λόγω της συσσώρευσης πολλών χρηματοοικονομικών και άλλων προβλημάτων, αλλά, και η ταυτόχρονη υποτίμηση του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης μπορεί να τους κοστίζει τη μελλοντική κερδοφόρα βιωσιμότητα τους.

Οπότε στις μεγάλες επιχειρήσεις συστήνεται να επαναδιοργανώσουν τα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης τους σε μικρότερα με στοχευμένο αντικείμενο ώστε να υπάρχει αυτονομία και αποτελεσματικότητα. Ουσιαστικά, σε αυτό τον τομέα χρειάζεται να δοθεί πάθος ξανά στην καινοτομία, στην αναζήτηση του βέλτιστου αποτελέσματος και στον επανακαθορισμό ενός καινούριου στόχου που επιθυμεί την επιβράβευση. Η αλλαγή στην κουλτούρα δε χρειάζεται μεγάλα σχήματα, αλλά τις σωστές δομές και ένα σαφή στόχο και όραμα. Για παράδειγμα, θα μπορούσε κάθε δομή έρευνας και ανάπτυξης να έχει τον δικό της CEO. Στο πλαίσιο των συγχωνεύσεων και εξαγορών αυτό μπορεί να πραγματοποιηθεί.

Ακόμη, στο πλαίσιο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι σημαντικό να δημιουργηθεί μια κουλτούρα που να εμπνέει τους επιστήμονες, να τους επιβραβεύει και να δίνει αναγνωσιμότητα στις προσπάθειες τους. Ακόμη, κάθε πρόγραμμα έρευνας και ανάπτυξης χρειάζεται έναν καλό leader. Πολλές φορές η θέση αυτή καταλαμβάνεται από έναν καλό επιστήμονα, χωρίς αυτός να διαθέτει τις απαραίτητες δεξιότητες. Όμως, καλό θα ήταν, μέσα στην ομάδα των επιστημόνων να ηγηθεί αυτός που είναι πιο φιλόδοξος, να μπορεί να εμπνεύσει όλη την ομάδα και το πρόγραμμα, ώστε να επιτυγχάνεται η μέγιστη παραγωγικότητα. Στους επιστήμονες, ελάχιστοι είναι αυτοί που έχουν αυτά τα χαρακτηριστικά, οπότε η επιλογή θα πρέπει να είναι προσεκτική.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να ωφελήσουν τον φαρμακευτικό κλάδο και στη χώρα μας. Η ελληνική φαρμακοβιομηχανία είναι σημαντική για τη χώρα μας και μπορεί να αναδειχτεί ως στρατηγικός σύμμαχος επιχειρήσεων διεθνώς. Για αυτό το λόγο θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία

- ✓ στην έρευνα και ανάπτυξη, με επενδύσεις, στηρίζοντας το επιστημονικό προσωπικό της χώρας μας,

- ✓ στη σύνδεση των φαρμακευτικών επιχειρήσεων με πανεπιστήμια, με ερευνητικά κέντρα βιολογίας και βιοτεχνολογίας και πληροφορικής εσωτερικού και εξωτερικού
- ✓ στην εκμετάλλευση των φυσικών και γεωγραφικών πλεονεκτημάτων μας για την παραγωγή και διάθεση φαρμάκων στο εξωτερικό,
- ✓ στη προσέλκυση στρατηγικών συμμαχιών με πολυεθνικές επιχειρήσεις και
- ✓ στην καθολική και συντονισμένη προώθηση του ποιοτικού ελληνικού φαρμάκου

Η βιωσιμότητα των ελληνικών φαρμακευτικών επιχειρήσεων δεν είναι εύκολη υπόθεση πρώτον γιατί το ελληνικό επιχειρηματικό και νομοθετικό περιβάλλον δεν είναι πολύ φιλικό για επενδύσεις και γιατί ο ανταγωνισμός του κλάδου είναι μεγάλος. Η εξειδίκευση, η νέες τάσεις (γενόσημα, βιοτεχνολογία, πληροφορική) και η εξωστρέφεια είναι οι στρατηγικές που θα πρέπει να υιοθετήσουν οι διοικήσεις των φαρμακευτικών επιχειρήσεων για τη μελλοντική βιωσιμότητα τους. Επίσης, οφέλη μπορούν ακόμη να υπάρξουν με οριζόντιες συγχωνεύσεις, με εξαγορές και με στρατηγικές συμμαχίες, εξασφαλίζοντας όμως την ύπαρξη προγραμμάτων έρευνας και ανάπτυξης στη χώρα μας και την παραγωγή και μεταποίηση του φαρμάκου σε ελληνικό έδαφος.

Άλλωστε, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στην αναζήτηση της καινοτομίας και στην δημιουργία αξία, γιατί από τη μια πλευρά κερδίζεται χρόνος για την «παράλληλη έρευνα» (π.χ. με συνεργασίες με κέντρα βιοτεχνολογίας) και από την άλλη πλευρά γίνεται εξορθολογισμός του κόστους και της λειτουργίας των φαρμακευτικών επιχειρήσεων.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική Βιβλιογραφία

Κυριαζής, Δ. (2007), *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*, Εκδόσεις Κωνσταντίνος Σμπήλιας

Παπαδάκης, Β. (2002), *Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και διεθνής εμπειρία*, Εκδόσεις Μπένου, 4<sup>η</sup> έκδοση

### Ξένη Βιβλιογραφία

Appelbaum, S. Roberts, J. and Shapiro, B.T. (2009), “Cultural Strategies in M&As: Investigating Ten Case Studies”, *Journal of Executive Education*, Vol. 8, No.1

Brouthers K.D., Van Hastenburg P. and Van den Ven J. (1998), “If most mergers fail why are they so popular?”, *Long range Planning*, Vol.31. No.3, 347-353

Brown, R. (2007), *The concise guide to mergers, acquisitions and divestitures*, Palgrave Macmillan, NY.

Carleton, R. and Lineberry C. (2007), *Achieving Post- Merger Success*, Pfeiffer, San Francisco

Comanor, W. and Scherer, M. (2013), “Mergers and innovation in the Pharmaceutical Industry”, *Journal of Health Economics*, Vol.32, 106-113

Danzon, P., Epstein, A. and Nicholson, S. (2007), “Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical and Biotech Industries”, *Managerial and Decision Economics*, Vol.28, 307-328

De Noble, A.F, Gustafson, L.T. and Hergert M. (1988), “Planning for Post-merger Integration Eight Lessons for Merger Success”, *Long Range Planning*

Dionne, G., La Haye, M. and Bergeres, A. (2010), “Does Asymmetric Information Affect the Premium in Mergers and Acquisition?”, *Cirrelt Canadian Journal of Economics*, Vol.48, No.3, 819-852

Epstein, M.J. (2004) “The Drivers of Success in Post-Merger Integration”, *Organizational Dynamics*, Pergamon, Vol.33, 174-189

Garnier, J.P. (2008), “Rebuilding the R&D Engine in Big Pharma”, *Harvard Business Review* Vol.86, No.5, 68-70

Gaughan P. (2007), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.

Gregoriou, G. and Renneboog, L. (2007), *International mergers and acquisitions: activity since 1990*, Academic press

Hassan, M., Patro, D., Tukman, H. and Wang, X. (2007), “Do mergers and acquisitions create shareholder wealth” *International Journal of Pharmaceutical and Healthcare Marketing*, Vol.1, No.1, 58-78

Higgins M.J. and Rodriguez D. (2005), “The outsourcing of R&D through acquisitions in the pharmaceutical industry”, *Journal of Financial Economics*, Vol.80, 351-383

James, A.D. (2010), “The Strategic Management of Mergers and Acquisition in the Pharmaceutical Industry: Developing a Recourse- based Perspective”, *Technology Analysis & Strategic Management*, Vol.14, No.3

Kleinert, J. and Klodt H. (2002), “Causes and Consequences of Merger Waves”, Kiel Working Paper No.1092



LaMattina, J.L. (2011), “The impact of mergers on pharmaceutical R&D”, *Nature Reviews-Drug Discovery*, Vol.10, 559-560

Lubatkin, M. (1983). “Mergers and the Performance of the Acquiring Firm”, *Academy of Management Review* Vol.8, No.2, 218-225

Lubatkin M. (1987), “Merges Strategies and Stockholder Value”, *Strategic Management Journal*, Vol.8, 39-53

Makri, M, Hitt, M. and Lane P.J (2010), “Complementary Technologies, Knowledge Relatedness, and Invention Outcomes in High Technology Mergers and Acquisitions” , *Strategic Management Journal*, Vol.31, 602-628

Manne H.G. (1965) “Mergers and the market for corporate control”, *Journal of political Economy*, Vol.73, No.2, 110-120

Ravenscraft, D. and Long, W. (2000) *Mergers and Productivity*, National Bureau of Economic Research, Vol.6 , 287-326

Roll, R. (1986), “The Hybris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *The Journal of Business*, Vol.59, No.2, 197-216

Steven, P., Daniel, M, Dunwiddie, C., Persinger, C., Munos, B, Lindborg, S. and Schacht A. (2010), “How to improve R&D productivity: the pharmaceutical industry’ s grand challenge”, *Nature Reviews Drug Discovery*, Vol. 9, 203-214

*U.S executives on M&A: full speed ahead in 2016*, (2016), KPMG

## Ηλεκτρονικές Πηγές

<http://www.enikonomia.gr/businesses/145971,pef-kathoristikos-o-rolos-tis-ellinikis-farmakoviomichanias-stin-.html>

<http://www.enikonomia.gr/businesses/145971,pef-kathoristikos-o-rolos-tis-ellinikis-farmakoviomichanias-stin-.html>)

<http://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>

[http://prmrinc.net/wp-content/uploads/2012/08/corporate\\_strategy.pdf](http://prmrinc.net/wp-content/uploads/2012/08/corporate_strategy.pdf)

[http://imentor.gr/resources/Pharmaceuticals\\_el.pdf](http://imentor.gr/resources/Pharmaceuticals_el.pdf)