



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ  
ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
MASTER IN BUSINESS ADMINISTRATION

ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

### ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ :**  
**ΕΧΘΡΙΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΜΥΝΑΣ**

της ΓΕΝΟΒΕΦΑΣ ΖΑΝΤΟΥ

Εξεταστική Επιτροπή :

**Δημήτριος Σουμπενιώτης, Καθηγητής (Επιβλέπων)**

Θεοφάνης Καραγιώργος, Καθηγητής

Ιωάννης Ταμπακούδης, Επίκουρος Καθηγητής

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού  
διπλώματος ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων  
(κατεύθυνση : Γενικό MBA)

Θεσσαλονίκη, Σεπτέμβριος 2017

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Ευχαριστώ θερμά όλους τους καθηγητές μου και ιδιαίτερα τον Καθηγητή του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων κ. Δημήτριο Σουμπενιώτη, ο οποίος μου έδειξε εμπιστοσύνη με την ανάθεση του θέματος της διπλωματικής μου εργασίας και με υποστήριξε και καθοδήγησε για την ολοκλήρωσή της.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Μία εταιρεία καθορίζει τους στόχους της και αποφασίζει τον τρόπο και τον χρόνο υλοποίησής τους. Στο πλαίσιο του σχεδιασμού της η εταιρεία μπορεί να επιλέξει την ανάπτυξή της μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η επιλογή του τρόπου εξαρτάται σε κάθε περίπτωση από τις επικρατούσες συνθήκες και τα κίνητρα των εμπλεκομένων μερών.

Η απόφαση για πραγματοποίηση μίας εχθρικής εξαγοράς, που προϋποθέτει την έλλειψη συμφωνίας των δύο μερών, προκαλεί την αντίδραση της υπό εξαγορά εταιρείας με διάφορους τρόπους, που λειτουργούν ως μηχανισμοί άμυνας. Επίσης κάθε εταιρεία μπορεί προβλέψει και να υιοθετήσει μέτρα, που θα αποτρέψουν ή τουλάχιστον θα προκαλέσουν σοβαρές δυσκολίες σε έναν υποψήφιο αγοραστή.

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές και ειδικότερα οι εχθρικές εξαγορές και οι μηχανισμοί άμυνας έναντι αυτών. Η εργασία περιλαμβάνει την εισαγωγή και τρία κεφάλαια.

Στο πρώτο αναπτύσσεται γενικά το θέμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών με αναφορά στους ορισμούς και τα χαρακτηριστικά τους, στην έως σήμερα ιστορική τους εξέλιξη και στους σκοπούς και τους λόγους υλοποίησής τους. Καταγράφονται ακόμη οι λόγοι που μπορεί να οδηγήσουν στην επιτυχία ή αποτυχία τους, καθώς και η διάκρισή τους σε κατηγορίες και αναφέρονται τα απαιτούμενα για την ολοκλήρωσή τους στάδια.

Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζεται το θέμα των εχθρικών εξαγορών με καταγραφή του ορισμού και των χαρακτηριστικών τους, όπως επίσης και των ακολουθούμενων για την υλοποίησή τους σταδίων. Τέλος αναπτύσσονται οι τακτικές και οι τρόποι επίθεσης σε μία εταιρεία.

Το τρίτο κεφάλαιο πραγματεύεται τους μηχανισμούς άμυνας και γίνεται προσπάθεια να γίνει κατανοητός ο τρόπος που λειτουργούν και η αποτελεσματικότητά τους. Καταγράφεται αρχικά ο ορισμός και η ιστορική τους εξέλιξη και αναφέρονται οι λόγοι εφαρμογής και επιλογής τους. Επίσης παρουσιάζεται το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο σε Η.Π.Α. και Ευρωπαϊκή Ένωση. Ακολουθεί η διάκριση των αμυνών σε δύο βασικές κατηγορίες και συγκεκριμένα στις πριν και στις μετά την προσφορά άμυνες, που στη συνέχεια αναπτύσσονται και εξετάζονται αναλυτικά.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ .....	iv
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ .....	vii
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ .....	vii
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
Κεφάλαιο 1 : ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ.....	3
Ορισμοί και Χαρακτηριστικά Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	3
Ιστορική Εξέλιξη Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	4
Σκοποί και Λόγοι Υλοποίησης Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	7
Λόγοι Επιτυχίας ή Αποτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	9
Διάκριση Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	11
Διάκριση Συγχωνεύσεων.....	11
Ανάλογα με τον τρόπο υλοποίησης.....	11
Ειδικές κατηγορίες συγχωνεύσεων .....	12
Διάκριση Εξαγορών .....	13
Ανάλογα με τον σκοπό που εξυπηρετούν.....	14
Ανάλογα με τον τρόπο υλοποίησης.....	15
Ανάλογα με τη διάθεση / συμπεριφορά.....	15
Ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής της εξαγοράζουσας.....	16
Ειδικές κατηγορίες εξαγορών.....	16
Κοινές Κατηγορίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	18
Ανάλογα με την συσχέτιση των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων.....	18
Ανάλογα με την εθνικότητα (γεωγραφική διάσταση) .....	20
Στάδια Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	21
Κεφάλαιο 2 : ΕΧΘΡΙΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ .....	23
Ορισμός και Χαρακτηριστικά Εχθρικών Εξαγορών .....	23
Στάδια Εχθρικών Εξαγορών .....	24
Τακτικές επίθεσης.....	25
Premium Price (προνομιακή τιμή) .....	28
Toe Hold (πάτημα).....	28
Dawn Raid (πρωινή επίθεση).....	29
Blind Bid (τυφλή προσφορά) .....	29
Saturday Night Specials (προσφορές του Σαββατόβραδου).....	29
Two – Tier – Tender Offers (προσφορά δύο επιπέδων) .....	30
Bear Hug (σφιχτή αγκαλιά).....	30

Κεφάλαιο 3 : ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΜΥΝΑΣ .....	31
Εισαγωγή .....	31
Ορισμός.....	31
Ιστορική εξέλιξη των Μηχανισμών Άμυνας .....	31
Λόγοι εφαρμογής Μηχανισμών Άμυνας .....	32
Παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή μηχανισμού άμυνας.....	33
Θεσμικό πλαίσιο .....	33
Διακρίσεις Αμυνών.....	34
Μηχανισμοί άμυνας πριν την προσφορά (pre-bid) .....	34
1. Charter Amendments (καταστατικές διατάξεις) .....	36
1.1. Staggered / Classified Board (εναλλασσόμενο διοικητικό συμβούλιο).....	36
1.2. Super Majority Provisions (υπέρ – πλειοψηφικές διατάξεις) .....	37
1.3. Fair Price Amendment (πρόβλεψη για δίκαιη τιμή).....	37
1.4. Dual – Class Recapitalization / Stock (ανακεφαλαιοποίηση δύο κατηγοριών).....	38
1.5. Restricted Voting Rights (περιορισμοί δικαιωμάτων ψήφου).....	38
1.6. Lobster Trap (αστακοπαγίδα) .....	39
2. Golden Parachute (χρυσό αλεξίπτωτο) .....	39
3. Poison Pill (δηλητηριώδες χάπι) .....	40
4. Poison Put (δηλητηριώδη ομόλογα).....	43
5. Employee Stock Ownership Plan (ESOP) (πρόγραμμα συνιδιοκτησίας προσωπικού).....	43
6. Macaroni Defense (άμυνα μακαρόνι) .....	44
7. Blowfish (ψάρι φούσκα) .....	44
8. Golden Share (χρυσή μετοχή).....	45
Μηχανισμοί άμυνας μετά την προσφορά (post-bid).....	45
1. Attack the Logic of the Bid (επίθεση στη λογική της εξαγοράς).....	47
2. White Knight (λευκός ιππότης).....	47
3. White Squire (λευκός ακόλουθος) .....	48
4. Asset Restructuring (αναδιάρθρωση περιουσιακών στοιχείων) .....	48
5. Crown Jewels (πετράδια του στέμματος).....	49
6. Capital Structure Changes (αναδιάρθρωση της κεφαλαιακής δομής) .....	50
6.1. Ανάληψη πρόσθετου χρέους.....	50
6.2. Έκδοση νέων μετοχών .....	50
6.3. Επαναγορά μετοχών (buy back existing shares).....	50
6.4. Μοχλευμένη ανακεφαλαιοποίηση (leveraged recapitalization) .....	51
7. Greenmail (πράσινος εκβιασμός).....	51

8. Standstill Agreement (συμφωνία ακινητοποίησης) .....	52
9. Litigation (νομική αντιδικία).....	53
10. People Pill (ανθρώπινο χάπι).....	54
11. Suicide Pill (χάπι αυτοκτονίας) .....	54
12. Scorched Earth Policy (πολιτική καμένης γης).....	54
13. Management Buy – Out (εξαγορά από τα διοικητικά στελέχη).....	55
14. Pac-Man Defense (άμυνα pac-man) .....	55
15. Propaganda (προπαγάνδα).....	56
Συμπεράσματα .....	57
ΕΠΙΛΟΓΟΣ .....	59
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	60
ΑΡΘΡΑ .....	60
ΒΙΒΛΙΑ.....	61
ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ .....	62

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 : Διάκριση Συγχωνεύσεων .....	11
Πίνακας 2 : Διάκριση Εξαγορών .....	13
Πίνακας 3 : Κοινές κατηγορίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	18
Πίνακας 4 : Μηχανισμοί Άμυνας προ της προσφοράς.....	34
Πίνακας 5 : Μηχανισμοί Άμυνας μετά την προσφορά.....	45

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Εικόνα 1: Στάδια Φιλικής Εξαγοράς .....	21
Εικόνα 2 : Σύγκριση σταδίων υλοποίησης Φιλικών και Εχθρικών Εξαγορών .....	24
Εικόνα 3 : Τρόποι εκδήλωσης της Επίθεσης.....	28

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι επιχειρήσεις, ως οργανισμοί που λειτουργούν σε περιβάλλον συνεχώς μεταβαλλόμενο και ανταγωνιστικό, οδηγούνται σε στρατηγικές επιλογές που έχουν ως στόχο την εξέλιξη και ανάπτυξή τους σε έναν ή περισσότερους τομείς των δραστηριοτήτων τους. Μεταξύ αυτών, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές χρησιμοποιούνται ως μέσον για την υλοποίηση επιχειρησιακών στρατηγικών ανωτάτου επιπέδου και συγκεκριμένα στρατηγικών ανάπτυξης. Η δραστηριότητα στον τομέα των συγχωνεύσεων και εξαγορών συνεχώς εξελίσσεται, επηρεαζόμενη από ποικίλους παράγοντες, όπως η κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας, το ισχύον δίκαιο, η περιοχή δραστηριοποίησης και η κοινωνία.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συνήθως προκύπτουν μετά από διαπραγμάτευση και συναίνεση των εμπλεκόμενων μερών για σύναψη συμφωνίας και συνεπώς ολοκληρώνονται με φιλικό τρόπο. Στον αντίποδα οι εχθρικές εξαγορές προκύπτουν έπειτα από μία αυθαίρετη προσφορά προς μία εταιρεία που δεν ενδιαφέρεται για συγχώνευση ή εξαγορά.

Οι εχθρικές εξαγορές, λόγω του επιθετικού τους χαρακτήρα, επέφεραν σημαντικές αλλαγές στον τομέα των εταιρικών συνενώσεων, παρότι αποτελούν μικρό ποσοστό του συνολικού αριθμού των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Έχουν εξελιχθεί και αποτελούν πλέον έναν αποδεκτό τρόπο αλλαγής ή απόκτησης του ελέγχου μίας εταιρείας, ενώ αρχικά ήταν ένα μέσο απόκτησης γρήγορου και εύκολου κέρδους. Η οικονομική και κοινωνική επίδραση που έχουν, ιδιαίτερα σε συγκεκριμένους κλάδους δραστηριοποίησης, ώθησε τις εταιρείες να εξεύρουν και αναπτύξουν μηχανισμούς αντίδρασης σε επιθέσεις υποψήφιων αγοραστών.

Οι μηχανισμοί άμυνας περιλαμβάνουν όλες τις απαιτούμενες για την αποτροπή της εξαγοράς ενέργειες μίας εταιρείας. Αρχικά ήταν αδύναμοι και αναποτελεσματικοί, όμως, συν τω χρόνω, αναπτύχθηκαν και εξελίχθηκαν σε πολύπλοκα και αποτελεσματικά εργαλεία απώθησης εχθρικών προσφορών, τόσο ως προς τον χρόνο, όσο και ως προς τον βαθμό αντίστασης που επιτυγχάνεται με την εφαρμογή τους. Οι περισσότερες εταιρείες πλέον προετοιμάζονται και έχουν τα μέσα να αντιδράσουν σε μία εχθρική προσφορά είτε πριν υποβληθεί είτε μετά την υποβολή της. Οι προ της εκδήλωσης της προσφοράς άμυνες είναι μέτρα που λαμβάνονται προληπτικά και στοχεύουν στην απομάκρυνση πιθανών υποψήφιων αγοραστών, λόγω των δυσκολιών που θα τους προκαλέσει η εφαρμογή τους. Οι μετά την εκδήλωση της προσφοράς άμυνες αποτελούν την άμεση απάντηση στην προσφορά και στοχεύουν στην αποτροπή της ολοκλήρωσης της εξαγοράς. Υπάρχει η



δυνατότητα μηχανισμοί άμυνας να χρησιμοποιηθούν συνδυαστικά, ώστε να είναι πιο αποτελεσματικοί. Γεγονός είναι ότι δεν επιτυγχάνεται πάντα ο τελικός στόχος, που είναι η μη ολοκλήρωση της εξαγοράς, αλλά η εφαρμογή μέτρων άμυνας μπορεί να αναγκάσει τους υποψήφιους αγοραστές σε βελτίωση της προσφοράς τους, με ανάλογα θετικά αποτελέσματα για τους μετόχους της υπό εξαγορά εταιρείας. Ο μεγάλος αριθμός και η πολυπλοκότητα των μηχανισμών άμυνας οδήγησε στην θεσμοθέτηση πλαισίου που υπαγορεύει τους κανόνες εφαρμογής τους.

## Κεφάλαιο 1 : ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

### Ορισμοί και Χαρακτηριστικά Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι όροι “συγχώνευση” και “εξαγορά” καταδεικνύουν τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις συνδυάζουν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες. Κάθε όρος έχει το δικό του νόημα, όμως δεν είναι πάντοτε ευδιάκριτες οι μεταξύ τους διαφορές.

**Συγχώνευση (merger)** είναι ο συνδυασμός δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, οι οποίες, χρησιμοποιώντας κοινούς πόρους, στοχεύουν στην επίτευξη κοινών στόχων. Με τον όρο συγχώνευση νοείται πως ως αποτέλεσμα θα υπάρχει μόνο μία εταιρική οντότητα (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004).

Συγχώνευση δηλαδή, είναι η πράξη με την οποία δύο επιχειρήσεις συνενώνονται σε μία, η οποία και αναλαμβάνει το ενεργητικό και παθητικό των συγχωνευθεισών (Gaughan, 2011).

**Εξαγορά (acquisition ή takeover)** είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες εταιρείες, μεταβιβάζουν, μετά από λύση τους χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, σε άλλη, την εξαγοράζουσα, το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) με αντάλλαγμα την απόδοση στους μετόχους των εξαγοραζομένων εταιρειών του αντίτιμου των δικαιωμάτων τους (Αλεξανδράκης, et al., 2010).

Εξαγορά δηλαδή, είναι η συναλλαγή με την οποία μία επιχείρηση αποκτά μία άλλη (μέρος ή το σύνολό της) έναντι χρηματικού ανταλλάγματος (Παπαδάκης, 2016).

Δύο βασικές διαφορές εντοπίζονται μεταξύ συγχώνευσης και εξαγοράς, και συγκεκριμένα σε περίπτωση εξαγοράς :

- α) Οι μέτοχοι της εξαγοραζομένης λαμβάνουν μόνον ορισμένο χρηματικό αντίτιμο και δεν λαμβάνουν μετοχές, όπως στην περίπτωση της συγχώνευσης και
- β) Στους μετόχους της εξαγοραζομένης επιβάλλεται η έξοδος μετά την πώληση των μετοχών τους και την απόκτησή τους από τρίτο ή τρίτους, κάτι που δεν συμβαίνει στην περίπτωση της συγχώνευσης (Αλεξανδράκης, et al., 2010).

Εξετάζοντας το θέμα από νομική άποψη υπάρχουν σαφείς διαφορές και ως προς την ακολουθούμενη διαδικασία και ως προς τα παραγόμενα αποτελέσματα. Από εμπορική και οικονομική άποψη όμως, και οι δύο περιπτώσεις οδηγούν σε ενοποίηση των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων.

Επίσης, η συγχώνευση αφορά συνήθως δύο εταιρείες που διαπραγματεύονται ως ισάξιες και καταλήγουν σε συμφωνία επωφελή και για τα δύο μέρη. Πρόκειται για μία συναινετική πράξη με σκοπό τη δημιουργία μίας νέας επιχείρησης (Hunt, 2016).

Συνεπώς ο όρος συγχώνευση έχει μία θετική χροιά, υπό την έννοια ότι οι επιχειρήσεις οικειοθελώς έχουν αποφασίσει να συνδυαστούν. Γεγονός είναι πως οι πραγματικές συγχωνεύσεις σπανίζουν και σε πολλές περιπτώσεις συγχωνεύσεων πρόκειται στην πραγματικότητα για εξαγορές.

Σημειώνεται ότι στην Ελλάδα λειτουργεί η Επιτροπή Ανταγωνισμού, ως ανεξάρτητη διοικητική αρχή, με στόχο να διαφυλάττει τις αρχές του ανταγωνισμού. Η αρχή λειτουργεί βάσει των προτύπων αντίστοιχων αρχών που προϋπήρχαν σε Η.Π.Α. και Ευρώπη.

Οι επιχειρήσεις έχουν την υποχρέωση να γνωστοποιήσουν κάθε συγκέντρωση επιχειρήσεων (συγχώνευση ή εξαγορά) υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις και σε καθορισμένες προθεσμίες, που προβλέπονται από τον νόμο 3959/2011, όπως σήμερα ισχύει. Η παράλειψη της γνωστοποίησης επιφέρει πρόστιμα στους παραβάτες. Γενικά απαγορεύεται η συγκέντρωση επιχειρήσεων που μπορεί να οδηγήσει στη δημιουργία ή την ενίσχυση δεσπόζουσας θέσης στην αγορά αγαθών ή υπηρεσιών (Επιτροπή Ανταγωνισμού, 2016).

## Ιστορική Εξέλιξη Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν παίξει σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη των εταιρικών οντοτήτων. Επηρεάζονται από εξωτερικούς παράγοντες, όπως μεταβολές στο οικονομικό περιβάλλον, που μπορεί να οφείλονται σε εθνικά γεγονότα μεγάλης σημασίας ή στην εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομίας. Η δραστηριότητα στον τομέα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, λαμβάνοντας υπόψη ποσοτικά και ποιοτικά στοιχεία, κατά περιόδους κορυφώνεται ή βυθίζεται. Οι περίοδοι κορύφωσης αυτής της δραστηριότητας αποκαλούνται “merger waves” (κύματα συγχωνεύσεων). Από τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα έως σήμερα έχουν καταγραφεί έξι κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η διάκριση αυτή είναι εφικτή λόγω των μοναδικών χαρακτηριστικών και αποτελεσμάτων του κάθε κύματος (Prof Roberts, et al., 2003), (McSweeney, 2014) και (Gorzala, 2010).

Το πρώτο κύμα, εμφανίζεται μετά την ύφεση του 1883 και λήγει το 1904. Κορυφώνεται μεταξύ των ετών 1889 και 1902. Κατά τη διάρκειά του κυριαρχούν οριζόντιες

συνενώσεις και συγχωνεύσεις σε οκτώ βασικούς τομείς παραγωγικών δραστηριοτήτων (όπως μεταφορών, μετάλλων, πετρελαίου), που συχνά έχουν ως αποτέλεσμα την σχεδόν μονοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς (Gorzala, 2010). Ιδρύονται παγκόσμιες εμπορικές επωνυμίες όπως η Coca Cola και η General Electric (Prof Roberts, et al., 2003).

Το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών διαρκεί από το 1916 έως το 1929, οπότε συμβαίνει το μεγάλο κραχ. Κατά τη διάρκεια του δεύτερου κύματος πρέπει να αντιμετωπισθεί ο εξονυχιστικός έλεγχος από τους αρμόδιους φορείς. Θεσπίζονται αντιμονοπωλιακοί νόμοι, οι οποίοι αποτρέπουν αφενός τη δημιουργία μονοπωλίων και αφετέρου την κατάχρηση της δύναμής τους. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, δημιουργούνται μεγάλου μεγέθους όμιλοι και ολιγοπώλια και πραγματοποιούνται περισσότερες κάθετες παρά οριζόντιες συγχωνεύσεις. Δύο τέτοια παραδείγματα είναι οι πολύ γνωστές έως σήμερα General Motors και IBM (Gorzala, 2010).

Το τρίτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, γνωστό και ως περίοδος conglomerate merger, δηλαδή συγχώνευσης εταιρειών ασυσχέτιστων δραστηριοτήτων, αρχίζει το 1965 και λήγει το 1975. Η μεγάλη άνθιση της οικονομίας έχει ως αποτέλεσμα τον πολύ μεγάλο αριθμό συγχωνεύσεων. Οι εταιρείες οδηγούνται σε εφαρμογή στρατηγικών διαφοροποίησης, επειδή η ισχύουσα νομοθεσία κάνει σχεδόν αδύνατη μία κάθετη ή οριζόντια συνένωση. Πραγματοποιούνται συγχωνεύσεις εταιρειών με ετερογενείς δραστηριότητες. Η εποχή χαρακτηρίζεται από πολλά προβλήματα και αρκετές αποτυχημένες προσπάθειες (Gorzala, 2010) και (Prof Roberts, et al., 2003).

Το τέταρτο κύμα διαρκεί από το 1984 έως το 1989. Αυτό το κύμα έχει ως ιδιαίτερο χαρακτηριστικό ότι οι “εταιρικοί επιδρομείς”, που υπάρχουν και προγενέστερα αυτής της περιόδου, κάνουν τη διαδικασία των εχθρικών εξαγορών ακόμη πιο εχθρική. Αυτό συμβαίνει επειδή έχουν στη διάθεσή τους ομόλογα υψηλού κινδύνου, τα οποία χρησιμοποιούν για να επιτεθούν σε ορισμένες από τις μεγαλύτερες εταιρείες – στόχους. Οι εχθρικές εξαγορές έχουν ήδη γίνει αποδεκτές ως μέσο επέκτασης μίας εταιρείας και θεωρούνται ιδιαίτερα επικερδείς. Η περίοδος αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς συνοδεύεται από πολλές καινοτομίες στον τομέα της άμυνας έναντι των εχθρικών εξαγορών. Στη διάρκειά της, που οι “εταιρικοί επιδρομείς” χρησιμοποιούν διάφορες μεθόδους εχθρικών δημοσίων προσφορών, εμφανίζεται το 1982 η άμυνα poison pill (δηλητηριώδες χάπι), η οποία εξισορροπεί την κατάσταση μεταξύ “εταιρικών επιδρομέων” και εταιρειών – στόχων. Το τέταρτο κύμα λήγει με την κατάρρευση της αγοράς ομολόγων υψηλού κινδύνου (Gorzala, 2010).

Το πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών αρχίζει το 1993 και διαρκεί επτά χρόνια. Η επιλογή των συναλλαγών γίνεται με βάση την στρατηγική και η χρηματοδότησή τους προέρχεται κυρίως από ίδια κεφάλαια των εταιρειών. Σε αυτήν την περίοδο πραγματοποιούνται και έξι από τις δέκα μεγαλύτερες συνενώσεις όλων των εποχών. Η αξία των συναλλαγών αυξάνεται στο ύψος των 3,3 τρισεκατομμυρίων δολαρίων Η.Π.Α. και το 2000 ο αριθμός των συναλλαγών ανέρχεται σε 29.500 συμφωνίες. Μετά την λήξη του πέμπτου κύματος ο αριθμός και η αξία των συναλλαγών έχει πτώση για τρία συναπτά έτη.

Το έκτο κύμα διαρκεί από το 2003 έως το 2008. Κατά τη διάρκειά του επικρατούν τα consolidations (συγκεντρώσεις δραστηριοτήτων συγκεκριμένων κλάδων) και τα mega deals (συμφωνίες μεγάλης αξίας), τα οποία διευκολύνονται από την παγκοσμιοποίηση και την ύπαρξη πιο φιλελεύθερου κανονιστικού περιβάλλοντος σε συγκεκριμένους τομείς. Επίσης υπάρχει μεγαλύτερη ρευστότητα και δυνατότητα φθηνού δανεισμού και για τον λόγο αυτό κυριαρχούν οι προσφορές με μετρητά. Σημειώνεται μεγάλος αριθμός mega deals, δηλαδή συμφωνιών που υπερβαίνουν το ένα δισεκατομμύριο δολάρια Η.Π.Α. η κάθε μία (Gorzala, 2010) και (Κυριαζής, 2016).

Η διάθεση των εταιρειών για συγχωνεύσεις και εξαγορές φαίνεται πως επανέρχεται μετά την ύφεση, με την εμφάνιση στοιχείων ανάκαμψης.

Θεωρείται ότι κατά το έτος 2013 αρχίζει το έβδομο κύμα. Από τα έως τώρα υπάρχοντα στοιχεία προβλέπεται ότι θα είναι το κύμα με την μεγαλύτερη αξία συναλλαγών. Ήδη τα στοιχεία του 2015 δείχνουν ότι κατά τη διάρκεια του έτους πραγματοποιήθηκαν συναλλαγές ύψους 4,9 τρισεκατομμυρίων δολαρίων Η.Π.Α. (Κυριαζής, 2016).

Επίσης το 2015 χαρακτηρίζεται και από τον μεγάλο αριθμό mega deals, που εν προκειμένω αναφέρονται σε συμφωνίες άνω των 5 δισεκατομμυρίων δολαρίων Η.Π.Α.

Οι πιο σημαντικές συμφωνίες αφορούν κυρίως τους τομείς φροντίδας υγείας, τεχνολογίας, καταναλωτικών αγαθών και λιανεμπορίου και πραγματοποιούνται από εταιρείες που επιθυμούν να επεκταθούν, ώστε να γίνουν πιο ανταγωνιστικές. Η αιτιολόγηση συνδυάζει την μείωση του κόστους και την αύξηση των εσόδων από την απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς (Lam, 2016).

## Σκοποί και Λόγοι Υλοποίησης Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Η επιχειρησιακή στρατηγική μίας εταιρείας καθορίζει την λήψη ή μη της απόφασης για συγχώνευση ή εξαγορά. Τα βασικά κριτήρια για την λήψη της σχετικής απόφασης είναι δύο. Το πρώτο σχετίζεται με την βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων της εταιρείας και το δεύτερο με την αποδοτικότητα σε κάθε επίπεδο λειτουργίας της. Ο άμεσος στόχος είναι η ανάπτυξη και επέκταση της εταιρείας σε σχέση με περιουσιακά στοιχεία, μετοχές και μερίδιο αγοράς. Ο απώτερος στόχος είναι η μεγιστοποίηση των κερδών και η επίτευξη ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων.

Οι λόγοι υλοποίησης μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς κατανέμονται σε τρεις βασικές κατηγορίες και συγκεκριμένα μπορεί να είναι στρατηγικοί, οικονομικοί και πολιτικοί.

Οι πλέον συνήθεις **στρατηγικοί λόγοι** είναι :

Η ανάπτυξη της εταιρείας με την είσοδό της σε νέες αγορές. Ως νέες αγορές θεωρούνται αυτές στις οποίες η εταιρεία δεν έχει πρόσβαση (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004). Μία συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να είναι ο σύντομος δρόμος για την ένταξη σε μία ήδη εδραιωμένη για την εταιρεία – στόχο αγορά. Πολλές φορές θεωρείται ως μέσο για την είσοδο σε αγορές ή τομείς που αναμένεται πως θα αναπτυχθούν άμεσα (Prof Roberts, et al., 2003).

Η πρόσβαση σε πρώτες ύλες, καινοτομίες, τεχνολογία και ανθρώπινους πόρους (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004). Η ανάγκη απόκτησης πόρων μπορεί να οδηγήσει μία εταιρεία σε συγχώνευση ή εξαγορά άλλης. Συνήθως αφορά στην απόκτηση νέας τεχνολογίας ή / και τεχνογνωσίας που κατέχει η εταιρεία – στόχος. Μπορεί ακόμη να αφορά ανθρώπινους πόρους, όταν η εταιρεία – στόχος διαθέτει ιδιαίτερα αποτελεσματικό και αποδοτικό εργατικό δυναμικό.

Η αξιοποίηση των ιδιαίτερων πλεονεκτημάτων της εταιρείας – στόχου. Αυτά μπορεί να είναι η φήμη της, το ισχυρό εμπορικό της όνομα, τα διοικητικά της στελέχη κ.α. (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004). Η απόκτηση αντίστοιχων πλεονεκτημάτων από την εταιρεία απαιτεί μεγάλη προσπάθεια και πολύ χρόνο και συνεπώς η συγχώνευση ή η εξαγορά είναι μία λύση που επιφέρει άμεσα τα επιθυμητά αποτελέσματα.

Η διαχείριση του εταιρικού κινδύνου με την χρήση στρατηγικών διαφοροποίησης (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004). Μία εταιρεία μπορεί να επιθυμεί να διαφοροποιηθεί σε νέους τομείς ή / και αγορές, ώστε να υπάρχει διασπορά του

εταιρικού κινδύνου. Τη διαφοροποίηση μπορεί να επιτύχει διά της συγχώνευσης ή εξαγοράς μίας εταιρείας, η οποία είτε έχει ήδη αναπτυχθεί στους τομείς ενδιαφέροντός της είτε λειτουργεί ήδη στην αγορά για την οποία ενδιαφέρεται (Prof Roberts, et al., 2003).

Η αντιμετώπιση του ανταγωνισμού. Η συνολική παραγωγή ενός συγκεκριμένου κλάδου μπορεί να υπερβαίνει ή να πλησιάζει την ζήτηση, γεγονός που μειώνει την τιμή του προϊόντος. Μία συγχώνευση ή εξαγορά ανταγωνιστικής εταιρείας εξασφαλίζει μεγαλύτερο έλεγχο της παραγωγής του συγκεκριμένου προϊόντος. Επίσης προσφέρει τη δυνατότητα στην εταιρεία να διατηρήσει τις παραγωγικές της μονάδες και τις θέσεις εργασίας εις βάρος της εταιρείας – στόχου (Prof Roberts, et al., 2003).

Οι οικονομικοί λόγοι σχετίζονται με την αύξηση της κερδοφορίας της εταιρείας, που μπορεί να προκύπτει από την ενίσχυση της θέσης της εταιρείας στην αγορά, από μείωση του κόστους κ.α. Οι πλέον σημαντικοί **οικονομικοί λόγοι** είναι :

Η αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας, κυρίως στον τομέα της βιομηχανίας. Η εταιρεία επιτυγχάνει μείωση του μέσου μοναδιαίου κόστους μέσω της παραγωγής μεγαλύτερων ποσοτήτων των προϊόντων της (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004). Οι οικονομίες κλίμακας μπορεί να αφορούν και άλλους τομείς δραστηριότητας της εταιρείας, όπως προμηθειών, ανθρώπινου δυναμικού, πληροφορικής κ.α. Με τις οικονομίες κλίμακας είναι δυνατή η αύξηση των κερδών και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της εταιρείας.

Οι διαφοροποιήσεις στις τιμές των μετοχών είναι συχνά αιτία για την πραγματοποίηση μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η άνοδος του χρηματιστηρίου κάνει πιο ελκυστική τη δραστηριότητα αυτού του είδους, διότι ο υποψήφιος αγοραστής χρησιμοποιεί τις μετοχές του αντί μετρητών, ως βάση για την συναλλαγή. Αντίθετα, η πτώση του χρηματιστηρίου έχει ως συνέπεια την πτώση της τιμής των μετοχών, η οποία μπορεί να κάνει μία εταιρεία – στόχο πιο ελκυστική για αγορά με μετρητά (Prof Roberts, et al., 2003).

Η κερδοσκοπία, όταν η εταιρεία προσδοκά να συμμετέχει σε μελλοντικά κέρδη από μία εξαγορά. Υπάρχουν δύο περιπτώσεις : η πρώτη, όταν η εταιρεία εξαγοράζει μία άλλη, η οποία παράγει ένα νέο προϊόν, και αναμένει να επωφεληθεί από μελλοντικές του αποδόσεις. Η δεύτερη, όταν η εταιρεία εξαγοράζει μία άλλη με σκοπό τη διάσπασή της σε τμήματα και την μετέπειτα πώλησή τους σε τιμή υψηλότερη του κόστους εξαγοράς. Και οι δύο περιπτώσεις ενέχουν υψηλό κίνδυνο για την εταιρεία που προβαίνει στην εξαγορά. Asset stripping (ληηλασία περιουσιακών στοιχείων) ονομάζεται η διαδικασία

που εφαρμόζεται στη δεύτερη περίπτωση και αποφέρει κέρδη από την εκποίηση των περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης (Prof Roberts, et al., 2003).

Φορολογικοί λόγοι επίσης επηρεάζουν την λήψη απόφασης για μία συγχώνευση ή εξαγορά. Η φορολογία μπορεί να είναι σημαντική για τη διαμόρφωση μίας συμφωνίας. Είναι χρήσιμο μία εταιρεία να εξετάζει τη δημοσιονομική διάσταση της συναλλαγής. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ότι η εταιρεία μπορεί να εντοπίσει οικονομικής φύσεως πλεονεκτήματα, καθώς και τη δυνατότητα μείωσης των οικονομικών της υποχρεώσεων (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004).

Οι **πολιτικοί λόγοι** προέρχονται από την αυξημένη επίδραση πολιτικών επιλογών που αφορούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι επιλογές αυτές επηρεάζουν τον δημόσιο, αλλά και τον ιδιωτικό τομέα. Στο δημόσιο τομέα συγχωνεύσεις οργανισμών γίνονται για εξορθολογισμό της λειτουργίας τους και του κόστους που αυτή συνεπάγεται. Στον ιδιωτικό τομέα συγχωνεύσεις υλοποιούνται λόγω νομοθετικών ρυθμίσεων, που μπορεί έμμεσα να οδηγούν οργανισμούς σε συγχωνεύσεις (Prof Roberts, et al., 2003).

## Λόγοι Επιτυχίας ή Αποτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Το αποτέλεσμα μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς μπορεί να αξιολογηθεί με πολλούς τρόπους.

Η πράξη θεωρείται επιτυχής, εφόσον ικανοποιούνται οι σκοποί και οι λόγοι για τους οποίους υλοποιείται. Λαμβάνοντας υπόψη ότι οι στόχοι είναι κατά βάση οικονομικοί, η επιτυχία κρίνεται βάσει των οικονομικών αποτελεσμάτων που επιφέρει η συγχώνευση ή η εξαγορά, τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μακροπρόθεσμο επίπεδο.

Βραχυπρόθεσμα η συναλλαγή μπορεί να είναι επωφελής κυρίως για τους μετόχους της εταιρείας που εξαγοράζεται, επειδή αποκομίζουν κέρδη από την πώληση των μετοχών τους σε τιμή υψηλότερη αυτής που ίσχυε πριν την ανακοίνωση της προσφοράς εξαγοράς.

Μακροπρόθεσμα η επιτυχία του εγχειρήματος εξαρτάται αφενός από τον τρόπο καταβολής του τιμήματος και αφετέρου από τον σχεδιασμό για την αποτελεσματική εφαρμογή του. Σε ό,τι αφορά την καταβολή του τιμήματος, εκτιμάται ότι οι συμφωνίες που υλοποιούνται με μεταβίβαση μετοχών είναι αποδοτικότερες από αυτές που πραγματοποιούνται με καταβολή μετρητών. Αυτό συμβαίνει επειδή οι εταιρείες που επιλέγουν την χρήση μετρητών για την υλοποίηση της συμφωνίας οδηγούνται σε υψηλότερα επίπεδα χρέους και υποτίμηση της αξίας των μετοχών τους. Σε ό,τι αφορά



την εφαρμογή, δύο από τους βασικούς παράγοντες επιτυχίας είναι η τήρηση του αρχικού χρονοδιαγράμματος και η διαδικασία ενσωμάτωσης. Απαιτείται προγενέστερος προσεκτικός σχεδιασμός, ώστε να αποφευχθούν καθυστερήσεις και προβλήματα κατά την ενσωμάτωση της εταιρείας που συγχωνεύεται ή εξαγοράζεται.

Η συναλλαγή μπορεί υπό προϋποθέσεις να αποτύχει. Ενδεικτικά παρατίθενται κάποιοι από τους λόγους αποτυχίας.

Αδυναμία συμφωνίας των εμπλεκόμενων μερών, που χαρακτηρίζεται ως αποτυχία λόγω του κόστους της προσπάθειας σε χρήμα και χρόνο.

Υπερεκτίμηση της εταιρείας – στόχου, που μπορεί να οφείλεται σε ανακριβή αποτίμηση της αξίας της είτε λόγω ελλιπούς αξιολόγησης και ελέγχου αυτής είτε λόγω επικείμενων μεγάλου μεγέθους αλλαγών στον τομέα δραστηριοποίησής της. Η αποτυχία προκύπτει, λόγω του υπερβάλλοντος τιμήματος που καταβάλλεται, σε σχέση με την πραγματική αξία της εταιρείας – στόχου.

Αδυναμία υλοποίησης αναμενόμενων συνεργειών. Η δυνατότητα ανάπτυξης και εκμετάλλευσης συνεργειών επηρεάζει την λήψη απόφασης για μία συγχώνευση ή εξαγορά. Η αποτυχία στην επίτευξη αποτελεσμάτων από συνέργειες που είχαν συνυπολογιστεί προ της συμφωνίας, μπορεί να οδηγήσει σε αποτυχία της.

Σημαντική διαφορά μεγέθους μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιρειών και συγκεκριμένα όταν η εταιρεία – στόχος είναι σημαντικά μεγαλύτερη, με αποτέλεσμα να είναι δύσκολη η ενσωμάτωσή της. Θεωρείται ότι οι δυσκολίες ολοκλήρωσης μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς αυξάνονται κατ' αναλογία της διαφοράς μεγέθους των εμπλεκόμενων εταιρειών.

Αλλαγές στο εξωτερικό περιβάλλον, εφόσον είναι αιφνίδιες και μεγάλης κλίμακας, μπορεί να οδηγήσουν μία συμφωνία σε αποτυχία, διότι παύουν να ισχύουν οι όροι και οι συνθήκες που συνέβαλαν στην λήψη της σχετικής απόφασης.

Αδυναμία υιοθέτησης αλλαγών εκ μέρους των εμπλεκόμενων εταιρειών. Μία συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να προκαλεί αλλαγές διαφορετικού βαθμού σε όλους τους τομείς δραστηριότητας της κάθε εταιρείας. Η αδυναμία να σχεδιαστούν και εφαρμοστούν αποτελεσματικά οι απαιτούμενες αλλαγές, μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την αποτυχία της συμφωνίας.

Διαφορά εταιρικής κουλτούρας. Η εταιρική κουλτούρα διαμορφώνεται και εξελίσσεται με την πάροδο του χρόνου. Πολλές φορές δημιουργούνται συγκρούσεις όταν δύο

οργανισμοί με διαφορετικές κουλτούρες συνενώνονται χωρίς επαρκή προηγούμενη προετοιμασία. Η ασυμβατότητα της κουλτούρας των δύο εταιρειών είναι συχνά η αιτία αποτυχίας μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς (Prof Roberts, et al., 2003).

## Διάκριση Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Η κατηγοριοποίηση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών μπορεί να γίνει με πολλά κριτήρια. Αυτά αφορούν τον τρόπο υλοποίησης, την συσχέτιση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των εμπλεκομένων, τον τόπο δραστηριοποίησής τους κ.α.

Η ταξινόμηση με κάποια κριτήρια είναι κοινή είτε πρόκειται για συγχωνεύσεις είτε πρόκειται για εξαγορές.

Στη συνέχεια αναφέρονται οι κατηγορίες συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπως καταγράφονται σε διεθνές επίπεδο.

## Διάκριση Συγχωνεύσεων

*Πίνακας 1 : Διάκριση Συγχωνεύσεων*

ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	
Ανάλογα με τον τρόπο υλοποίησης	Statutory Merger
	Subsidiary Merger
	Consolidation Merger
Ειδικές κατηγορίες	Concentric / Congeneric Merger
	Reverse Merger ή Reverse IPO
	Reverse Subsidiary Merger

### *Ανάλογα με τον τρόπο υλοποίησης*

- **Statutory merger (συγχώνευση με απορρόφηση)**

Στην περίπτωση αυτή μία ή περισσότερες εταιρείες μεταβιβάζουν σε άλλη, που ήδη υπάρχει, όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις τους (ενεργητικό και παθητικό). Οι ιδιοκτήτες των συγχωνευμένων εταιρειών παραμένουν από κοινού ιδιοκτήτες της συνδυασμένης εταιρείας, δεδομένου ότι οι μέτοχοι προχωρούν στην μεταβίβαση έναντι μετοχών που θα εκδώσει η απορροφούσα εταιρεία, η οποία διατηρεί την οντότητά της. Η απορροφούμενη εταιρεία παύει να υπάρχει.

Παράδειγμα συγχώνευσης με απορρόφηση στην Ελλάδα είναι η απορρόφηση το 2000 της Τράπεζας Χίου και της Τράπεζας Μακεδονίας – Θράκης από την Τράπεζα Πειραιώς (Τράπεζα Πειραιώς, 2017).

- **Subsidiary merger (συγχώνευση για ίδρυση θυγατρικής)**

Σε αυτήν την περίπτωση η μία από τις εταιρείες γίνεται θυγατρική της άλλης εταιρείας, η οποία είναι η μεγαλύτερη.

Σε αυτήν την κατηγορία εντάσσεται η περίπτωση της συνένωσης το 1998 της Compaq Computer Corporation με την Digital Equipment Corporation (DEC). Πρόκειται για δύο εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τομέα των ηλεκτρονικών υπολογιστών. Η αξία της συναλλαγής σε μετρητά και μετοχές ανέρχεται σε 9,6 δις δολάρια Η.Π.Α. Αποτέλεσμα της συνένωσης είναι να γίνει η Digital Equipment Corporation θυγατρική της Compaq Computer Corporation (Hall, 2000), (WIKIPEDIA, 2017) και (WIKIPEDIA, 2017).

- **Consolidation merger (συγχώνευση με ίδρυση νέας εταιρείας)**

Αυτό το είδος αφορά τον συνδυασμό δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων με σκοπό τη δημιουργία μίας εξ ολοκλήρου νέας επιχείρησης. Οι εμπλεκόμενες στην συγχώνευση εταιρείες μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) στην νέα εταιρεία και παύουν να υπάρχουν. Οι μέτοχοί τους αποκτούν μετοχές της νέας εταιρείας, η οποία αποτελεί συνέχειά τους. Ο όρος χρησιμοποιείται όταν πρόκειται για εταιρείες αντίστοιχου μεγέθους (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004) και (Αλεξανδράκης, et al., 2010).

Περίπτωση συγχώνευσης με ίδρυση νέας εταιρείας αποτελεί η συνένωση το 1998 της Citicorp με την Travelers Group, που οδηγεί στη δημιουργία της Citigroup Inc. με αξία 140 δις δολάρια Η.Π.Α. και περιουσιακά στοιχεία περίπου 700 δις δολαρίων Η.Π.Α. Οι Πρόεδροι των δύο αρχικών εταιρειών ανέλαβαν από κοινού Πρόεδροι και Διευθύνοντες Σύμβουλοι της νέας εταιρείας (Citi, 2017) και (WIKIPEDIA, 2017).

### *Ειδικές κατηγορίες συγχωνεύσεων*

- **Concentric ή congeneric mergers (ομόκεντρες ή ομοειδείς συγχωνεύσεις)**

Αφορά συγχωνεύσεις εταιρειών με συσχετισμένες δραστηριότητες, οι οποίες δηλαδή δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, απευθύνονται στους ίδιους πελάτες, αλλά δεν προσφέρουν το ίδιο προϊόν ή υπηρεσία. Βοηθά τις εταιρείες να διαφοροποιηθούν και συνεπώς να μειώσουν τους επιχειρηματικούς τους κινδύνους. Επιτρέπει στην εταιρεία που δημιουργείται να επωφεληθεί από την εμπειρία και εξειδίκευση των επιμέρους

εταιρειών, την οποία πλέον μοιράζονται. Μπορεί να αποφέρει αύξηση των κερδών, ενώ συγχρόνως διευκολύνει τους καταναλωτές (Merritt, 2016).

▪ **Reverse merger ή reverse IPO (αντίστροφη συγχώνευση)**

Στην περίπτωση αυτή μία μη εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία αγοράζει μετοχές μίας εισηγμένης εταιρείας, ώστε να αποκτήσει τον έλεγχο της. Μετά την απόκτηση του ελέγχου από την μη εισηγμένη εταιρεία, η εισηγμένη ονομάζεται “shell company” (εταιρεία κέλυφος), διότι το μόνο που απομένει πλέον από αυτήν, είναι η οργανωτική της δομή. Οι μέτοχοι της μη εισηγμένης εταιρείας ανταλλάσσουν τις μετοχές τους σε αυτήν με μετοχές της “shell company”. Με τον τρόπο αυτό η μη εισηγμένη εταιρεία μετατρέπεται σε εισηγμένη, αποφεύγοντας τις χρονοβόρες και περίπλοκες διαδικασίες εισαγωγής στο χρηματιστήριο (Feldman, 2012) και (INVESTOPEDIA, 2016).

Τα reverse mergers είναι μία σύνθετη διαδικασία που ενέχει κινδύνους, όμως, όταν γίνονται σωστά, η συναλλαγή προχωρά γρήγορα και ομαλά.

Παράδειγμα reverse merger που ολοκληρώθηκε με επιτυχία αποτελεί η συνένωση δύο εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον τομέα των τηλεπικοινωνιών και συγκεκριμένα της μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο T-Mobile USA, Inc. με την εισηγμένη στο χρηματιστήριο Metro PCS Communications. Η διαδικασία ολοκληρώνεται το 2013 και οι μετοχές της συνδυασμένης εταιρείας με την επωνυμία T-Mobile US, Inc. διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (WIKIPEDIA, 2017).

▪ **Reverse subsidiary merger ή reverse triangular merger (αντίστροφη τριγωνική συγχώνευση)**

Πρόκειται για την περίπτωση που η εταιρεία – στόχος τελικά συγχωνεύεται με θυγατρική της εταιρείας – υποψήφιου αγοραστή (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004).

## Διάκριση Εξαγορών

Πίνακας 2 : Διάκριση Εξαγορών

ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	
Ανάλογα με τον σκοπό που εξυπηρετούν	Value creating
	Consolidating
	Accelerating
	Resource acquiring

*Συνέχεια Πίνακα 2 : Διάκριση Εξαγορών*

<b>ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ</b>	
<b>Ανάλογα με τον σκοπό που εξυπηρετούν</b>	Speculating
<b>Ανάλογα με τον τρόπο υλοποίησης</b>	Acquisition of stock Acquisition of assets
<b>Ανάλογα με τη διάθεση</b>	Friendly / Amicable Hostile
<b>Ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής της εξαγοράζουσας</b>	Full Partial
<b>Ειδικές κατηγορίες</b>	Reverse takeover Backflip takeover Leveraged buy-out Management buy-out

*Ανάλογα με τον σκοπό που εξυπηρετούν*

Υπάρχουν πέντε βασικοί τύποι εξαγορών :

- **Value creating (δημιουργία πρόσθετης αξίας)**

Μία εταιρεία εξαγοράζει μία άλλη, βελτιώνει τα αποτελέσματά της και στη συνέχεια την πουλάει για κέρδος.

- **Consolidating (εδραίωση θέσης)**

Μία εταιρεία εξαγοράζει μία άλλη για να εξαλείψει τον ανταγωνισμό σε μία υπερτροφοδοτούμενη αγορά.

- **Accelerating (ταχεία πρόσβαση στην αγορά)**

Μία μεγαλύτερη εταιρεία εξαγοράζει μία μικρότερη και χρησιμοποιεί τους πόρους της για να επιταχύνει την πρόσβαση στην αγορά των προϊόντων της μικρότερης εταιρείας.

- **Resource acquiring (απόκτηση πόρων)**

Μία εταιρεία εξαγοράζει άλλες εταιρείες για να αποκτήσει πόρους, δεξιότητες, τεχνογνωσία και τεχνολογία που χρειάζεται, επειδή είναι, από άποψη κόστους, οικονομικότερο από το να τα αναπτύξει η ίδια.

Περίπτωση εξαγοράς για απόκτηση πόρων είναι η εξαγορά το 1996 της Prince Corporation από την Johnson Controls International Plc έναντι 1,35 δις δολαρίων Η.Π.Α. (Παπαδάκης, 2016) και (WIKIPEDIA, 2017).

- **Speculating (κερδοσκοπία)**

Μία μεγαλύτερη εταιρεία εξαγοράζει μία μικρότερη που παράγει ένα νέο προϊόν, με σκοπό να εξαργυρώσει τις μελλοντικές του δυνατότητες (Ness, 2014).

*Ανάλογα με τον τρόπο υλοποίησης*

- **Acquisition of stock (εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου)**

Πωλητές είναι οι μέτοχοι. Το σύνολο του ενεργητικού και του παθητικού περιέρχεται στον αγοραστή. Ο τύπος αυτός προτιμάται από τους πωλητές.

Περίπτωση acquisition of stock είναι η απόκτηση το 1999 μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών ποσοστού 52% των μετοχών της εταιρείας Μύλοι Αγίου Γεωργίου Α.Ε. από την εταιρεία Κυλινδρόμυλοι Λούλη Α.Ε. Το 2002 ξεκινά η παραγωγή και διάθεση από την εταιρεία Μύλοι Λούλη Α.Ε. των ενοποιημένων προϊόντων των δύο εταιρειών (Μύλοι Λούλη, 2017).

- **Acquisition of assets (εξαγορά στοιχείων ενεργητικού)**

Πωλητής είναι η εταιρεία ως οντότητα. Ο αγοραστής έχει τη δυνατότητα να επιλέξει τα στοιχεία που επιθυμεί να αγοράσει και να αποφύγει αυτά για τα οποία δεν επιθυμεί να αναλάβει την ευθύνη. Προτιμάται από τους αγοραστές (MACABACUS, 2016) και (BIWS, 2016).

*Ανάλογα με τη διάθεση / συμπεριφορά*

- **Friendly ή Amicable (φιλική)**

Οι εμπλεκόμενες εταιρείες συνεργάζονται, καταλήγουν από κοινού σε συμφωνία και καθορίζουν το τίμημα.

Παράδειγμα φιλικής εξαγοράς είναι η περίπτωση κατά την οποία η αμερικανική εταιρεία Johnson & Johnson αγοράζει αρχικά το 2009 ποσοστό 18% του μετοχικού κεφαλαίου της ολλανδικής εταιρείας Crucell έναντι 302 εκατομμυρίων Ευρώ, με σκοπό την συνεργασία των δύο εταιρειών για την ανάπτυξη ενός αντιγριπικού εμβολίου. Το 2010 η Johnson & Johnson συμφωνεί να εξαγοράσει επιπλέον μετοχές, με το ποσοστό της έως τον Φεβρουάριο 2011 να ανέρχεται σε άνω του 95% (WIKIPEDIA, 2017).

- **Hostile (εχθρική)**

Στην περίπτωση αυτή η εταιρεία – στόχος δεν επιθυμεί και προσπαθεί να αποφύγει την εξαγορά (Παπαδάκης, 2016).

Περίπτωση εχθρικής εξαγοράς, η οποία είναι και η μεγαλύτερης έως σήμερα χρηματιστηριακής αξίας συνένωση εταιρειών στην Ευρώπη, είναι η εξαγορά το 2000 της

γερμανικής εταιρείας Mannesmann από την βρετανική Vodafone Air Touch. Το ύψος της αξίας της συναλλαγής ανέρχεται σε 112 δις λίρες Αγγλίας ή 183 δις δολάρια Η.Π.Α. (BBC NEWS, 2000) και (Παπαδάκης, 2016).

#### *Ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής της εξαγοράζουσας*

- **Full (πλήρης ή ολική εξαγορά)**

Η εταιρεία που εξαγοράζει αποκτά το εκατό τοις εκατό (100%) της εξαγοραζομένης και τον πλήρη και αποκλειστικό έλεγχο της.

- **Partial (μερική εξαγορά)**

Μπορεί να είναι πλειοψηφική εξαγορά (με ποσοστό εξαγοράς από πενήντα έως ενενήντα εννέα τοις εκατό) ή μειοψηφική εξαγορά (με ποσοστό εξαγοράς από δέκα έως σαράντα εννέα τοις εκατό).

Σε περιπτώσεις εταιρειών με μεγάλη διασπορά μετοχικού κεφαλαίου, η απόκτηση ποσοστού δέκα τοις εκατό αυτού θεωρείται εξαγορά, εφόσον αποκτάται ο έλεγχος.

Γεγονός είναι πως διεθνώς συνήθως πραγματοποιούνται ολικές εξαγορές.

#### *Ειδικές κατηγορίες εξαγορών*

- **Reverse takeover (αντίστροφη εξαγορά)**

Αναφέρεται στην περίπτωση που μία μικρότερη εταιρεία εξαγοράζει μία μεγαλύτερη. Ονομάζεται έτσι διότι το αναμενόμενο και αυτό που συνήθως συμβαίνει στις εξαγορές είναι μία μεγαλύτερη εταιρεία να αποκτά μία μικρότερη (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004) και (INVESTOPEDIA, 2016).

Μία απόπειρα reverse takeover πραγματοποιείται το 1997 στην Γερμανία. Η εταιρεία Krupp – Hoesch ανακοινώνει την πρόθεσή της να εξαγοράσει την εταιρεία Thyssen, η οποία είναι πολύ μεγαλύτερη και πιο κερδοφόρα από την Krupp – Hoesch. Το 1996 οι πωλήσεις της Krupp – Hoesch ανέρχονται σε 24 δισεκατομμύρια μάρκα Γερμανίας, ενώ της Thyssen ανέρχονται σε 41 δισεκατομμύρια μάρκα Γερμανίας. Η απόπειρα της Krupp – Hoesch δεν ευοδώνεται, όμως οι δύο εταιρείες εν τέλει συνενώνονται και από το 1998 λειτουργούν ως μία, η Thyssen Krupp (Puziak & Martyniuk, 2012).

- **Backflip takeover (εξαγορά “τούμπα”)**

Πρόκειται για μία καθόλου συνηθισμένη περίπτωση, κατά την οποία η εταιρεία - αγοραστής επιλέγει να γίνει θυγατρική της εξαγοραζόμενης εταιρείας και η επιχείρηση μετά την εξαγορά λειτουργεί με την επωνυμία της εξαγορασθείσας. Συμβαίνει το

αντίθετο από ό,τι στις συμβατικές εξαγορές. Συναντάται όταν μία μεγάλη εταιρεία με αδύναμο εμπορικό όνομα εξαγοράζει μία αδύναμη εταιρεία με πολύ ισχυρό εμπορικό όνομα (INVESTOPEDIA, 2016).

Περίπτωση backflip takeover είναι η εξαγορά το 2005 της AT&T Corporation από την Southwestern Bell Telephone, L.P. (SBC), η οποία αλλάζει την επωνυμία της σε AT&T Inc. (WIKIPEDIA, 2017)

- **Leveraged buy-out (μοχλευμένη εξαγορά)**

Η εξαγοράζουσα εταιρεία χρηματοδοτεί το εγχείρημα όχι από ίδια κεφάλαια, αλλά από τραπεζικό δανεισμό σε μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον εβδομήντα πέντε τοις εκατό). Αναλαμβάνει ιδιαίτερα υψηλό ρίσκο, καθώς οι συνέπειες θα είναι πολύ αρνητικές, εάν αποτύχει η επιχειρηματική προσπάθεια. Σκόπιμο είναι αυτός ο τρόπος να χρησιμοποιείται από ώριμες εταιρείες με εξασφαλισμένες ταμειακές ροές (Παπαδάκης, 2016).

Η πλέον επιτυχημένη μοχλευμένη εξαγορά όλων των εποχών, ύψους 26 δις δολαρίων Η.Π.Α., θεωρείται πως είναι η απόκτηση το 2007 της Hilton Hotels & Resorts από την Blackstone Group. Η συμφωνία αποδεικνύεται ιδιαίτερα επικερδής, παρά την οικονομική κρίση και την κατάρρευση των Bear Stearns και Lehman Brothers, οι οποίες συμμετείχαν (Walton, 2015).

- **Management buy-out (εξαγορά επιχειρήσεων από τα διοικητικά τους στελέχη)**

Μία επιχείρηση εξαγοράζεται από τα διοικητικά της στελέχη. Εάν πρόκειται για μεγάλη επιχείρηση που η εξαγορά της είναι δύσκολο να χρηματοδοτηθεί από τα διοικητικά στελέχη, η εξαγορά θα αφορά μία περιφερειακή θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης (Παπαδάκης, 2016). Στη συνέχεια αναφέρεται και αναπτύσσεται και ως μηχανισμός άμυνας.

Περίπτωση management buy-out είναι η εξαγορά το 2013 της Dell Inc. έναντι 25 δις δολαρίων Η.Π.Α. από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο της εταιρείας Michael Dell (WIKIPEDIA, 2017).



## Κοινές Κατηγορίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Πίνακας 3 : Κοινές κατηγορίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

ΚΟΙΝΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ			
	Horizontal		
Ανάλογα με την συσχέτιση των δραστηριοτήτων τους	Vertical	Forward integration	
		Backward integration	
	Conglomerate	Pure	
		Mixed	Market extension Product extension
Ανάλογα με την εθνικότητα	Domestic		
	Cross-border		

### Ανάλογα με την συσχέτιση των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων

- **Horizontal (οριζόντιες)**

Στην περίπτωση αυτή οι εταιρείες που εμπλέκονται δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, κινούνται στον ίδιο χώρο και είναι συνήθως ανταγωνιστικές. Είναι μία μέθοδος που απαντάται σε κλάδους με πολλές και μικρές εταιρείες. Υπάρχουν μεγάλα οφέλη από τις συνέργειες. Στοχεύουν συνήθως στην απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς και για τον λόγο αυτό είναι πιθανόν μία τέτοια ένωση να εμποδίζεται από την νομοθεσία περί μονοπωλίων (antitrust). Συχνά πάντως καταλήγουν σε εχθρικές εξαγορές, λόγω του ανταγωνισμού που υπάρχει μεταξύ των επιχειρήσεων (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004) και (eFinanceManagement, 2016).

Περίπτωση οριζόντιας εξαγοράς είναι η απόκτηση το 2016 της εταιρείας Starwood Hotels and Resorts Worldwide από την Marriott International Inc. έναντι 13,6 δις δολαρίων Η.Π.Α. Αποτέλεσμα αυτής είναι η δημιουργία της μεγαλύτερης ξενοδοχειακής εταιρείας σε παγκόσμιο επίπεδο με περισσότερα από 5.700 καταλύματα και 1,1 εκατομμύρια δωμάτια (WIKIPEDIA, 2017).

- **Vertical (κάθετες)**

Στην περίπτωση αυτή οι εταιρείες δραστηριοποιούνται στην παραγωγή διαφορετικών προϊόντων ή προσφέρουν διαφορετικές υπηρεσίες για ένα κοινό τελικό προϊόν. Λειτουργούν σε διαφορετικά επίπεδα της εφοδιαστικής αλυσίδας του ίδιου τελικού προϊόντος. Οι επιχειρήσεις έχουν συμπληρωματικές δραστηριότητες, όπως αγοραστή – πωλητή. Στοχεύουν σε μεγαλύτερη αποδοτικότητα, αύξηση του περιθωρίου κέρδους,

μεγαλύτερο έλεγχο των διαδικασιών παραγωγής ή / και διανομής και μείωση του κόστους. Είναι το μέσο για τη διασφάλιση του εφοδιασμού με τα απαραίτητα υλικά, προς αποφυγήν της διατάραξης της παραγωγικής λειτουργίας, ενώ παράλληλα εμποδίζει τον εφοδιασμό των ανταγωνιστών (Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2004).

Παράδειγμα κάθετης εξαγοράς είναι η απόκτηση το 2014 της εταιρείας Beats Electronics LLC από την Apple Inc. έναντι 3 δις δολαρίων Η.Π.Α. Πρόκειται για την μεγαλύτερης αξίας εξαγορά της Apple. Η εταιρεία Beats Electronics LLC δραστηριοποιείται στην κατασκευή ακουστικών και την αναπαραγωγή μουσικής. Με την εξαγορά αυτή η Apple Inc. έχει τη δυνατότητα να βελτιώσει εφαρμογές των iPhones, ιδιαίτερα με την ανάπτυξη της εφαρμογής Apple Music (WIKIPEDIA, 2017).

Οι κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται σε :

❖ **Forward integration (προς τα εμπρός)**

Πρόκειται για την περίπτωση που μία εταιρεία αποκτά κανάλια διανομής για τα προϊόντα της.

❖ **Backward integration (προς τα πίσω)**

Πρόκειται για την περίπτωση που μία εταιρεία αποκτά προμηθευτές των πρώτων υλών της (eFinanceManagement, 2016).

▪ **Conglomerate (ετερογενείς)**

Σε αυτήν την κατηγορία εντάσσονται συγκεντρώσεις εταιρειών με ασυσχέτιστες δραστηριότητες, οι οποίες δηλαδή δεν έχουν κάποια συγκεκριμένη σχέση και δεν δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο παραγωγής. Ονομάζεται και διαγώνια συγκέντρωση, επειδή συνασπίζονται επιχειρήσεις, των οποίων τα προϊόντα, η τεχνολογία και οι πελάτες διαφέρουν απολύτως (Κυριαζόπουλος, et al., 2009).

Η εξαγορά το 2005 της εταιρείας The Gillette Company από την εταιρεία Procter & Gamble Co. είναι μία περίπτωση conglomerate. Η συμφωνία, που ανέρχεται σε 57 δις δολάρια Η.Π.Α., ολοκληρώνεται μετά από έγκριση της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Εμπορίου των Η.Π.Α. (Federal Trade Commission) υπό όρους που αφορούν περιπτώσεις αλληλοκαλύψεων σε προϊόντα (WIKIPEDIA, 2017), (The Burnie Group, 2017) και (Isidore, 2005).

Οι συγκεντρώσεις αυτές διακρίνονται σε :

❖ **Pure (καθαρές),**

όταν οι επιχειρήσεις δεν έχουν απολύτως τίποτε κοινό.

❖ **Mixed (μικτές),**

όταν οι επιχειρήσεις στοχεύουν είτε σε επέκταση της αγοράς είτε σε ανάπτυξη του προϊόντος (eFinanceManagement, 2016).

Οι μικτές, ανάλογα με τον σκοπό για τον οποίο γίνονται, διακρίνονται σε:

➤ **Market extension conglomerates (για επέκταση αγοράς)**

Στην περίπτωση αυτή οι εταιρείες έχουν αντίστοιχα προϊόντα, αλλά κινούνται σε διαφορετικές αγορές. Στόχος είναι η απόκτηση πρόσβασης σε μεγαλύτερες αγορές και σε μεγαλύτερη βάση πελατών (eFinanceManagement, 2016).

➤ **Product extension conglomerates (για επέκταση προϊόντων)**

Οι product extension συγκεντρώσεις λαμβάνουν χώρα μεταξύ εταιρειών που τα προϊόντα τους είναι διαφορετικά, αλλά σχετικά μεταξύ τους και απευθύνονται στην ίδια αγορά. Στοχεύουν στην επέκταση του προϊόντος που παράγουν ή στην πλήρη διαφοροποίηση της παραγωγής τους, προκειμένου να διατηρήσουν την επιρροή τους στην αγορά (Κυριαζόπουλος, et al., 2009).

*Ανάλογα με την εθνικότητα (γεωγραφική διάσταση)*

Η εθνικότητα προκύπτει από το κράτος όπου οι επιχειρήσεις ιδρύθηκαν, διατηρούν την έδρα τους και διέπονται από το δίκαιο του κράτους αυτού.

- **Domestic (εγχώρια)** συγχώνευση ή εξαγορά, εάν οι εταιρείες προέρχονται από την ίδια χώρα.

Περίπτωση εγχώριας είναι η εξαγορά της εταιρείας Astra Medical Hellas Superfoods από τις εταιρείες Παφάρμ Α.Ε. και Βιανέξ Α.Ε., κατά ποσοστό 50% η κάθε μία. Η εξαγορά πραγματοποιείται τον Μάρτιο 2016 και οι εξαγοράζουσες εταιρείες, οι οποίες δραστηριοποιούνται στον φαρμακευτικό κλάδο, επεκτείνονται στον κλάδο συμπληρωμάτων διατροφής. Η αξία της συναλλαγής ανέρχεται σε 6 εκατομμύρια Ευρώ (PricewaterhouseCoopers, 2017).

- **Cross-border (διεθνής),** εάν οι επιχειρήσεις προέρχονται από διαφορετικές χώρες.

Περίπτωση διεθνούς εξαγοράς είναι η απόκτηση τον Ιούνιο 2016 από την Wert Red Sàrl, του ομίλου Värde Partners, ποσοστού 33,8% του μετοχικού κεφαλαίου της Trastor Real Estate Investment Company S.A. από την Τράπεζα Πειραιώς. Η εξαγοράζουσα εδρεύει στο Λουξεμβούργο. Το ύψος της συναλλαγής ανέρχεται σε 16,3 εκατομμύρια Ευρώ (PricewaterhouseCoopers, 2017).

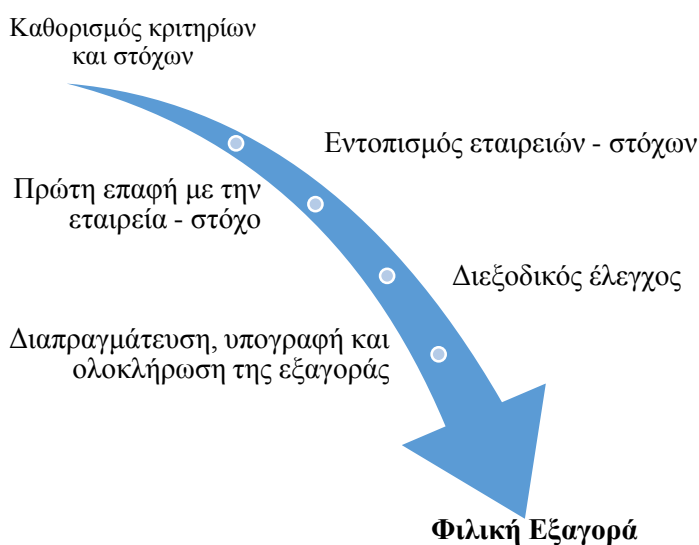
## Στάδια Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Η διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών περιλαμβάνει διάφορες φάσεις. Η περιγραφή των φάσεων αυτών ποικίλλει. Υπάρχουν διαφορετικές προσεγγίσεις ως προς τον αριθμό και τον χαρακτηρισμό τους.

Μία προσέγγιση περιλαμβάνει τρία στάδια για την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχώνευσης ή / και εξαγοράς, τα οποία είναι : το προ της συνένωσης, το της νομικής / τυπικής συνένωσης και το μετά την συνένωση. Μία άλλη θεώρηση περιλαμβάνει τέσσερα στάδια, τα οποία είναι : η σύλληψη της ιδέας, η αιτιολόγηση της συνένωσης, η ενσωμάτωση των εταιρειών και η εκτίμηση των αποτελεσμάτων.

Τα στάδια της ακολουθούμενης διαδικασίας επίσης συχνά χωρίζονται σε φάσεις. Για παράδειγμα, το στάδιο της ενσωμάτωσης μπορεί να περιλαμβάνει τις εξής πέντε φάσεις: της παρατήρησης, του σχεδιασμού, της εκτέλεσης, της σταθεροποίησης και της ωριμότητας. Επίσης συχνά είναι δύσκολο να καθοριστεί η έναρξη και η λήξη κάθε φάσης (Risberg, 2003).

Η διαδικασία μίας φιλικής εξαγοράς, από την σκοπιά του υποψήφιου αγοραστή, σύμφωνα με μία θεωρία ολοκληρώνεται σε πέντε στάδια, τα οποία είναι : ο καθορισμός των κριτηρίων και των στόχων της εξαγοράς, η αναγνώριση των εταιρειών – στόχων, η πρώτη επαφή με την εταιρεία – στόχο, ο διεξοδικός έλεγχος αυτής και η διαπραγμάτευση, υπογραφή και ολοκλήρωση της εξαγοράς.



Εικόνα 1: Στάδια Φιλικής Εξαγοράς

Ο υποψήφιος αγοραστής αρχικά διαμορφώνει την επιχειρησιακή του στρατηγική, έχοντας αναλύσει τα δυνατά και αδύνατα σημεία του, τα οικονομικά του αποτελέσματα και την ανταγωνιστική του θέση, και στη συνέχεια προχωρά στον καθορισμό των επιθυμητών χαρακτηριστικών μίας εταιρείας – στόχου, τα οποία μπορεί να σχετίζονται με τα έσοδα, το μέγεθος, την περιοχή κ.α. Στη συνέχεια καταρτίζει μία κατάσταση με όλες τις εταιρείες – στόχους που έχει εντοπίσει και πληρούν τα παραπάνω κριτήρια. Πολλές φορές χρησιμοποιεί ειδικούς συμβούλους που τον βοηθούν να περιορίσει τον αριθμό των εταιρειών – στόχων ή / και να επιλέξει μία συγκεκριμένη εταιρεία. Οι ειδικοί σύμβουλοι, εάν ο υποψήφιος αγοραστής επιθυμεί να διατηρήσει την ανωνυμία του, προσεγγίζουν τις εταιρείες – στόχους και διερευνούν το ενδεχόμενο ενδιαφέρον τους για συνεργασία ή πώληση. Η πρώτη επαφή μεταξύ του υποψήφιου αγοραστή και της εταιρείας – στόχου καθορίζεται εφόσον εκδηλωθεί ενδιαφέρον της δεύτερης. Ακολουθεί ένα από τα πλέον σημαντικά βήματα της διαδικασίας εξαγοράς, που αφορά τον ενδελεχή έλεγχο (due diligence) της εταιρείας – στόχου. Ο υποψήφιος αγοραστής κατά τη διάρκεια του ελέγχου έχει πρόσβαση σε κάθε σχετική με την εταιρεία – στόχο πληροφορία. Η πληροφόρηση περιλαμβάνει οικονομικά στοιχεία, νομικές εκκρεμότητες, στοιχεία που συμβάλλουν στην ανάλυση επιχειρηματικού κινδύνου κ.α. Τα αποτελέσματα του ελέγχου και η τελική αξιολόγηση της εταιρείας – στόχου, εφόσον είναι θετικά και επιβεβαιωθεί ότι πληρούνται τα κριτήρια του υποψήφιου αγοραστή, χρησιμοποιούνται ως βάση για τη διαμόρφωση της προσφοράς του. Ακολουθεί η διαδικασία των διαπραγματεύσεων και, εφόσον ολοκληρωθεί με επιτυχία, υπογράφεται η συμφωνία πώλησης και ολοκληρώνεται η εξαγορά (Gorzala, 2010).

## Κεφάλαιο 2 : ΕΧΘΡΙΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

### Ορισμός και Χαρακτηριστικά Εχθρικών Εξαγορών

Ο όρος εχθρική εξαγορά αναφέρεται σε μία προσφορά εξαγοράς που παρουσιάζεται είτε χωρίς προηγούμενη επικοινωνία με τη διοίκηση της εταιρείας – στόχου είτε χωρίς τη συναίνεση αυτής (Seretakis, 2013).

Η εχθρική εξαγορά ονομάζεται και μη φιλική εξαγορά, προσβαλλόμενη εξαγορά και αμυνόμενη εξαγορά.

Σε μία εχθρική εξαγορά η εταιρεία – στόχος λαμβάνει μία αυθαίρετη, μη φιλική προσφορά για το σύνολο ή τμήμα των μετοχών της σε συγκεκριμένη τιμή από τον υποψήφιο αγοραστή. Ο υποψήφιος αγοραστής φιλοδοξεί να αποκτήσει τουλάχιστον το πενήντα τοις εκατό (50%) του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας – στόχου, ώστε να έχει πλειοψηφική εκπροσώπηση στο διοικητικό συμβούλιο. Οι ανεπιθύμητες προσφορές συχνά εκλαμβάνονται ως απειλή από τουλάχιστον ένα τμήμα των εμπλεκόμενων και για τον λόγο αυτό προκαλούν εκτεταμένες αμυντικές αντιδράσεις από τη διοίκηση της εταιρείας – στόχου.

Κάθε προσφορά εχθρικής εξαγοράς έχει μία αρνητική χροιά. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι κάποιοι από τους εμπλεκόμενους πιθανώς θα έχουν απώλειες από την συναλλαγή. Σε αντίθεση με τα παραπάνω, οι φιλικές εξαγορές θεωρούνται επωφελείς και για τα δύο μέρη (Gorzala, 2010).

Μία εχθρική εξαγορά μπορεί μακροπρόθεσμα να αποδειχθεί ότι είναι θετική συναλλαγή, λόγω της ανακατανομής των παραγωγικών πόρων της εταιρείας που εξαγοράστηκε, από τομείς που παρακμάζουν σε άλλους μεγαλύτερης αξίας (Johansson & Thorstensson, 2008).

Επίσης, μία εχθρική εξαγορά μπορεί να εξελιχθεί σε φιλική, εάν, κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων, τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων των δύο εταιρειών καταλήξουν σε από κοινού συμφωνία (Puziak & Martyniuk, 2012).

Η εταιρεία που προβαίνει σε ανεπιθύμητη προσφορά για εχθρική εξαγορά της εταιρείας – στόχου ονομάζεται black knight (μαύρος ιπότης). Μετονομάζεται και μετατρέπεται σε yellow knight (κίτρινος ιπότης) στην περίπτωση που υπαναχωρήσει και προχωρήσει σε φιλικές διαπραγματεύσεις με την εταιρεία – στόχο, συνήθως λόγω της εκ μέρους της

εφαρμογής αποτελεσματικών μέτρων άμυνας. Το γεγονός της αλλαγής τακτικής μπορεί να εκληφθεί ως ένδειξη αδυναμίας της αρχικά επιτιθέμενης.

Οι εχθρικές εξαγορές στις Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο διαφέρουν από αυτές στην υπόλοιπη Ευρώπη και την Ιαπωνία, όπου είναι πιο σπάνιες, γεγονός που οφείλεται στην ύπαρξη οργανισμών που κατέχουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου και έχουν τον έλεγχο των ανωνύμων εταιρειών. Αυτοί οι οργανισμοί μπορεί να είναι τράπεζες, όπως στην Γερμανία, κυβερνήσεις, όπως σε Γαλλία και Αυστρία ή οικογένειες, όπως στην Ιταλία (Puziak & Martyniuk, 2012).

## Στάδια Εχθρικών Εξαγορών

Η διαδικασία υλοποίησης μίας εχθρικής εξαγοράς, όπως σε κάθε περίπτωση εξαγοράς, εμπεριέχει μία σειρά ενεργειών που πραγματοποιούνται διαδοχικά με σκοπό την επίτευξη ενός συγκεκριμένου αποτελέσματος, δηλαδή την απόκτηση της εταιρείας – στόχου.

Όπως προαναφέρθηκε, μία φιλική εξαγορά ολοκληρώνεται σε πέντε στάδια, τα οποία είναι : ο καθορισμός των κριτηρίων και των στόχων της εξαγοράς, η αναγνώριση των εταιρειών – στόχων, η πρώτη επαφή με την εταιρεία – στόχο, ο διεξοδικός έλεγχος αυτής και η διαπραγμάτευση, υπογραφή και ολοκλήρωση της εξαγοράς.



Εικόνα 2 : Σύγκριση σταδίων υλοποίησης Φιλικών και Εχθρικών Εξαγορών

Στην περίπτωση εχθρικής εξαγοράς τα δύο πρώτα στάδια είναι πανομοιότυπα. Το τρίτο στάδιο, που αφορά την πρώτη επαφή με την εταιρεία – στόχο, διαφέρει, δεδομένου ότι ο υποψήφιος αγοραστής επιθυμεί να ολοκληρώσει την εξαγορά στον συντομότερο δυνατό χρόνο, για να αποφύγει άλλους υποψήφιους αγοραστές ή την ανάπτυξη έντονων μέτρων άμυνας από την εταιρεία – στόχο. Η πρώτη επαφή μπορεί να συμβεί είτε με την απόκτηση μετοχών από την αγορά είτε με προσφορά στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας – στόχου ή, τέλος, με υποβολή προσφοράς απευθείας στους μετόχους της. Η προσφορά στους μετόχους (tender offer), αφορά στην αγορά μέρους ή του συνόλου των μετοχών τους. Η τιμή που προσφέρεται είναι συνήθως υψηλότερη της τρέχουσας τιμής τους (bid premium). Ακόμη, το τέταρτο στάδιο του ελέγχου (due diligence) δεν υφίσταται σε περίπτωση εχθρικής εξαγοράς. Η έλλειψη του διεξοδικού ελέγχου στερεί τον υποψήφιο αγοραστή από πολύ σημαντική πληροφόρηση και αυξάνει τα επίπεδα του επιχειρηματικού του κινδύνου λόγω της εξαγοράς. Στο στάδιο των διαπραγματεύσεων υπάρχουν δύο ενδεχόμενα. Πρώτον, η εχθρική εξαγορά μπορεί να ολοκληρωθεί ως φιλική, μετά από σύσταση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας – στόχου, εάν για παράδειγμα αυξηθεί η τιμή προσφοράς. Δεύτερον η εταιρεία – στόχος επιμένει στην απόρριψη της προσφοράς και ενδεχομένως κάνει χρήση μηχανισμών άμυνας. Η ολοκλήρωση της συμφωνίας δεν διαφέρει από την φιλική εξαγορά (Gorzala, 2010).

## Τακτικές επίθεσης

Δύο είναι οι βασικοί σκοποί μίας επίθεσης. Ο πρώτος είναι η απόκτηση του ελέγχου μίας αξιόλογης εταιρείας και ο δεύτερος είναι η επίτευξη του πρώτου με το μικρότερο δυνατό κόστος. Ένας τρίτος σκοπός, που συχνά δεν λαμβάνεται υπόψη, αφορά στην εξομάλυνση της ενσωμάτωσης της υπό εξαγορά εταιρείας, μετά την ολοκλήρωση των διαδικασιών. Τα παραπάνω δεν ισχύουν εάν σκοπός της εξαγοράς είναι η κερδοσκοπία από την εκποίηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας – στόχου (asset stripping).

Η τακτική που θα επιλέξει ο υποψήφιος αγοραστής επηρεάζεται από δύο βασικούς παράγοντες. Ο πρώτος αφορά το κατά πόσον η διοίκηση της εταιρείας – στόχου αναμένεται να δεχθεί ή να απορρίψει την προσφορά και ο δεύτερος σχετίζεται με το κατά πόσον η εταιρεία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο ή όχι. Στην πραγματικότητα εχθρικές προσφορές γίνονται σε εισηγμένες εταιρείες με μεγάλη διασπορά του μετοχικού τους κεφαλαίου (McSweeney, 2014).



Ο υποψήφιος αγοραστής, που έχει ως βασικό στόχο την απόκτηση του ελέγχου της εταιρείας για την οποία ενδιαφέρεται, έχει στη διάθεσή του και μπορεί να επιλέξει μεταξύ των παρακάτω τακτικών : να υποβάλει προσφορά στους μετόχους ή να αποκτήσει μετοχές από το χρηματιστήριο ή να υποβάλει προσφορά στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας.

Η υποβολή προσφοράς απευθείας στους μετόχους (tender offer) είναι ο πιο εύκολος και δημοφιλής τρόπος απόκτησης μετοχών. Επιλέγεται στις περιπτώσεις που το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας – στόχου είναι απρόθυμο να διεξάγει διαπραγματεύσεις για πώληση μετοχών και συνεπώς είναι αναγκαία η παράκαμψή του. Η τιμή που προσφέρεται για τις μετοχές είναι συνήθως υψηλότερη της τιμής διαπραγμάτευσής τους στις αγορές. Στόχος είναι ο έλεγχος της εταιρείας – στόχου, που επιβεβαιώνεται με την κατοχή της ελέγχουσας συμμετοχής από τον νέο ιδιοκτήτη μετά την ολοκλήρωση της αγοράς των μετοχών. Η ελέγχουσα συμμετοχή είναι ο απαραίτητος αριθμός των μετοχών μίας εταιρείας, που πρέπει να κατέχει ένας μέτοχος, ώστε να διαθέτει την πλειοψηφία των ψήφων κατά την ετήσια γενική συνέλευση. Το απαιτούμενο ποσοστό μετοχών, ανάλογα με τη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου, κυμαίνεται μεταξύ είκοσι πέντε και πενήντα ένα τοις εκατό (25 – 51%) του συνόλου των μετοχών. Η τακτική αυτή προϋποθέτει την ύπαρξη επαρκών οικονομικών πόρων του υποψήφιου αγοραστή για την επένδυση και την επιθυμία του για ολοκλήρωση της εξαγοράς στον συντομότερο δυνατό χρόνο (Puziak & Martyniuk, 2012) και (Scott, n.d.).

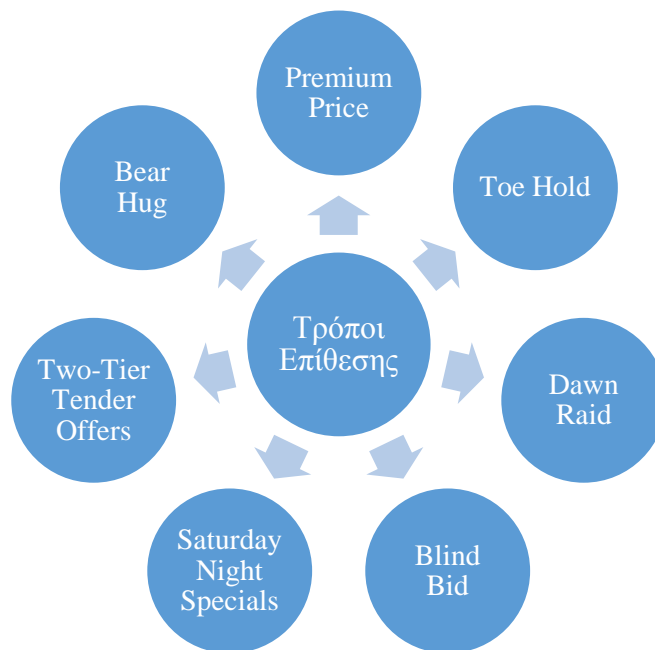
Μία τακτική που επίσης παρακάμπτει το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας είναι η “μάχη δι’ αντιπροσώπων” (proxy fight ή proxy contest). Χρησιμοποιήθηκε στις Η.Π.Α. ως η κύρια μέθοδος πίεσης για αλλαγή των μελών του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας – στόχου, που συνεπάγεται αλλαγή στον έλεγχο αυτής, έως τα μέσα της δεκαετίας του 1960. Στην περίπτωση αυτή ο υποψήφιος αγοραστής προσπαθεί να προσεταιρισθεί μετόχους, οι οποίοι είτε του παραχωρούν τα δικαιώματα ψήφων τους είτε καταψηφίζουν οι ίδιοι το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Σε κάθε περίπτωση ο υποψήφιος αγοραστής καταλήγει να ελέγχει το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας – στόχου και διευκολύνεται στην ολοκλήρωση της εξαγοράς. Η τακτική αυτή μπορεί να επιτύχει, εάν υπάρχει αφενός δυσαρέσκεια των μετόχων από τα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας και αφετέρου μία επικερδής πρόταση του υποψήφιου αγοραστή για την εταιρεία και τους μετόχους. Οι δύο τακτικές που προαναφέρθηκαν έχουν πλέον ενοποιηθεί και χρησιμοποιούνται ως μία (Armour, et al., 2011) και (Scott, n.d.).

Η απόκτηση μετοχών από το χρηματιστήριο (creeping tender offer) είναι μία τακτική που εφαρμόζεται στην περίπτωση που ο υποψήφιος αγοραστής επιθυμεί να δαπανήσει μικρότερα κεφάλαια, λόγω μη καταβολής του bid premium, όμως είναι πιο χρονοβόρα. Με την τακτική αυτή αποκτώνται βαθμιαία και συστηματικά μετοχές της εταιρείας στην τιμή διαπραγμάτευσης, γεγονός που αρχικά καθιστά δύσκολο τον εντοπισμό της προσπάθειας του υποψήφιου αγοραστή. Σε παγκόσμιο επίπεδο, οι σχετικές με τις εξαγορές κανονιστικές διατάξεις προβλέπουν περιορισμούς για τον υποψήφιο αγοραστή, ώστε να μειώνεται το στοιχείο του αιφνιδιασμού για τις εταιρείες – στόχους. Συγκεκριμένα ο υποψήφιος αγοραστής έχει την υποχρέωσή να ενημερώνει την αρμόδια εθνική αρχή, σε περίπτωση που υπερβεί προκαθορισμένο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας – στόχου. Ο υποψήφιος αγοραστής, ως συνέπεια της γνωστοποίησης αυτής, αντιμετωπίζει δυσκολίες στην απόκτηση περαιτέρω μετοχών, διότι το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας ενημερώνεται σχετικά και αντιλαμβάνεται τις προθέσεις του. Πρόκειται για μία δύσκολα εφαρμόσιμη τακτική (Puziak & Martyniuk, 2012) και (Gorzala, 2010).

Στην Ελλάδα η αρμόδια εθνική αρχή είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Hellenic Capital Market Commission), η οποία είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority – ESMA) και λειτουργεί στο πλαίσιο και υπό την αιγίδα της. Είναι επίσης μέλος του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2015).

Η τρίτη τακτική, της υποβολής προσφοράς απευθείας στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας – στόχου, επιλέγεται όταν ο υποψήφιος αγοραστής επιθυμεί την υποστήριξη του διοικητικού συμβουλίου, ώστε να μην εφαρμοστούν μηχανισμοί άμυνας και να διευκολυνθεί η εξαγορά (Gorzala, 2010).

Σε συνέχεια των παραπάνω παρατηρείται ότι η εκδήλωση της προσφοράς γίνεται με διάφορους τρόπους. Ακολουθούν οι συχνότερα απαντώμενοι :



Εικόνα 3 : Τρόποι εκδήλωσης της Επίθεσης

### Premium Price (προνομισιακή τιμή)

Για να γίνει αποδεκτή μία προσφορά εξαγοράς πρέπει το τίμημα που προσφέρει ο υποψήφιος αγοραστής να είναι αρκετά υψηλό, ώστε να προσελκύσει το ενδιαφέρον μεγάλου ή έστω επαρκούς τμήματος των μετόχων. Η πρόκληση για τον υποψήφιο αγοραστή είναι να προσφέρει την κατάλληλη τιμή, γεγονός δύσκολο, δεδομένου ότι έχει ανεπαρκή πληροφόρηση για τους μετόχους, ως προς τις ανάγκες και τις απαιτήσεις τους. Συνεπώς η απόφαση για την τιμή προσφοράς λαμβάνεται με μεγάλη αβεβαιότητα. Οι αγοραστές, επειδή οι δημοπρασίες συνήθως αποφέρουν περισσότερα για τους πωλητές, προτιμούν να ολοκληρώνουν τη διαδικασία με διαπραγμάτευση. Συνεπώς προτιμούν να προσφέρουν μία σχετικά αυξημένη τιμή, παρά να εμπλακούν σε μία ακόμη πιο κοστοβόρα δημοπρασία.

### Toe Hold (πάτημα)

Ως “toe hold” θεωρούνται οι μετοχές της εταιρείας – στόχου που ήδη κατέχει ο υποψήφιος αγοραστής πριν την υποβολή της προσφοράς. Με αυτόν τον τρόπο μειώνεται το συνολικό κόστος της εξαγοράς, καθώς οι μετοχές αυτές αποκτώνται χωρίς καταβολή επιπλέον ποσού (bid premium). Παράλληλα μειώνεται το αναγκαίο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που πρέπει να αγοράσει ο υποψήφιος αγοραστής για να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας – στόχου. Παρατηρείται ότι η μέθοδος αυτή δεν επιλέγεται

συχνά, όταν όμως επιλεγεί αφορά μεγάλο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου (της τάξεως του πενήντα τοις εκατό) (McSweeney, 2014).

### **Dawn Raid (πρωινή επίθεση)**

Ο υποψήφιος αγοραστής είναι πιθανό να προσπαθήσει να αποκτήσει μεγάλο αριθμό μετοχών της εταιρείας – στόχου από το χρηματιστήριο. Αυτή η ενέργεια, όταν εντοπισθεί, οδηγεί σε αύξηση της τιμής της μετοχής. Με στόχο την ελαχιστοποίηση της αύξησης της τιμής, ο υποψήφιος αγοραστής προσπαθεί να αποκτήσει, στον συντομότερο δυνατό χρόνο, τις κατά το δυνατόν περισσότερες μετοχές, κατά προτίμηση μόλις ανοίξει το χρηματιστήριο. Η μέθοδος ονομάζεται “dawn raid” επειδή γίνεται προσπάθεια αιφνιδιασμού του χρηματιστηρίου και χρησιμοποιείται με σκοπό την μείωση του κόστους εξαγοράς, γεγονός που επιτυγχάνεται, διότι ο υποψήφιος αγοραστής αποκτά τις μετοχές στην τρέχουσα τιμή τους (Prof Roberts, et al., 2003).

### **Blind Bid (τυφλή προσφορά)**

Οι προσφορές εξαγοράς βασίζονται είτε σε πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό είτε σε εσωτερική πληροφόρηση. Στην περίπτωση που ισχύει το πρώτο, η προσφορά ονομάζεται blind bid. Επειδή στην περίπτωση που η προσφορά γίνεται με βάση τη διαθέσιμη στο ευρύ κοινό πληροφόρηση, η οποία συνήθως δεν είναι επαρκής, θεωρείται ως μία επικίνδυνη μέθοδος, που είναι πιθανόν είτε να οδηγήσει σε πτώση την τιμή αγοράς μίας καλής επιχείρησης είτε σε άνοδο την τιμή αγοράς μίας μέτριας, οπότε ο αγοραστής αναλαμβάνει μεγαλύτερο κίνδυνο καταβάλλοντας υπερβολικό τίμημα. Συνήθως προσφορές αυτού του τύπου γίνονται χωρίς προηγούμενη προσέγγιση του υποψήφιου αγοραστή προς την εν ενεργεία διοίκηση της εταιρείας ή εφόσον αυτή δεν έχει γίνει αποδεκτή.

### **Saturday Night Specials (προσφορές του Σαββατόβραδου)**

Πρόκειται για μία προσφορά εξαγοράς που είναι διαθέσιμη μόνον για ένα μικρό χρονικό διάστημα. Με τον τρόπο αυτό οι μέτοχοι αναγκάζονται να αποφασίσουν άμεσα για το κατά πόσον θα πουλήσουν ή όχι τις μετοχές τους. Περιορίζεται η δυνατότητα της υπάρχουσας διοίκησης της εταιρείας – στόχου να παρουσιάσει επαρκή στοιχεία κατά της εξαγοράς. Είναι μία μέθοδος που γενικώς απαγορεύεται, διότι θεωρείται ως εξαναγκασμός.

## Two – Tier – Tender Offers (προσφορά δύο επιπέδων)

Ο υποψήφιος αγοραστής κάνει αρχικά μία προσφορά για αριθμό μετοχών ικανών να του δώσουν τον έλεγχο της εταιρείας και έπειτα κάνει μία μικρότερη προσφορά για τις εναπομείνουσες μετοχές. Αυτή η μέθοδος βασίζεται στην άγνοια των μετόχων για το κατά πόσον άλλοι μέτοχοι θα αποφασίσουν την πώληση των μετοχών τους. Οι μέτοχοι εξετάζουν την πρώτη προσφορά, ακόμη και αν την θεωρούν χαμηλή, φοβούμενοι ότι, εάν αρνηθούν, στη συνέχεια θα αναγκαστούν να αποδεχθούν τη δεύτερη χαμηλότερη τιμή. Όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά των δύο τιμών τόσο μεγαλύτερη είναι και η πίεση που ασκείται στους μετόχους. Αυτή η μέθοδος επιτρέπεται στις Η.Π.Α., αλλά απαγορεύεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπου η τιμή προσφοράς πρέπει να είναι ενιαία (McSweeney, 2014).

## Bear Hug (σφιχτή αγκαλιά)

Πρόκειται για μία προσφορά εξαγοράς που είναι τόσο ικανοποιητική για τους μετόχους, ώστε η διοίκηση της εταιρείας – στόχου αναγκάζεται να την εξετάσει. Ο υποψήφιος αγοραστής υποβάλλει απροειδοποίητα μία πολύ υψηλή προσφορά με σκοπό αφενός την γρήγορη αποδοχή της και αφετέρου την αποφυγή προσφορών από άλλους υποψήφιους αγοραστές. Για τον λόγο αυτό η προσφορά είναι τόσο ελκυστική, ώστε το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας έχει ως μόνη επιλογή να εισηγηθεί στους μετόχους την αποδοχή της (Financial Times Lexicon, 2017).

## Κεφάλαιο 3 : ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΜΥΝΑΣ

### Εισαγωγή

Μία δημόσια προσφορά εξαγοράς αφορά την απόκτηση μετοχών με δικαίωμα ψήφου μίας εταιρείας, η οποία μπορεί να γίνει με άμεσο ή έμμεσο τρόπο και έχει ως στόχο τον έλεγχο της διοίκησης αυτής. Ο στόχος αυτός μπορεί να επιτευχθεί με φιλικό ή εχθρικό τρόπο.

Σε περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών οι εταιρείες – στόχοι έχουν τη δυνατότητα να υιοθετήσουν συγκεκριμένα μέτρα, ώστε να αποτρέψουν ή να αποθαρρύνουν τον εξαγοράζοντα από την υλοποίηση του στόχου του (Dalal, 2011).

### Ορισμός

Μηχανισμοί άμυνας σε περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών νοούνται τα μέτρα που λαμβάνει η διοίκηση μίας εταιρείας – στόχου με σκοπό να σταματήσει τη διαδικασία της εξαγοράς. Η λήψη αυτών γίνεται είτε κατά περιόδους είτε διαρκώς (Farlex Financial Dictionary, n.d.). Η εκ των προτέρων έγκριση των μετόχων είναι απαραίτητη για την εφαρμογή ορισμένων τύπων άμυνας (Dalal, 2011). Το εύρος των αμυνών είναι μεγάλο και παρέχει από ήπιας έως υψηλής έντασης αντίσταση. Η ήπια αντίσταση μπορεί να οδηγήσει τον υποψήφιο αγοραστή σε αναπροσαρμογή της προσφοράς του, αλλά δεν αποτρέπει απαραίτητα την εξαγορά. Αντίθετα, η υψηλής έντασης μπορεί να αποτρέψει την εξαγορά (Ruback, 1988).

### Ιστορική εξέλιξη των Μηχανισμών Άμυνας

Η αύξηση της εχθρικής δραστηριότητας, ιδιαίτερα τη δεκαετία του 1980, οδηγεί στην προώθηση καινοτομιών σε ό,τι αφορά τον τομέα της άμυνας έναντι εχθρικών εξαγορών. Οι στρατηγικές άμυνας εξελίσσονται και γίνονται πολυπλοκότερες με την πάροδο των χρόνων. Οι απειλούμενοι οργανισμοί, μέσω της χρήσης χρηματοοικονομικών πόρων, αναπτύσσουν άμυνες που είναι δύσκολο να ξεπεραστούν. Έως το τέλος του τετάρτου κύματος συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι άμυνες έναντι εχθρικών εξαγορών αγγίζουν ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο. Κορυφαίες επενδυτικές τράπεζες παρέχουν ομάδες ειδικών, που, σε συνεργασία με τη διοίκηση των εταιρειών, δημιουργούν εμπόδια για να

αποκρούσουν τους εταιρικούς επιδρομείς. Μετά την εγκαθίδρυση ενός ευρέος φάσματος αμυντικών εργαλείων, ομάδες νομικών συμβούλων και τραπεζιτών, είναι έτοιμες, εφόσον τους ζητηθεί, να συμβουλευθούν τη διοίκηση των εταιρειών – στόχων για τις κατάλληλες δράσεις που πρέπει να αναλάβουν, ώστε να αποκρούσουν τον εν δυνάμει αγοραστή. Μέχρι τη δεκαετία του 1990 οι περισσότεροι μεγάλοι οργανισμοί διαθέτουν κάποια μορφή άμυνας έναντι εχθρικών εξαγορών (Gorzala, 2010).

## Λόγοι εφαρμογής Μηχανισμών Άμυνας

Ο πρώτος προφανής και βασικός λόγος που μία εταιρεία επιλέγει να αμυνθεί είναι η αποτροπή της ανεπιθύμητης εξαγοράς. Στην πράξη όμως μπορεί να συμβαίνει για να πειστεί ο υποψήφιος αγοραστής να ανεβάσει την τιμή της προσφοράς του ή για να βρεθεί εναλλακτικός αγοραστής (McSweeney, 2014).

Ο ρόλος της διοίκησης της εταιρείας – στόχου είναι ζωτικής σημασίας σε περίπτωση εχθρικής εξαγοράς. Υπάρχουν δύο βασικές απόψεις για τους λόγους που η διοίκηση αποφασίζει να αμυνθεί. Η πρώτη υποστηρίζει ότι η εφαρμογή μέτρων άμυνας προωθεί τα συμφέροντα των μετόχων είτε με την αύξηση των απολαβών τους από την εξαγορά είτε με την βελτίωση της διοίκησης της εταιρείας ή με την προστασία της μακροχρόνιας στρατηγικής της. Η λήψη μέτρων άμυνας είναι δικαιολογημένη σε περιπτώσεις που τα συμφέροντα του υποψήφιου αγοραστή δεν ευθυγραμμίζονται με αυτά των μετόχων. Η δεύτερη σχετίζεται με την επιθυμία κάποιων υψηλόβαθμων στελεχών να διατηρήσουν τις θέσεις και τις απολαβές τους. Συνεπώς μπορεί να ενεργήσουν με τρόπο που δεν θα είναι προς όφελος των μετόχων, αντίθετα μπορεί οι ενέργειές τους να έχουν σημαντικά αρνητικά αποτελέσματα για τους μετόχους (Pearce II & Robinson Jr., 2004). Πέραν αυτών έχει διατυπωθεί η άποψη ότι η διοίκηση μίας εταιρείας χρησιμοποιεί μηχανισμούς άμυνας επειδή πιστεύει ότι η τιμή της προσφοράς είναι χαμηλότερη από την πραγματική αξία της εταιρείας. Η πεποίθηση των στελεχών προκύπτει κυρίως από την αποκλειστική πληροφόρηση που έχουν για τις προοπτικές της εταιρείας. Η εσωτερική πληροφόρηση περιλαμβάνει σχεδιασμό, στρατηγική, ιδέες, ευρεσιτεχνίες και άλλα που δεν είναι δημόσια γνωστά. Η αποτελεσματικότητα στην περίπτωση αυτή κρίνεται από το κατά πόσον οι πληροφορίες αυτές είναι αληθείς και αξιόλογες (Ruback, 1988).

## Παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή μηχανισμού άμυνας

Δύο είναι οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή της κατάλληλης άμυνας. Ο πρώτος είναι το ισχύον θεσμικό πλαίσιο και ειδικότερα σε ποιον βαθμό επιτρέπεται η εφαρμογή συγκεκριμένων μέτρων άμυνας και, εάν επιτρέπεται, ποιός έχει τη δικαιοδοσία για την εφαρμογή τους. Ο δεύτερος παράγοντας έχει σχέση με την χρονική στιγμή της εφαρμογής τους, δηλαδή εάν είναι πριν ή μετά την προσφορά (McSweeney, 2014).

### Θεσμικό πλαίσιο

Το εθνικό δίκαιο πολλών χωρών ρυθμίζει τα σχετικά θέματα και η προσφυγή στη δικαιοσύνη είναι το μέσο επίλυσης των διαφορών που μπορεί να προκύψουν. Οι Η.Π.Α. έχουν υιοθετήσει ένα σύστημα που επιτρέπει την εφαρμογή ευρέος φάσματος μηχανισμών άμυνας, οι οποίοι μπορούν να εφαρμοστούν από τους μετόχους ή / και τη διοίκηση μίας εταιρείας πριν ή μετά την προσφορά. Στις Η.Π.Α. η ομοσπονδιακή και πολιτειακή νομοθεσία δεν περιορίζει την χρήση των μέτρων άμυνας που εφαρμόζονται από τη διοίκηση μίας εταιρείας. Εναπόκειται στην κρίση των δικαστηρίων η θέσπιση ορίων, δεδομένου ότι έχουν τη δικαιοδοσία να κρίνουν για τη νομιμότητα ή μη των εφαρμοζόμενων αμυνών (Seretakis, 2013).

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση πολλοί μηχανισμοί άμυνας είτε απαγορεύονται είτε επιτρέπονται με προϋπόθεση την εκ των προτέρων σύμφωνη γνώμη των μετόχων (McSweeney, 2014). Έχει εκδοθεί η υπ' αριθμόν 2004/25/ΕΚ Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης της 21<sup>ης</sup> Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς. Επ' αυτής έχει ασκηθεί κριτική ότι δεν εφαρμόζονται οι ίδιοι κανόνες σε όλες τις χώρες, λόγω του προαιρετικού χαρακτήρα των άρθρων 9 και 11. Συγκεκριμένα το άρθρο 9 αναφέρεται στις υποχρεώσεις του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας και ουσιαστικά απαγορεύει την εφαρμογή μέτρων άμυνας μετά την προσφορά και το άρθρο 11 αναφέρεται στην εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας (breakthrough) (Seretakis, 2013) και (Ευρωπαϊκή Ένωση, 2004).

Στην Ελλάδα ισχύει ο νόμος 3461/2006 που αφορά την ενσωμάτωση στο εθνικό δίκαιο της οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις. Συγκεκριμένα το άρθρο 14 αναφέρεται στις υποχρεώσεις του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας και το άρθρο 17 στην εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας (Εφημερίς της Κυβερνήσεως, 2006). Στην Ελλάδα είναι δυνατόν να εφαρμοσθούν άμυνες μόνον πριν γίνει η προσφορά (Κυριαζής, 2016).



## Διακρίσεις Αμυνών

Οι άμυνες, λόγω του μεγάλου αριθμού τους, μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με διάφορους τρόπους. Μία βασική και συνήθης διάκριση είναι οι εξής δύο κατηγορίες : μηχανισμοί άμυνας πριν την προσφορά (pre-bid) και μηχανισμοί άμυνας μετά την προσφορά (post-bid).

Τα μέτρα άμυνας πριν την προσφορά (pre-bid) στοχεύουν στην αποθάρρυνση των υποψηφίων αγοραστών να υποβάλλουν προσφορά και είναι σχεδιασμένα να μειώσουν την πιθανότητα επιτυχούς εχθρικής εξαγοράς. Ο όρος που χρησιμοποιείται στην καθομιλουμένη για την περιγραφή τους είναι “shark repellents” (απωθητικά καρχαριών) και δείχνει ακριβώς την πρόθεση μίας εταιρείας να απωθήσει κάθε ανεπιθύμητο υποψήφιο αγοραστή. Η εφαρμογή τους μπορεί να οδηγεί σε αύξηση της εμπορικής αξίας της εταιρείας – στόχου, μείωση του κέρδους και αύξηση του κινδύνου για τον υποψήφιο αγοραστή και συμβάλλει στη διαμόρφωση μίας στρατηγικής άμυνας για την εταιρεία – στόχο.

Αντιθέτως τα μέτρα άμυνας μετά την προσφορά (post-bid) συνιστούν την αντίδραση της υπό εξαγορά εταιρείας και εφαρμόζονται ως άμεση απάντηση σε μία προσφορά εχθρικής εξαγοράς. Η εφαρμογή τους μπορεί να επιφέρει αύξηση του επιπλέον ποσού που θα χρειαστεί να προσφέρει ο υποψήφιος αγοραστής πάνω από την τιμή της μετοχής (bid premium) και βελτίωση των όρων της εξαγοράς, όπως για παράδειγμα εγγύηση για την συνέχιση της απασχόλησης των εργαζομένων. Επίσης μπορεί να δυσχεράνει τη διαδικασία εξαγοράς, να αυξήσει τα κόστη και τους κινδύνους της και εν τέλει να καθυστερήσει την ολοκλήρωσή της (Gorzala, 2010).

## Μηχανισμοί άμυνας πριν την προσφορά (pre-bid)

Πίνακας 4 : Μηχανισμοί Άμυνας προ της προσφοράς

Άμυνες προ της προσφοράς			
	Μηχανισμός	Υποκατηγορία	Περιγραφή
	Άμυνας		
Καταστατικές Διατάξεις	<b>Staggered ή Classified Board</b>		Τμηματοποίηση των μελών του Δ.Σ. σε τρεις ομάδες, που μόνο μία εκλέγεται κάθε χρόνο.
	<b>Super Majority Provisions</b>		Διατάξεις που προβλέπουν πλειοψηφία 80% για έγκριση οποιασδήποτε συνένωσης.

Συνέχεια Πίνακα 4 : Μηχανισμοί Άμυνας προ της προσφοράς

	Μηχανισμός Άμυνας	Υποκατηγορία	Περιγραφή
<b>Καταστατικές Διατάξεις</b>	<b>Fair Price Amendment</b>		Διατάξεις που προβλέπουν προσφορά ίδιας τιμής σε όλους τους μετόχους.
	<b>Dual – Class Recapitalization</b>		Δημιουργία μετοχών δύο κατηγοριών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου.
	<b>Restricted Voting Rights</b>		Διατάξεις με τις οποίες μέτοχοι με μεγάλο ποσοστό συμμετοχής χάνουν το δικαίωμα ψήφου τους.
	<b>Lobster Trap</b>		Διατάξεις που απαγορεύουν στους μετόχους την μετατροπή μετατρέψιμων τίτλων σε μετοχές με δικαίωμα ψήφου.
<b>Άλλες Κατηγορίες</b>	<b>Golden Parachute</b>	Silver	Συμβόλαια για την παροχή σημαντικών ωφελειών σε υψηλόβαθμα στελέχη σε περίπτωση διακοπής της εργασιακής σχέσης λόγω εχθρικής εξαγοράς. Αφορούν ευρεία βάση εργαζομένων.
		Tin	Αφορούν όλους τους εργαζόμενους.
		Pension	Αφορούν συνταξιοδοτικά προγράμματα του προσωπικού.
			Δημιουργία αξιογράφων από την εταιρεία – στόχο που παρέχουν στους κατόχους τους ειδικά δικαιώματα έπειτα από προσφορά εξαγοράς.
	<b>Poison Pill</b>	Flip – in Poison Pill	Παροχή στους μετόχους δικαιώματος αγοράς επιπλέον μετοχών με μεγάλη έκπτωση.
Flip – over Poison Pill		Παροχή στους μετόχους δικαιώματος αγοράς μετοχών της νέας εταιρείας με έκπτωση.	
<b>Poison Put</b>		Οι ομολογιούχοι της εταιρείας – στόχου έχουν το δικαίωμα να της πουλήσουν τα ομόλογά τους πριν από την λήξη τους σε περίπτωση εχθρικής εξαγοράς.	

Συνέχεια Πίνακα 4 : Μηχανισμοί Άμυνας προ της προσφοράς

	Μηχανισμός	Υποκατηγορία	Περιγραφή
	Άμυνας		
Άλλες Κατηγορίες	<b>Employee Stock Ownership Plan (ESOP)</b>		Μηχανισμός απόκτησης μετοχών από τους εργαζομένους.
	<b>Macaroni Defense</b>		Η εταιρεία – στόχος εκδίδει ομόλογα, τα οποία σε περίπτωση εξαγοράς εξοφλούνται σε υψηλότερη τιμή.
	<b>Blowfish</b>		Αγορά περιουσιακών στοιχείων με σκοπό την αναγκαστική επέκταση της εταιρείας – στόχου.
	<b>Golden Share</b>		Τύπος μετοχών που δίνει στους κατόχους τους το δικαίωμα άσκησης βέτο.

### 1. Charter Amendments (καταστατικές διατάξεις)

Πρόκειται για μηχανισμούς άμυνας που περιλαμβάνονται στο καταστατικό μίας εταιρείας. Υιοθετούνται πριν λάβει χώρα η υποβολή προσφοράς και ενεργοποιούνται στην περίπτωση που αυτή υποβληθεί (Gorzala, 2010). Είναι μία κατηγορία των shark repellents. Στη συνέχεια παρατίθενται τα υπάρχοντα είδη charter amendments.

#### 1.1. Staggered / Classified Board (εναλλασσόμενο διοικητικό συμβούλιο)

Είναι διατάξεις του καταστατικού που αφορούν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Τα μέλη του διαιρούνται σε τρεις συνήθως ομάδες με αποτέλεσμα να εκλέγονται τμηματικά κάθε χρόνο, δηλαδή μόνον το ένα τρίτο των μελών του διοικητικού συμβουλίου εκλέγεται κατ' έτος. Με την τμηματοποίηση του διοικητικού συμβουλίου γίνεται πιο περίπλοκη η ανάληψη του ελέγχου από τον υποψήφιο αγοραστή, ακόμη και αν κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών, διότι δεν μπορεί να αντικαταστήσει συγχρόνως όλα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ούτε να προβεί άμεσα σε άλλες αλλαγές, ακόμη και εάν είναι απαραίτητες. Ο χρονικός περιορισμός που προκύπτει μπορεί να οδηγήσει σε απροθυμία τον υποψήφιο αγοραστή ή να του προκαλέσει δυσκολίες στην εύρεση χρηματοδότησης. Πρόκειται για έναν μέτριας αποτελεσματικότητας μηχανισμό άμυνας

(Ruback, 1988) και (Gorzala, 2010), που όμως αποδίδει καλύτερα εάν εφαρμοστεί συνδυαστικά με το poison pill (Barry & Hatfield, 2012).

Τα staggered boards πολλές φορές δεν θέτουν πανομοιότυπα εμπόδια στους υποψήφιους αγοραστές. Η δυσκολία αντιμετώπισης αυτών των εμποδίων έγκειται στις εκάστοτε ρυθμίσεις του καταστατικού της εταιρείας. Σε περίπτωση που το staggered board δεν μπορεί να απαλειφθεί ή παρακαμφθεί από τον υποψήφιο αγοραστή, ονομάζεται effective staggered board ή ESB. Έχει παρατηρηθεί ότι, στις περιπτώσεις που υπάρχει effective staggered board, ο υποψήφιος αγοραστής δεν μπορεί να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας – στόχου μέσω οιασδήποτε ψηφοφορίας (Barry & Hatfield, 2012).

### 1.2. Super Majority Provisions (υπέρ – πλειοψηφικές διατάξεις)

Είναι διατάξεις του καταστατικού με τις οποίες προβλέπεται η ύπαρξη ιδιαίτερα αυξημένης πλειοψηφίας των μετόχων για την λήψη οποιασδήποτε σχετικής με εξαγορά απόφασης. Η απαιτούμενη πλειοψηφία συνήθως υπερβαίνει το ογδόντα τοις εκατό (80%) των μετοχών με δικαίωμα ψήφου, είναι συνεπώς σημαντικά μεγαλύτερη του πενήντα ενός τοις εκατό (51%) ή των δύο τρίτων, που είναι η συνήθης πρακτική για περιπτώσεις συγχωνεύσεων. Διατάξεις αυτού του είδους στοχεύουν στην ενίσχυση της μειοψηφίας των μετόχων, ώστε να μπορούν να προστατεύσουν τα συμφέροντά τους. Κάποιες τέτοιου τύπου διατάξεις εφαρμόζονται σε κάθε περίπτωση συγχώνευσης ή εξαγοράς. Κάποιες άλλες εφαρμόζονται κατά τη διακριτική ευχέρεια του διοικητικού συμβουλίου, εφόσον πρόκειται για εχθρική εξαγορά στην οποία αντιτίθεται ή εφόσον εμπλέκεται μεγαλομέτοχος. Έχουν ως αποτέλεσμα την καθυστέρηση της ολοκλήρωσης της διαδικασίας εξαγοράς. Επίσης έχουν αρνητική επίδραση στην ευελιξία του διοικητικού συμβουλίου όσον αφορά τις διαπραγματεύσεις για εξαγορά (Ruback, 1988) και (Gorzala, 2010).

Κρίνεται ως μία ήπιας έντασης άμυνα. Ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να αντιδράσει σε αυτήν καταθέτοντας προσφορά για το σύνολο της εταιρείας, χωρίς αυτό να συνεπάγεται απαραίτητα και αύξηση του συνολικού κόστους εξαγοράς (Ruback, 1988).

### 1.3. Fair Price Amendment (πρόβλεψη για δίκαιη τιμή)

Στοχεύει στην αποφυγή προσφορών δύο επιπέδων (two-tier tender offers), επειδή επιβάλλεται στον υποψήφιο αγοραστή να πληρώσει την ίδια και δίκαιη τιμή για όλες τις μετοχές που αγοράζει. Η δίκαιη τιμή μπορεί να καθοριστεί με διάφορους τρόπους. Είθισται να είναι η υψηλότερη τιμή που πλήρωσε ο υποψήφιος αγοραστής για την αγορά μετοχών της εταιρείας – στόχου σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο (Gorzala, 2010).

Πρόκειται για μία μικρής αποτελεσματικότητας άμυνα. Ο υποψήφιος αγοραστής, εφόσον αντιμετωπίζει την απαίτηση για προσφορά ίδιας τιμής για κάθε μετοχή, αναγκάζεται να προσφέρει σε όλους τους μετόχους μία μέση τιμή. Αυτό αλλάζει τη δομή της προσφοράς, αλλά δεν αλλάζει το κόστος εξαγοράς (Ruback, 1988).

#### 1.4. Dual – Class Recapitalization / Stock (ανακεφαλαιοποίηση δύο κατηγοριών)

Με την μέθοδο αυτή δημιουργούνται δύο κατηγορίες μετοχικού κεφαλαίου μίας εταιρείας με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου η κάθε μία. Πρόκειται για μία απόκλιση από τον γενικό κανόνα ότι σε μία μετοχή αντιστοιχεί μία ψήφος. Η ιδιοκτησία μετοχικού κεφαλαίου διαχωρίζεται από την ιδιοκτησία δικαιωμάτων ψήφου. Συνήθως, για τις μετοχές με μεγαλύτερα δικαιώματα ψήφου, σε μία μετοχή αντιστοιχούν δέκα ψήφοι, ενώ για τις μετοχές με μικρότερα δικαιώματα ψήφου ισχύει ο παραπάνω γενικός κανόνας (σε μία μετοχή να αντιστοιχεί μία ψήφος). Οι μετοχές με τα μεγαλύτερα δικαιώματα ψήφου αποκτώνται συνήθως από διοικητικά στελέχη ή ιδρυτές της εταιρείας, ενώ οι υπόλοιπες διατίθενται στο κοινό. Οι πρώτες αποδίδουν μεν χαμηλότερα μερίσματα από τις άλλες, αλλά δίνουν στη διοίκηση τη δυνατότητα μεγαλύτερου ελέγχου επί των ζητημάτων της εταιρείας και τη δυνατότητα να εμποδίζουν εχθρικές εξαγορές (Gorzala, 2010).

Η διάρθρωση του μετοχικού κεφαλαίου με αυτόν τον τρόπο μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα οι μέτοχοι που έχουν την πλειοψηφία των ψήφων να κατέχουν ένα συγκριτικά μικρό ποσοστό του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας (INVESTOPEDIA, 2017). Με τα παραπάνω δεδομένα, γίνεται αντιληπτό, ότι ο υποψήφιος αγοραστής δεν μπορεί να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας, ακόμη και αν αγοράσει το πλειοψηφικό πακέτο των μετοχών. Αξιολογείται ως ένα πολύ αποτελεσματικό εργαλείο άμυνας (Ruback, 1988).

Παράδειγμα διάρθρωσης του μετοχικού κεφαλαίου κατ' αυτόν τον τρόπο συναντάται στην γνωστή αυτοκινητοβιομηχανία Ford. Συγκεκριμένα η οικογένεια Ford ελέγχει τα δικαιώματα ψήφου σε ποσοστό 40%, ενώ κατέχει μόνον το 4% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας (INVESTOPEDIA, 2017).

#### 1.5. Restricted Voting Rights (περιορισμοί δικαιωμάτων ψήφου)

Τα καταστατικά αρκετών εταιρειών περιλαμβάνουν διατάξεις περιορισμού των δικαιωμάτων ψήφου. Οι διατάξεις αυτές τίθενται σε ισχύ όταν λαμβάνονται αποφάσεις για την αποδοχή ή απόρριψη προσφοράς εξαγοράς. Με βάση αυτές τις διατάξεις οι σημαντικοί μέτοχοι, δηλαδή όσοι κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του δεκαπέντε ή είκοσι

τοις εκατό (15 – 20%), διαχωρίζονται από τους υπόλοιπους και χάνουν το δικαίωμα ψήφου τους, εκτός εάν υπάρχει έγκριση του διοικητικού συμβουλίου (Gorzala, 2010).

### 1.6.Lobster Trap (αστακοπαγίδα)

Ο όρος προέρχεται από το γεγονός ότι “lobster traps” σχεδιάζονται για να εγκλωβίζουν μεγάλους αστακούς, ενώ επιτρέπουν στους μικρούς να διαφεύγουν.

Οι εταιρείες – στόχοι προβλέπουν στο καταστατικό τους ότι μέτοχοι με ποσοστό μεγαλύτερο του δέκα τοις εκατό απαγορεύεται να μετατρέπουν τους μετατρέψιμους τίτλους που κατέχουν, όπως μετατρέψιμα ομόλογα ή / και μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές, σε μετοχές με δικαίωμα ψήφου. Κατά συνέπεια δεν τους επιτρέπεται να ενισχύσουν τα δικαιώματα ψήφων τους και να διευκολύνουν την εξαγορά (Sharma, 2012) και (INVESTOPEDIA, 2017).

### 2. *Golden Parachute (χρυσό αλεξίπτωτο)*

Τα golden parachutes είναι προσαρτήματα σε υπάρχοντα συμβόλαια υψηλόβαθμων στελεχών μίας εταιρείας, με τα οποία προβλέπεται η ενεργοποίηση ρητρών σε περίπτωση τερματισμού της εργασίας τους, μετά από εχθρική εξαγορά. Στα στελέχη χορηγούνται συγκεκριμένα οφέλη που συνήθως περιλαμβάνουν αποζημιώσεις, επιπλέον αμοιβές σε μετρητά ή μετοχές, συνταξιοδοτικά προγράμματα κ.α., που αυξάνουν το κόστος εξαγοράς. Η εφαρμογή τους δεν περιορίζεται στις περιπτώσεις των εχθρικών εξαγορών, αλλά και όταν υπάρχει πώληση σημαντικού πακέτου μετοχών ή αλλαγή στην πλειοψηφία του διοικητικού συμβουλίου. Σε κάθε περίπτωση όμως πρέπει να υπάρχει τερματισμός της σχέσης εργασίας εξ αυτής της αιτίας (Gorzala, 2010).

Σημειώνεται ότι τα golden parachutes δεν προϋποθέτουν απαραίτητα μία συμφωνία ή συμβόλαιο με την νομική έννοια του όρου. Σε περίπτωση που οι όροι της συμφωνίας δεν αποδεικνύονται εγγράφως, τότε οι μέτοχοι που επιθυμούν την ολοκλήρωση της εξαγοράς μπορούν να προσφύγουν δικαστικά για την προσβολή τους (Wall Street Instructors, 2007).

Περίπτωση που το golden parachute λειτουργεί ανασταλτικά είναι το συμβόλαιο του Διευθύνοντος Συμβούλου της Northrop Grumman, που το 1998 βοηθά στην αποτροπή της εχθρικής εξαγοράς της εταιρείας από την Lockheed Martin. Η πρόβλεψη, σε περίπτωση ολοκλήρωσης της εξαγοράς και απομάκρυνσης του Διευθύνοντος Συμβούλου, είναι η καταβολή 7,8 εκατομμυρίων δολαρίων Η.Π.Α. σε μετρητά και επιπλέον δικαιώματα σε μετοχές αξίας 16,1 εκατομμυρίων δολαρίων Η.Π.Α. (Pearce II & Robinson Jr., 2004).

Πέραν των golden parachutes υπάρχουν τα silver (ασημένια), tin (μεταλλικά) και pension (συνταξιοδοτικά) parachutes, τα οποία είναι παρεμφερή με τα πρώτα, αλλά λιγότερο γνωστά. Επηρεάζουν μεγάλες ομάδες εργαζομένων και όχι μόνον τα ανώτατα στελέχη.

Τα silver parachutes παρέχουν οφέλη σε ευρεία βάση εργαζομένων στην περίπτωση εχθρικής εξαγοράς.

Τα pension parachutes αυξάνουν τις απολαβές των εργαζομένων που συμμετέχουν σε συνταξιοδοτικό πρόγραμμα της εταιρείας. Ενεργοποιούνται μετά την αλλαγή στον έλεγχο της εταιρείας, που σηματοδοτεί την αυτόματη λήξη του υπάρχοντος προγράμματος συνταξιοδότησης.

Τα tin parachutes αφορούν σε ποσά αποζημιώσεων που πρέπει να καταβληθούν σε όλους τους εργαζόμενους σε περίπτωση που απολυθούν λόγω εχθρικής εξαγοράς.

Υπάρχει η άποψη ότι τα tin parachutes είναι καλύτερος τρόπος άμυνας από τα golden parachutes, διότι καταλήγουν να είναι πιο κοστοβόρα, λόγω του μεγάλου αριθμού εργαζομένων που αποζημιώνεται (Wall Street Instructors, 2007).

### 3. *Poison Pill* (δηλητηριώδες χάπι)

Τα poison pills δημιουργούνται το 1982 ως απάντηση στο κύμα των εχθρικών εξαγορών της εποχής (Gorzala, 2010). Πρόκειται για ένα πολύ δημοφιλές μέτρο άμυνας τη δεκαετία του 1980, λόγω της αποτελεσματικότητάς του στην αποτροπή ή καθυστέρηση εχθρικών εξαγορών. Συγχρόνως όμως είναι ένα από τα πλέον αμφιλεγόμενα μέτρα άμυνας (Sunder, 2013). Σε πολλές χώρες, με εξαίρεση τις Η.Π.Α., είτε θεωρείται παράνομο είτε επιβάλλονται περιορισμοί στην χρήση του.

Τα poison pills ονομάζονται και “shareholder rights plans” (σχέδια πρόβλεψης δικαιωμάτων των μετόχων) (Barry & Hatfield, 2012) και (Taran, 2015). Με τα poison pills δημιουργούνται από την εταιρεία – στόχο αξιόγραφα, τα οποία είναι συνήθως μετοχές, που παρέχουν στους κατόχους τους, δηλαδή στους μετόχους, ειδικά δικαιώματα. Χρήση αυτών των δικαιωμάτων μπορούν οι κάτοχοί τους να κάνουν σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο μετά την υποβολή προσφοράς εξαγοράς ή την συσσώρευση συγκεκριμένου ποσοστού μετοχών σε έναν μέτοχο. Συνήθως η προσφορά εξαγοράς πρέπει να γίνεται για ποσοστό μεγαλύτερο του τριάντα τοις εκατό (30%) της εταιρείας και η συσσώρευση να αφορά ποσοστό μεγαλύτερο του είκοσι τοις εκατό (20%) αυτής (Gorzala, 2010). Το διοικητικό συμβούλιο μίας εταιρείας μπορεί να υιοθετήσει αυτό το μέτρο χωρίς την έγκριση των μετόχων (Sunder, 2013).

Υπάρχουν διάφοροι τύποι poison pills. Οι όροι εξαρτώνται από τις προσδοκίες του διοικητικού συμβουλίου. Ο χρόνος διάρκειας των poison pills προκαθορίζεται και κυμαίνεται μεταξύ τριών έως δέκα ετών.

Μεταξύ των όρων που διέπουν το poison pill είναι δυνατόν να προβλέπεται ότι η ίδια η εταιρεία μπορεί να το εξαγοράσει καθ' όλη τη διάρκειά του, αλλά πριν την ενεργοποίησή του. Η τιμή εξαγοράς είναι συνήθως ιδιαίτερα χαμηλή. Σε ορισμένες περιπτώσεις δίνεται ένα μικρό χρονικό περιθώριο (περίπου 10 ημερών) μετά την ενεργοποίηση, κατά το οποίο το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να το εξαγοράσει. Επίσης το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να αποφασίσει να παραιτηθεί από το poison pill σε περίπτωση φιλικής εξαγοράς (Sunder, 2013).

Αντίθετα, σε περίπτωση που το διοικητικό συμβούλιο επιθυμεί να δυσχεράνει ή να αποτρέψει τη δυνατότητα εξαγοράς του poison pill, μπορεί, κατά την θέσπισή του, μεταξύ των όρων που το διέπουν, να προβλέψει και μηχανισμούς για την αποφυγή της εξαγοράς του. Ενδεικτικά αναφέρονται το “dead hand” pill και το “slow hand” pill. Με τον πρώτο μηχανισμό, “dead hand” pill, προβλέπεται η δυνατότητα εξαγοράς μόνον από τα εν ενεργεία μέλη του διοικητικού συμβουλίου κατά τον χρόνο υιοθέτησης του poison pill ή από αποδεκτούς διαδόχους αυτών. Με τον δεύτερο, “slow hand” pill, απαγορεύεται οποιαδήποτε εξαγορά poison pill για προκαθορισμένη και περιορισμένη χρονική περίοδο μετά από αλλαγή στην σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας (McSweeney, 2014).

Η εφαρμογή των poison pills καθιστά την εξαγορά μη επικερδή για τον υποψήφιο αγοραστή, γεγονός που τον αποτρέπει να προβεί σε προσφορά. Δύο είναι οι υπάρχουσες βασικές κατηγορίες poison pills : τα “flip-in” και τα “flip-over”. Παράγουν παρεμφερή αποτελέσματα και συχνά υιοθετούνται παράλληλα. Θεωρούνται ισχυρές μορφές άμυνας. Τα “flip-in” είναι ελάχιστα πιο αποτελεσματικά από τα “flip-over”.

Τα “**flip-in poison pills**”, εφόσον ενεργοποιηθούν, δίνουν στους υπάρχοντες μετόχους της εταιρείας – στόχου τη δυνατότητα να αγοράσουν επιπλέον μετοχές της εταιρείας σε τιμή χαμηλότερη της πραγματικής. Από τους υπάρχοντες μετόχους εξαιρούνται ο υποψήφιος αγοραστής και τυχόν συνεργάτες του, εάν πρόκειται για φυσικό πρόσωπο, ή θυγατρικές εταιρείες, εάν πρόκειται για νομικό πρόσωπο (Barry & Hatfield, 2012). Με την μέθοδο αυτή η εξαγορά γίνεται ακριβότερη, διότι μειώνεται το ποσοστό που ήδη κατέχει ο υποψήφιος αγοραστής στην εταιρεία – στόχο και συνεπώς απαιτείται η



απόκτηση εκ μέρους του περισσότερων μετοχών για την ολοκλήρωση της εξαγοράς (Sunder, 2013).

Τα **“flip-over poison pills”** ενεργοποιούνται όταν ο υποψήφιος αγοραστής αποκτήσει ένα συγκεκριμένο ποσοστό μετοχών της εταιρείας – στόχου, το οποίο προκαθορίζεται κατά την θέσπισή του. Δίνεται στους μετόχους της εταιρείας – στόχου, εκτός του υποψήφιου αγοραστή, η δυνατότητα να αγοράσουν μετοχές της εταιρείας που προκύπτει μετά την εξαγορά σε πολύ χαμηλή τιμή. Η δυνατότητα αυτή υπάρχει μόνον εφόσον η αγοράστρια εταιρεία αποκτήσει το σύνολο των μετοχών (εκατό τοις εκατό) της εταιρείας – στόχου. Τα “flip-over poison pills” έχουν ως αποτέλεσμα την μεταφορά του πλούτου από τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρείας στους μετόχους της εταιρείας – στόχου (Sunder, 2013). Είναι χρήσιμα για εταιρείες που επιθυμούν να αποτρέψουν μία ολική εξαγορά (Pearce II & Robinson Jr., 2004).

Η εφαρμογή και των δύο μορφών του poison pill συνιστά απειλή για τον υποψήφιο αγοραστή, δεδομένου ότι υπάρχει η πιθανότητα να μειωθεί η αξία της συνολικής του επένδυσης. Κατά συνέπεια, οι υποψήφιοι αγοραστές αποφεύγουν την αγορά πακέτου μετοχών που μπορεί να το ενεργοποιήσει. Στην πραγματικότητα οι υποψήφιοι αγοραστές δεν ενεργοποιούν σχεδόν ποτέ τα σύγχρονα poison pills. Για όσο διάστημα αυτά εξακολουθούν να ισχύουν στην εταιρεία, είναι αδύνατη η εξαγορά της (Barry & Hatfield, 2012).

Εφαρμογή του μηχανισμού άμυνας poison pill γίνεται αρχικά στην περίπτωση που η General American Oil αμύνεται έναντι του εταιρικού επιδρομέα T. Boone Pickens, όπως επίσης και στην περίπτωση που η El Paso Company αμύνεται έναντι προσφοράς εχθρικής εξαγοράς.

Το flip-over poison pill εφαρμόζει η εταιρεία Lenox. Αρχικά η εταιρεία Brown – Forman, που παράγει το Jack Daniels, προσεγγίζει την Lenox με την προοπτική μίας φιλικής συνένωσης. Η Brown – Forman, μετά την απόθνηση της πρότασής της, κάνει μία προσφορά εξαγοράς, η τιμή της οποίας είναι κατά 60% υψηλότερη της τρέχουσας τιμής της αγοράς. Η Lenox προσλαμβάνει τον δικηγόρο Martin Lipton, που είναι ο εμπνευστής του poison pill, ως σύμβουλο για την αμυντική γραμμή που θα ακολουθήσει. Το διοικητικό συμβούλιο της Lenox απορρίπτει την προσφορά και εκδίδει ένα ειδικό μέρισμα για τους μετόχους της. Το μέρισμα έχει την μορφή δικαιώματος αγοράς μετοχών της Brown – Forman με μεγάλη έκπτωση, σε περίπτωση συνένωσης των δύο εταιρειών.

Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η Brown – Forman να αυξήσει την προσφορά της και να οδηγηθεί σε διαπραγμάτευση (Sunder, 2013).

#### 4. *Poison Put* (δηλητηριώδη ομολόγια)

Είναι υποκατηγορία των poison pills. Αφορά την εκχώρηση δικαιωμάτων πώλησης ομολόγων της εταιρείας – στόχου πριν την λήξη τους από τους ομολογιούχους στην εταιρεία που τα εξέδωσε. Η τιμή εξάσκησης των ομολόγων, σε περίπτωση εξαγοράς της εταιρείας πριν από την λήξη τους, είναι προκαθορισμένη και συνήθως υψηλότερη της ονομαστικής τους αξίας.

Με την εφαρμογή αυτού του μέτρου αποθαρρύνονται οι απόπειρες εχθρικών εξαγορών, καθώς ο υποψήφιος αγοραστής πρέπει να διαθέσει μεγαλύτερα κεφάλαια για την αποπληρωμή του χρέους της εταιρείας – στόχου, το οποίο υπό προϋποθέσεις μπορεί να είναι άμεσα απαιτητό (Κυριαζής, 2016) και (Gorzala, 2010).

#### 5. *Employee Stock Ownership Plan (ESOP)* (πρόγραμμα συνιδιοκτησίας προσωπικού)

Τα ESOPs δημιουργούνται από μεγάλους οργανισμούς. Είναι μία πρόσθετη παροχή που χρησιμοποιείται σαν ένα είδος συνταξιοδοτικού προγράμματος. Ο οργανισμός που τα χρηματοδοτεί επενδύει κατά κύριο λόγο σε δικά του χρεόγραφα. Μία επιχείρηση δηλαδή, αντί να εισφέρει χρήματα σε συνταξιοδοτικό πρόγραμμα για τους εργαζομένους της, αγοράζει για λογαριασμό τους μετοχές της ίδιας, αξίας αντίστοιχης του ποσού που θα έπρεπε να εισφέρει για το συνταξιοδοτικό πρόγραμμα. Τα ESOPs εντάσσονται σε ειδικό φορολογικό καθεστώς που συνεπάγεται φορολογικές ελαφρύνσεις για την επιχείρηση και τους μετόχους της. Καθιερώθηκαν ως ένας τρόπος ενθάρρυνσης της συμμετοχής των εργαζομένων στην ιδιοκτησία της επιχείρησης. Ακόμη, τα ESOPs αποτελούν μία εναλλακτική πηγή δανεισμού της επιχείρησης με χαμηλό κόστος.

Τα ESOPs μπορούν, εφόσον έχουν σχεδιασθεί και εφαρμοσθεί με προσοχή, να χρησιμοποιηθούν ως μηχανισμός άμυνας. Η ύπαρξη ενός ESOP σημαίνει ότι ένα μεγαλύτερο ποσοστό των μετοχών της επιχείρησης ανήκει σε άτομα που, κατά πάσα πιθανότητα, ενστερνίζονται τις απόψεις της διοίκησης της επιχείρησης και όχι του υποψήφιου αγοραστή. Επίσης, ο υποψήφιος αγοραστής δεν μπορεί να αποκτήσει τις μετοχές που εντάσσονται στο ESOP της επιχείρησης (Shah, 1996), (Durasinovic, 2011) και (Adkins, 2017).

Τα ESOPs ως μηχανισμός άμυνας λειτουργούν και ως εξής : Η εταιρεία – στόχος μπορεί να εκδώσει μετοχές για το ESOP. Αυτή η ενέργεια μπορεί να αποτρέψει την εχθρική

εξαγορά για δύο λόγους. Πρώτον, επειδή, λόγω της διασποράς του μετοχικού κεφαλαίου, μειώνονται τα δικαιώματα ψήφου που κατέχει ο υποψήφιος αγοραστής. Δεύτερον, επειδή η έκδοση μετοχών αυξάνει τον αριθμό των μετοχών που πρέπει να αγοράσει ο υποψήφιος αγοραστής για να αποκτήσει την πλειοψηφία των ψήφων. Πάντως, τα ESOPs πρέπει να χρησιμοποιούνται πρωτίστως προς όφελος των συμμετεχόντων εργαζομένων – δικαιούχων, και όχι ως εργαλείο αποτροπής μίας απόπειρας εχθρικής εξαγοράς (McLean, 1983).

Στις Η.Π.Α. το 2014 υπάρχουν 5.533 ESOP's με περίπου 1,8 εκατομμύρια συμμετέχοντες και με περιουσιακά στοιχεία αξίας περίπου 131 δισεκατομμυρίων δολαρίων Η.Π.Α., σύμφωνα με στοιχεία του Υπουργείου Εργασίας των Η.Π.Α. (National Center for Employee Ownership, 2017).

Πρόσφατη έρευνα καταδεικνύει ότι η εταιρεία Publix Super Markets Inc., που εδρεύει στο Lakeland της Florida και απασχολεί 188.000 εργαζομένους, κατατάσσεται πρώτη με βάση τον αριθμό των εργαζομένων που συμμετέχουν στο ESOP της εταιρείας (National Center for Employee Ownership, 2017).

#### *6. Macaroni Defense (άμυνα μακαρόνι)*

Ονομάζεται έτσι διότι το κόστος εξαγοράς πολλαπλασιάζεται, όπως κατ' αναλογία συμβαίνει με τα μακαρόνια όταν μαγειρεύονται.

Είναι ένας μηχανισμός άμυνας κατά τον οποίο η πιθανή εταιρεία – στόχος εκδίδει μεγάλο αριθμό ομολόγων, τα οποία πρέπει να εξοφληθούν σε υψηλότερη τιμή, εφόσον η εταιρεία εξαγορασθεί. Η χρήση του περιορίζει τις δυνατότητες του υποψήφιου αγοραστή και η εξαγορά δεν είναι πλέον συμφέρουσα για αυτόν, λόγω των εξαιρετικά υψηλών τιμών που πρέπει να καταβάλει για την εξόφληση των ομολόγων μετά την εξαγορά. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας λαμβάνει την απόφαση έκδοσης των ομολόγων, όταν θεωρήσει ότι η εταιρεία θα αποδυναμωθεί εάν πραγματοποιηθεί η εξαγορά. Σε κάθε περίπτωση η εταιρεία – στόχος πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτική ως προς το ύψος του χρέους που θα αναλάβει, εξασφαλίζοντας τη δυνατότητα αποπληρωμής του (International Finance Magazine, 2013).

#### *7. Blowfish (ψάρι φούσκα)*

Ο όρος blowfish προέρχεται από το ομώνυμο ψάρι, το οποίο ως φυσική άμυνα έχει την ικανότητα να μεγεθύνεται σημαντικά μεταβάλλοντας το σχήμα του σε σφαιρικό.

Ως μηχανισμός άμυνας χρησιμοποιείται από μία εταιρεία που αντιμετωπίζει επικείμενη προσφορά εξαγοράς. Περιλαμβάνει την εκ μέρους της αγορά νέων περιουσιακών στοιχείων, με σκοπό την αναγκαστική επέκτασή της. Το γεγονός αυτό οδηγεί αφενός σε αύξηση της αξίας της και αφετέρου σε μείωση των διαθέσιμων της σε ρευστό. Η λογική χρήσης αυτής της άμυνας είναι ότι η αυξημένη αξία θα αποθαρρύνει πιθανούς υποψήφιους αγοραστές με περιορισμένους οικονομικούς πόρους να κάνουν προσφορά. Συγχρόνως, οι μειωμένοι χρηματοοικονομικοί πόροι της εταιρείας – στόχου έχουν ως αποτέλεσμα την περαιτέρω μείωση των κινήτρων του υποψήφιου αγοραστή (Orimobi, 2015) και (Johansson & Thorstensson, 2008).

#### 8. *Golden Share* (χρυσή μετοχή)

Είναι ένας τύπος μετοχών που δίνει στους κατόχους τους τη δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος αρνησικυρίας (veto) όσον αφορά αλλαγές στο καταστατικό της εταιρείας. Μετοχές αυτού του τύπου έχουν ειδικά δικαιώματα ψήφου και ελέγχουν τουλάχιστον το πενήντα ένα τοις εκατό (51%) των συνολικών δικαιωμάτων ψήφου. Ως συνέπεια των παραπάνω, οι κάτοχοί τους μπορούν να εμποδίσουν την εξαγορά της εταιρείας από μία άλλη εταιρεία.

Κατά τη δεκαετία του 1980 οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούσαν μετοχές αυτού του τύπου, εφόσον επιθυμούσαν να διατηρήσουν τον έλεγχο και το δικαίωμα βέτο σε περιπτώσεις ιδιωτικοποιήσεων (Παπαδάκης, 2016) και (INVESTOPEDIA, 2017).

#### Μηχανισμοί άμυνας μετά την προσφορά (post-bid)

Πίνακας 5 : Μηχανισμοί Άμυνας μετά την προσφορά

Άμυνες μετά την προσφορά		
Μηχανισμός Άμυνας	Υποκατηγορία	Περιγραφή
<b>Attack the Logic of the Bid</b>		Απλή και ανέξοδη μέθοδος. Το Δ.Σ. παρουσιάζει επιχειρήματα κατά της συνένωσης.
<b>White Knight</b>		Εταιρεία φιλική προς την υπό εξαγορά εταιρεία, η οποία προσεγγίζεται, ώστε να αποκτήσει αυτή τον έλεγχο της υπό εξαγορά εταιρείας.
<b>White Squire</b>		Τροποποιημένη μορφή του white knight. Ο white squire δεν αποκτά τον έλεγχο της εταιρείας, αλλά ένα μεγάλο ποσοστό των μετοχών της.

*Συνέχεια Πίνακα 5 : Μηχανισμοί Άμυνας μετά την προσφορά*

Μηχανισμός Άμυνας	Υποκατηγορία	Περιγραφή
<b>Asset Restructuring</b>	Πώληση Περιουσιακών Στοιχείων	Περιλαμβάνει κάθε ενέργεια της υπό εξαγορά εταιρείας που αφορά τα περιουσιακά στοιχεία της.
	Αγορά Περιουσιακών Στοιχείων	
<b>Crown Jewels</b>		Πώληση των πιο πολύτιμων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.
<b>Capital Structure Changes</b>	Ανάληψη Πρόσθετου Χρέους	Αφορά κάθε ενέργεια αναδιάρθρωσης της κεφαλαιακής δομής της υπό εξαγορά εταιρείας.
	Έκδοση Νέων Μετοχών	
	Επαναγορά Μετοχών	
	Μοχλευμένη Ανακεφαλαιοποίηση	
<b>Greenmail</b>		Στοχευμένη επαναγορά μετοχών που κατέχει ο υποψήφιος αγοραστής από την υπό εξαγορά εταιρεία.
<b>Standstill Agreement</b>		Έγγραφο συμφωνία μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών, με την οποία ο αγοραστής συμφωνεί να μην αποκτήσει επιπλέον μετοχές της υπό εξαγορά εταιρείας.
<b>Litigation</b>		Χρήση νομικών μέσων για την προσωρινή απόθεση μιας εχθρικής εξαγοράς.
<b>People Pill</b>		Απειλή υποβολής παραίτησης από τα ανώτερα διοικητικά στελέχη. Ιδιαίτερως αποτελεσματική σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας.
<b>Suicide Pill</b>		Η υπό εξαγορά εταιρεία δεσμεύεται σε δραστηριότητες καταστροφικές για την ίδια.
<b>Scorched Earth Policy</b>		Εκποίηση ή μακροχρόνια δέσμευση των περιουσιακών στοιχείων της υπό εξαγορά εταιρείας.

*Συνέχεια Πίνακα 5 : Μηχανισμοί Άμυνας μετά την προσφορά*

Μηχανισμός Άμυνας	Υποκατηγορία	Περιγραφή
<b>Management Buy – Out</b>		Εξαγορά του συνόλου ή τμήματος της εταιρείας από τα διοικητικά της στελέχη.
<b>Pac – Man Defense</b>		Η υπό εξαγορά εταιρεία εξαπολύει επίθεση κατά του υποψήφιου αγοραστή.
<b>Propaganda</b>		Χρήση κάθε μέσου από την υπό εξαγορά εταιρεία, ώστε να γνωστοποιήσει τις αντιρρήσεις της σχετικά με την εξαγορά.

*1. Attack the Logic of the Bid (επίθεση στη λογική της εξαγοράς)*

Μέσω αυτής της άμυνας το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας προσπαθεί να πείσει τους μετόχους ότι η συνένωση θα έχει αρνητικά αποτελέσματα. Θεωρείται μία απλή και ανέξοδη τακτική αντιμετώπισης εχθρικών προσφορών. Τα επιχειρήματα που χρησιμοποιούνται είναι συνήθως ότι η προσφορά είναι πολύ χαμηλή και δεν αντιπροσωπεύει την πραγματική αξία της εταιρείας ή ότι οι δύο εταιρείες δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους και για τον λόγο αυτό η συνένωση θα έχει στο μέλλον δυσμενή επίδραση στην εταιρεία. Το διοικητικό συμβούλιο μπορεί επίσης να δοκιμάσει να αποθαρρύνει τους μετόχους κατηγορώντας τον υποψήφιο αγοραστή ότι είναι ακατάλληλος και ότι δεν ενδιαφέρεται πραγματικά για την υπό εξαγορά εταιρεία (Johansson & Thorstensson, 2008).

*2. White Knight (λευκός ιππότης)*

Ο μηχανισμός αυτός μπορεί να περιγραφεί ως η προσπάθεια της υπό εξαγορά εταιρείας να επιλέξει και να προσεγγίσει μία άλλη, φιλική προς αυτήν εταιρεία. Η διοίκηση της υπό εξαγορά εταιρείας επιλέγει αυτήν την στρατηγική ώστε, μέσω της διασποράς του μετοχικού της κεφαλαίου, να δυσχεράνει την ολοκλήρωση της εχθρικής εξαγοράς (Taran, 2015). Σε γενικές γραμμές, ως εταιρείες white knights θεωρούνται αυτές που δραστηριοποιούνται οριζόντια ή κάθετα προς την υπό εξαγορά εταιρεία και έχουν ως κίνητρο οφέλη από συνέργειες. Ακόμη μπορεί να ενεργούν και για καθαρά οικονομικούς λόγους (Gorzala, 2010). Οι white knight εταιρείες πρέπει να πλειοδοτήσουν, ώστε να αποκτήσουν τον έλεγχο της υπό εξαγορά εταιρείας και τότε αυτή θα έχει επιτύχει τον στόχο της (Johansson & Thorstensson, 2008).

Ο δισεκατομμυριούχος Patrick Soon – Shiong θεωρείται λευκός ιππότης για την εταιρεία Tribune Publishing. Η εταιρεία εκδίδει εφημερίδες και αμύνεται έναντι εχθρικής

εξαγοράς από την Gannett Co., η οποία είναι η μεγαλύτερη εταιρεία έκδοσης εφημερίδων στις Η.Π.Α., βάσει της ημερήσιας κυκλοφορίας τους. Ο Patrick Soon – Shiong επενδύει 70,5 εκατομμύρια δολάρια Η.Π.Α. τον Μάιο 2016 στη Tribune Publishing και γίνεται ο δεύτερος μεγαλύτερος μέτοχός της (INVESTOPEDIA, 2017).

### 3. *White Squire* (λευκός ακόλουθος)

Είναι μία τροποποιημένη μορφή του white knight. Ο white squire ενεργεί ως σύμμαχος της υπό εξαγορά εταιρείας κατά τη διαδικασία εξαγοράς. Η στρατηγική αυτή περιλαμβάνει την έκδοση μετοχών που αγοράζει ο white squire για να υποστηρίξει την υπό εξαγορά εταιρεία να παραμείνει ανεξάρτητη. Αποκτά μεγάλο μέρος των μετοχών της, αλλά όχι τον έλεγχο αυτής. Συνήθως το ποσοστό του ανέρχεται σε είκοσι πέντε έως τριάντα τοις εκατό (25 – 30%) του μετοχικού κεφαλαίου της υπό εξαγορά εταιρείας. Ψηφίζει κατά της προσφοράς εξαγοράς. Αποδέχεται περιορισμό του δικαιώματος πώλησης των μετοχών του σε τρίτο μέρος για συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Ως αντάλλαγμα απολαμβάνει γενναιόδωρα μερίσματα ή / και έκπτωση στο πακέτο μετοχών που αγοράζει ή / και μία θέση στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας (Johansson & Thorstensson, 2008), (Seretakis, 2013) και (Gorzala, 2010).

Αποτέλεσμα αυτής της άμυνας είναι η αύξηση του αριθμού των εν κυκλοφορία μετοχών της υπό εξαγορά εταιρείας. Το γεγονός αυτό αναγκάζει τον υποψήφιο αγοραστή να αγοράσει περισσότερες μετοχές με επακόλουθο την αύξηση του κόστους εξαγοράς. Τέλος, εάν το ποσοστό που κατέχει ο white squire είναι στα πλαίσια που προαναφέρθηκαν, είναι αδύνατη η εκ μέρους του υποψήφιου αγοραστή απόκτηση του ελέγχου της εταιρείας, δεδομένου ότι δεν μπορεί να αγοράσει τις μετοχές του white squire (Seretakis, 2013).

### 4. *Asset Restructuring* (αναδιάρθρωση περιουσιακών στοιχείων)

Το asset restructuring ως μηχανισμός άμυνας περιλαμβάνει κάθε ενέργεια της εταιρείας, η οποία αλλάζει τη δομή των περιουσιακών της στοιχείων με στόχο την απώθηση της εχθρικής προσφοράς. Με την εφαρμογή της μεθόδου αυτής η υπό εξαγορά εταιρεία γίνεται λιγότερο ελκυστική και μειώνεται η αξία της. Η αναδιάρθρωση επιτυγχάνεται είτε με απόκτηση νέων είτε με μεταβίβαση υπαρχόντων περιουσιακών στοιχείων. Ειδικότερα στην πρώτη περίπτωση οι αγορές ονομάζονται και αμυντικές εξαγορές (defensive acquisitions). Στην περίπτωση αυτή μπορεί να γίνει αφενός η αγορά στοιχείων, τα οποία ο αγοραστής δεν επιθυμεί και αφετέρου η αγορά στοιχείων που μπορεί να προκαλέσουν κανονιστικά προβλήματα (αντιμονοπωλιακοί περιορισμοί). Στη δεύτερη περίπτωση πραγματοποιείται πώληση περιουσιακών στοιχείων που ο υποψήφιος αγοραστής θα

ήθελε να εκμεταλλευθεί. Σε ορισμένες περιπτώσεις, εφόσον πωλούνται τα πολυτιμότερα στοιχεία, εξελίσσεται σε άμυνα Crown Jewel (Ruback, 1988) και (Gorzala, 2010). Υπάρχει ακόμη το ενδεχόμενο πώλησης τμημάτων της εταιρείας, τα οποία δεν είναι αποδοτικά. Αυτή η ενέργεια μπορεί να κάνει την εταιρεία πιο ελκυστική, αλλά επιλέγεται όταν ο υποψήφιος αγοραστής σχεδιάζει την πώλησή τους, την οποία μπορεί και να έχει προαναγγείλει. Το αποτέλεσμα είναι ότι αποδυναμώνονται τα επιχειρήματα του υποψήφιου αγοραστή υπέρ της εξαγοράς, ενώ ενδυναμώνεται η θέση της υπάρχουσας διοίκησης της υπό εξαγορά εταιρείας (McSweeney, 2014).

Η πρόταση του ΟΤΕ το 2007, για εξαγορά επιπλέον ποσοστού 33% της θυγατρικής του Cosmote, εντάσσεται στην συγκεκριμένη κατηγορία μηχανισμού άμυνας και ειδικότερα στην αναδιάρθρωση περιουσιακών στοιχείων με αγορά νέων. Ο ΟΤΕ προβαίνει στην ενέργεια αυτή υπό την πίεση της Marfin Investment Group (MIG), που ήδη κατέχει περίπου το 20% των μετοχών του. Στόχος είναι να καταστεί ο ΟΤΕ λιγότερο ελκυστική επένδυση και να αποτραπεί εχθρική εξαγορά του από την MIG, όπως και τελικά συμβαίνει (Κυριαζής, 2016).

##### 5. *Crown Jewels (πετράδια του στέμματος)*

Ως crown jewels χαρακτηρίζονται τα πιο πολύτιμα στοιχεία μίας εταιρείας, που θεωρούνται ως τέτοια λόγω αποδοτικότητας, αξίας και αναμενόμενων μελλοντικών αποδόσεων (INVESTOPEDIA, 2017). Ο όρος προέρχεται από τα πιο πολύτιμα κοσμήματα που κατέχουν βασιλείς και χρησιμοποιούνται συνήθως κατά τη στέψη τους.

Κάθε υποψήφιος αγοραστής αποφασίζει να επιχειρήσει την εξαγορά μίας εταιρείας, αφού προηγουμένως αναλύσει τα στοιχεία της και εντοπίσει τα πιο αξιόλογα περιουσιακά στοιχεία και λειτουργίες της. Η υπό εξαγορά εταιρεία για να αποκρούσει τον κίνδυνο μπορεί να προχωρήσει σε πώληση κάποιων από τα crown jewels που κατέχει. Κάνει αυτήν την επιλογή για να μειώσει την αξία της και να οδηγήσει τον υποψήφιο αγοραστή σε απόσυρση της προσφοράς. Η άμυνα αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί συνδυαστικά με τον white knight. Στην περίπτωση αυτή αγοραστής των crown jewels είναι ο white knight και υπάρχει συμφωνία επαναγοράς τους από την υπό εξαγορά εταιρεία σε προσυμφωνημένη τιμή, εφόσον αποσυρθεί η προσφορά εξαγοράς.

Ο πιθανός κίνδυνος από την εφαρμογή αυτού του μηχανισμού άμυνας είναι ότι η υπό εξαγορά εταιρεία καταλήγει να έχει στη διάθεσή της μεγάλα χρηματικά ποσά, γεγονός που ενδεχομένως την καθιστά πιο ελκυστική για εξαγορά από κάποια άλλη εταιρεία (Johansson & Thorstensson, 2008) και (Taran, 2015).



## 6. *Capital Structure Changes (αναδιάρθρωση της κεφαλαιακής δομής)*

Χρησιμοποιείται ως μηχανισμός άμυνας έναντι εχθρικής εξαγοράς. Υπάρχουν τέσσερις βασικές επιλογές ως προς τον τρόπο εφαρμογής : ανάληψη πρόσθετου χρέους, έκδοση νέων μετοχών, επαναγορά μετοχών και μοχλευμένη ανακεφαλαιοποίηση.

### 6.1. Ανάληψη πρόσθετου χρέους

Η εταιρεία μπορεί να αναλάβει νέο χρέος με την έκδοση ομολόγων ή με τον δανεισμό κεφαλαίων από έναν δανειστή. Το νέο χρέος συνεπάγεται δημιουργία επιπλέον οικονομικών υποχρεώσεων που θα εμφανίζονται στον ισολογισμό της. Η εφαρμογή αυτής της άμυνας, για να είναι αποτελεσματική σε περίπτωση εχθρικής προσφοράς, προϋποθέτει την επιλογή του κατάλληλου χρόνου, ειδικά αν πρόκειται για έκδοση ομολόγων, για τα οποία ενδεχομένως προαπαιτείται έγκριση των αρμόδιων φορέων.

### 6.2. Έκδοση νέων μετοχών

Είναι ένα μέτρο που αποτελεσματικά εμποδίζει τους υποψήφιους αγοραστές να αναλάβουν τον έλεγχο της εταιρείας, παρότι μειώνει το μετοχικό κεφάλαιο των ήδη υπάρχοντων μετόχων. Το πλεονέκτημα είναι ότι η μεταβολή της κεφαλαιακής δομής της εταιρείας αναγκάζει τον υποψήφιο αγοραστή να δαπανήσει μεγαλύτερα κεφάλαια, από αυτά που αρχικά υπολογίζει, για αγορά μετοχών, ώστε να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας. Χρειάζεται προσοχή κατά την εφαρμογή του, διότι μπορεί ο υποψήφιος αγοραστής να αποκτήσει τις μετοχές από την αγορά. Πολλές εταιρείες, για τον λόγο αυτό, φροντίζουν ώστε οι μετοχές που εκδίδουν, να αποκτώνται από φιλικούς προς αυτές επενδυτές. Ως φιλικό προς τη διοίκηση επενδυτές θεωρούνται οι white knights, οι white squires και τα ESOP's των εταιρειών, που στη συνέχεια αναλύονται.

### 6.3. Επαναγορά μετοχών (buy back existing shares)

Αφορά μία προσπάθεια απόθησης μίας επίθεσης εχθρικής εξαγοράς που έχει σημαντικά πλεονεκτήματα. Καταρχήν μειώνεται ο αριθμός των μετοχών που μπορεί να αποκτήσει ο υποψήφιος αγοραστής και παράλληλα αυξάνεται η τιμή αυτών που απομένουν. Επίσης, εφόσον πρόκειται για εταιρεία με μεγάλη ρευστότητα και χαμηλό χρέος, που συχνά μπορεί να θεωρηθεί αξιόλογη για εξαγορά, η επαναγορά μετοχών με χρήση της υπάρχουσας ρευστότητας, την καθιστά λιγότερο ελκυστική. Αυτό συμβαίνει επειδή μεταβάλλεται η κεφαλαιακή δομή της εταιρείας, δεδομένου ότι χρησιμοποιεί ίδια κεφάλαια για την επαναγορά. Απαιτείται προσοχή όταν επιλέγεται αυτή η μέθοδος, διότι μπορεί να επιφέρει αντίθετα από τα σκοπούμενα αποτελέσματα. Όταν μία εταιρεία

αποφασίζει επαναγορά μετοχών της, τότε ο υποψήφιος αγοραστής χρειάζεται μικρότερο αριθμό μετοχών για να αποκτήσει τον έλεγχο της.

Υπάρχουν τρεις τρόποι επαναγοράς μετοχών. Με τον πρώτο η εταιρεία επαναγοράζει μετοχές αδιακρίτως, δηλαδή χωρίς να ενδιαφέρεται για την ταυτότητα του εκάστοτε κατόχου αυτών. Ο δεύτερος αφορά την επαναγορά μετοχών από μετόχους, που θεωρείται πιθανότερο να πουλήσουν στον υποψήφιο αγοραστή. Ο τρίτος, που ονομάζεται self – tender, αφορά την χρήση του δικαιώματος μίας εταιρείας για απόκτηση ιδίων μετοχών. Με αυτόν τον τρόπο η εταιρεία αποκτά δικές της μετοχές σε τιμή ανταγωνιστική οποιασδήποτε προσφοράς του υποψήφιου αγοραστή. Η σχετική απόφαση λαμβάνεται από την γενική συνέλευση της εταιρείας, με βάση τις ισχύουσες προϋποθέσεις και περιορισμούς, και υλοποιείται από το διοικητικό συμβούλιο (Pearce II & Robinson Jr., 2004).

Μία ακραία εκδοχή της επαναγοράς μετοχών, ως αντίδραση σε μία απόπειρα εχθρικής εξαγοράς, είναι η επαναγορά όλων των μετοχών της εταιρείας και η μετατροπή της, διά της μεθόδου αυτής, από εισηγμένη σε μη εισηγμένη (Johansson & Thorstensson, 2008) και (Pearce II & Robinson Jr., 2004).

#### 6.4.Μοχλευμένη ανακεφαλαιοποίηση (leveraged recapitalization)

Θεωρείται μέσο άμυνας διότι στις περισσότερες περιπτώσεις χρησιμοποιείται ως απάντηση σε προσφορά εχθρικής εξαγοράς. Στην περίπτωση της μοχλευμένης ανακεφαλαιοποίησης οι μέτοχοι λαμβάνουν ένα εφάπαξ μεγάλο μέρισμα. Τα απαραίτητα για την πληρωμή του κεφάλαια προέρχονται από δανεισμό. Μετά την πληρωμή του μερίσματος η εταιρεία έχει πολύ υψηλά επίπεδα μόχλευσης και συνεπώς είναι λιγότερο ελκυστική για τον υποψήφιο αγοραστή. Ο υποψήφιος αγοραστής αφενός δεν έχει πρόσβαση σε μία βασική πηγή χρηματοδότησης της εξαγοράς (δανεισμό) και αφετέρου σε περίπτωση που ολοκληρωθεί η εξαγορά αναλαμβάνει το βάρος του δανεισμού της εταιρείας. Η εφαρμογή της προτιμάται από εταιρείες με σταθερές οικονομικές ροές, επειδή ενέχει υψηλό βαθμό κινδύνου λόγω των υπερβολικών οικονομικών υποχρεώσεων που δημιουργούνται (Shah, 1996) και (Gorzala, 2010).

#### 7. *Greenmail* (πράσινος εκβιασμός)

Ο όρος προέρχεται από τις λέξεις blackmail, που σημαίνει εκβιασμός και greenbacks, που είναι η ονομασία που χρησιμοποιείται στην καθομιλουμένη για το δολάριο Η.Π.Α. Είναι γνωστό και ως targeted repurchase of stock (στοχευμένη επαναγορά μετοχών) (Ruback, 1988). Με αυτόν τον μηχανισμό άμυνας ο υποψήφιος αγοραστής πληρώνεται

για να αποχωρήσει, ενώ συγχρόνως δεσμεύεται εγγράφως ότι για συγκεκριμένο και προκαθορισμένο χρονικό διάστημα δεν θα προβεί στην εκ νέου αγορά μετοχών της εταιρείας (Johansson & Thorstensson, 2008). Τα απαιτούμενα κεφάλαια για την επαναγορά των μετοχών εξευρίσκονται με την έκδοση νέων χρεογράφων (Shah, 1996). Η υπό εξαγορά εταιρεία αναγκάζεται να επαναγοράσει μετοχές της, που κατέχει ο υποψήφιος αγοραστής, σε τιμή σημαντικά υψηλότερη, ώστε να αποφύγει την εχθρική εξαγορά. Η προσφορά αυτή δεν επεκτείνεται στους υπόλοιπους μετόχους, γεγονός που προκαλεί αυστηρή κριτική και τους οδηγεί σε δικαστικές διαμάχες, επειδή δεν λαμβάνουν την προσαυξημένη τιμή για τις μετοχές τους (Gorzala, 2010). Το ποσό που καταβάλλεται στον υποψήφιο αγοραστή ονομάζεται μερικές φορές “goodbye kiss” ή “bon voyage bonus”.

Η άμυνα αυτή είναι αποτελεσματική ως προς την απόθνηση της άμεσης απειλής εξαγοράς. Συγχρόνως όμως αυξάνει την επιδεκτικότητα της εταιρείας σε προσπάθειες εχθρικών εξαγορών, επειδή εμφανίζεται ως ευάλωτη ή / και ως “χρυσορυχείο”. Σε πολλές περιπτώσεις οι τιμές των μετοχών των υπό εξαγορά εταιρειών έχουν πτωτική τάση μετά την εφαρμογή του greenmail (McSweeney, 2014).

Αυτόν τον μηχανισμό άμυνας χρησιμοποιεί η εταιρεία Provident Bancshares Corp. Η εταιρεία Mid – Atlantic έχει το 2001 στην κατοχή της 1,4 εκατομμύρια μετοχές της Provident Bancshares Corp. Η Provident Bancshares Corp. ανακοινώνει την επαναγορά των μετοχών που έχει στην κατοχή της η Mid – Atlantic, οι οποίες αγγίζουν ποσοστό 5% του μετοχικού της κεφαλαίου, με προσαυξημένη τιμή. Η εταιρεία Mid – Atlantic, δεδομένου ότι δεν έχει την ευρεία υποστήριξη των μετόχων της για την εξαγορά της Provident Bancshares Corp., αποδέχεται την συναλλαγή (Pearce II & Robinson Jr., 2004).

#### 8. *Standstill Agreement (συμφωνία ακινητοποίησης)*

Πρόκειται στην πραγματικότητα για μία συμφωνία μεταξύ των εμπλεκομένων, με την οποία ο υποψήφιος αγοραστής συμφωνεί να μην αγοράσει για προκαθορισμένη χρονική περίοδο επιπλέον μετοχές της υπό εξαγορά εταιρείας. Ως αντάλλαγμα μπορεί είτε να λάβει χρηματική αμοιβή είτε να του επιτραπεί η διεξαγωγή ελέγχου (due diligence) με πλήρη πρόσβαση στις εσωτερικές πληροφορίες της εταιρείας (Pearce II & Robinson Jr., 2004) και (McSweeney, 2014). Συνήθως τέτοιες συμφωνίες περιέχουν ρήτρες που δίνουν στην υπό εξαγορά εταιρεία το δικαίωμα της πρώτης άρνησης στην περίπτωση που ο υποψήφιος αγοραστής αποφασίσει να πουλήσει το πακέτο των μετοχών που κατέχει. Αυτή η πρόβλεψη δίνει στην εταιρεία το δικαίωμα να αποτρέψει την πώληση των

μετοχών της σε άλλον υποψήφιο αγοραστή, που ενδεχομένως δεν θα αναγνώριζε την συμφωνία (Pearce II & Robinson Jr., 2004).

Με τον περιορισμό της δραστηριότητας του υποψήφιου αγοραστή για συγκεκριμένη χρονική περίοδο, η υπό εξαγορά εταιρεία εξασφαλίζει χρόνο για επιλογή και εφαρμογή άλλων μηχανισμών άμυνας (Gorzala, 2010).

Το 2007 συνάπτεται στην Ελλάδα μία τέτοια συμφωνία μεταξύ της Τράπεζας Πειραιώς και της Marfin Popular Bank (MPB). Η συμφωνία, μεταξύ άλλων, περιλαμβάνει την απόφαση και δέσμευση για αμοιβαία αποχή, έως την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2010, από την υποβολή δημόσιας πρότασης εξαγοράς των μετοχών της μίας τράπεζας από την άλλη (Κυριαζής, 2016) και (Τράπεζα Πειραιώς, 2017).

### 9. *Litigation (νομική αντιδικία)*

Η χρήση νομικών μέσων βοηθά την υπό εξαγορά εταιρεία να καθυστερήσει την ολοκλήρωση της διαδικασίας εξαγοράς, αλλά δεν είναι αποτελεσματική ως μακροχρόνια λύση. Περιλαμβάνει την έκδοση απόφασης ασφαλιστικών μέτρων κατά του υποψήφιου αγοραστή, ώστε να μην έχει τη δυνατότητα απόκτησης επιπλέον μετοχών, έως ότου η υπόθεση κριθεί οριστικά ως νομικά αβάσιμη και απορριφθεί. Ενόσω ο υποψήφιος αγοραστής προετοιμάζει τη δικαστική του απάντηση, η υπό εξαγορά εταιρεία έχει τον χρόνο να αναπτύξει άλλες στρατηγικές για την αποφυγή της εξαγοράς. Η χρήση νομικών μέσων μπορεί να έχει ως κίνητρο την καθυστέρηση των διαδικασιών για την ολοκλήρωση της εξαγοράς, ώστε να αναζητηθούν ελκυστικότερες προσφορές είτε από άλλους ενδιαφερόμενους είτε από τον υποψήφιο αγοραστή.

Υπάρχουν τρία νομικά επιχειρήματα τα οποία μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι υπό εξαγορά εταιρείες για να απωθήσουν τον υποψήφιο αγοραστή. Το πρώτο είναι το αντιμονοπωλιακό, με το οποίο υποστηρίζεται ότι η εταιρεία που θα προκύψει μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς θα παραβιάζει την αντιμονοπωλιακή νομοθεσία. Το δεύτερο αφορά την απόκρυψη εκ μέρους του υποψήφιου αγοραστή διαθέσιμων στοιχείων (οικονομικών και άλλων) για την εταιρεία του. Το τρίτο είναι η απάτη, που αφορά τον ισχυρισμό της υπό εξαγορά εταιρείας ότι ο υποψήφιος αγοραστής εσκεμμένα διαστρέβλωσε γεγονότα με σκοπό να στερήσει τους μετόχους δικαιωμάτων τους. Το τελευταίο χρησιμοποιείται σπάνια διότι δύσκολα αποδεικνύεται (Pearce II & Robinson Jr., 2004).

Η εταιρεία Hartmarx Corporation προσφεύγει δικαστικά, ως μέσο άμυνας έναντι προσφοράς για εχθρική εξαγορά, κατά της εταιρείας The Lincoln Co. Η αγωγή αφορά

υποτιθέμενες παραβιάσεις ομοσπονδιακής νομοθεσίας περί κινητών αξιών, καθώς και ελλιπή παροχή πληροφοριών σε ό,τι αφορά οικονομικά στοιχεία και έχει θετική έκβαση για την Hartmarx Corporation (Pearce II & Robinson Jr., 2004).

### *10. People Pill (ανθρώπινο χάπι)*

Είναι μία μορφή του poison pill. Όταν εφαρμόζεται αυτό το μέτρο άμυνας, απειλούν μαζικά με παραίτηση όλα τα διοικητικά στελέχη, καθώς και τα άτομα ιδιαίτερα υψηλής εξειδίκευσης της υπό εξαγορά εταιρείας, στην περίπτωση που ολοκληρωθεί η εχθρική εξαγορά. Στόχος της εφαρμογής του είναι η αποτροπή της ολοκλήρωσης της εξαγοράς, λόγω της πιθανότητας να απαιτηθεί η συγκρότηση μίας εξ ολοκλήρου νέας ομάδας διοικητικών στελεχών. Μπορεί να είναι αποτελεσματικό, ιδιαίτερα εάν τα στελέχη έχουν πολύ υψηλά προσόντα, τα οποία είναι κρίσιμα για την ανάπτυξη της εταιρείας. Ο κλάδος στον οποίο η υπό εξαγορά εταιρεία δραστηριοποιείται είναι σημαντικός παράγοντας επιτυχίας ή αποτυχίας του people pill. Σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας, όπου το ανθρώπινο δυναμικό είναι το βασικό κεφάλαιο, το ενδεχόμενο απώλειάς του μπορεί να προκαλέσει σημαντικές ζημιές. Επίσης μπορεί να έχει αποτέλεσμα εάν ο υποψήφιος αγοραστής επιθυμεί να διατηρήσει την υπάρχουσα ομάδα διοικητικών στελεχών (Kokot, 2006), (Taran, 2015) και (INVESTOPEDIA, 2017).

### *11. Suicide Pill (χάπι αυτοκτονίας)*

Ονομάζεται και “Jonestown Defense” και είναι μία ακραία εκδοχή του poison pill (Gorzala, 2010). Είναι μία άμυνα με την οποία η υπό εξαγορά εταιρεία δεσμεύεται σε δραστηριότητα που πιθανότατα θα την καταστρέψει, παρά θα αποτρέψει την εχθρική εξαγορά. Η υπό εξαγορά εταιρεία προβαίνει σε ακραίες ενέργειες που ποικίλλουν κατά περίπτωση και μερικές φορές οδηγούν σε διάλυσή της. Σκοπός είναι η αποφυγή της εχθρικής εξαγοράς με κάθε μέσο. Χρησιμοποιείται συχνά, όταν η διοίκηση ή οι μέτοχοι της υπό εξαγορά εταιρείας, επειδή θεωρούν δεδομένη την ολοκλήρωση της εξαγοράς, προτιμούν να πάψει η εταιρεία να υφίσταται παρά να την αναλάβει ο υποψήφιος αγοραστής. Η ανάληψη υπερβολικού χρέους είναι ένας τρόπος εφαρμογής του suicide pill (INVESTOPEDIA, 2017).

### *12. Scorched Earth Policy (πολιτική καμένης γης)*

Ο όρος scorched earth προέρχεται από τον στρατό, που τον χρησιμοποιεί όταν, σε περίπτωση υποχώρησης των στρατευμάτων, δίνεται εντολή καταστροφής ο,τιδήποτε χρήσιμου για τον εχθρό.

Προσομοιάζει με την άμυνα crown jewel, δεδομένου ότι και οι δύο έχουν ως πρωταρχικό στόχο να καταστήσουν την υπό εξαγορά εταιρεία λιγότερο ελκυστική κατά τη διάρκεια της διαδικασίας εξαγοράς. Περιλαμβάνει την εκποίηση περιουσιακών στοιχείων της υπό εξαγορά εταιρείας ή την μακροχρόνια δέσμευσή τους. Η εφαρμογή αυτής της άμυνας δεν αποτελεί τον βέλτιστο τρόπο αποτροπής μίας εχθρικής εξαγοράς, διότι οι μέτοχοι της υπό εξαγορά εταιρείας υφίστανται απώλειες σε κάθε περίπτωση. Σε ακραίες περιπτώσεις η scorched earth policy έχει τα αποτελέσματα του suicide pill (Johansson & Thorstensson, 2008) και (International Finance Magazine, 2013).

Αυτόν τον μηχανισμό άμυνας χρησιμοποιεί το 2006 η Yahoo για να αντιμετωπίσει την Microsoft. Η Microsoft με την συγκεκριμένη εξαγορά στοχεύει στην απόκτηση της τεχνογνωσίας της Yahoo, καθώς και των εκατομμυρίων χρηστών της. Η Yahoo καταφέρνει να απωθήσει την προσφορά της Microsoft με την χρήση διαφόρων μηχανισμών άμυνας, μεταξύ των οποίων και της scorched earth policy και συγκεκριμένα προσφέροντας πακέτα αποζημιώσεων σε όλους τους πλήρους απασχόλησης υπαλλήλους της (International Finance Magazine, 2013).

### *13.Management Buy – Out (εξαγορά από τα διοικητικά στελέχη)*

Με το management buy – out (MBO) τα εν ενεργεία διοικητικά στελέχη της υπό εξαγορά εταιρείας αυξάνουν το ποσοστό συμμετοχής τους στην ιδιοκτησία της. Συνήθως αυτό επιτυγχάνεται με τη βοήθεια εξωτερικών επενδυτών, όπως τράπεζες και επενδυτικοί οργανισμοί (investment funds). Ως μηχανισμός άμυνας είναι δυνατόν αφενός να λειτουργήσει αποτελεσματικά για την απώθηση του υποψήφιου αγοραστή και αφετέρου να πυροδοτήσει αντιδράσεις και να προκαλέσει την υποβολή ανταγωνιστικών προσφορών από νέους υποψήφιους αγοραστές. Συχνά έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του χρέους της υπό εξαγορά εταιρείας. Στο Ηνωμένο Βασίλειο θεωρείται από τους βασικότερους και αποτελεσματικότερους μηχανισμούς άμυνας (Johansson & Thorstensson, 2008).

### *14.Pac-Man Defense (άμυνα pac-man)*

Ο όρος έχει υιοθετηθεί από το ομώνυμο παιχνίδι και υπονοεί ότι το αντικείμενο της προσφοράς, δηλαδή η υπό εξαγορά εταιρεία, προσπαθεί να εξαγοράσει αυτόν που αρχικά έκανε την επίθεση (Gorzala, 2010). Σε ορισμένες περιπτώσεις είναι αρκετή ακόμη και η απόκτηση ενός μικρού τμήματος μετοχών της εταιρείας – υποψήφιου αγοραστή για την έγερση νομικών απαιτήσεων εκ μέρους της υπό εξαγορά εταιρείας, που εν προκειμένω έχει την ιδιότητα του μειοψηφούντος μετόχου. Στην περίπτωση που η υπό εξαγορά εταιρεία δεν έχει τη δυνατότητα, για οποιονδήποτε λόγο, να αγοράσει μετοχές της

εταιρείας – υποψήφιου αγοραστή, τότε προσπαθεί να αποκτήσει άλλα στοιχεία που επηρεάζουν ή ενδιαφέρουν την αρχικά επιτιθέμενη εταιρεία (Kokot, 2006).

Άμυνα *pac-man* εφαρμόζει η εταιρεία Martin Marietta το 1982. Αρχικά η εταιρεία Bendix, που εδρεύει στο Michigan, κάνει πρόταση ύψους 1,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων Η.Π.Α. για την εξαγορά ποσοστού 45% της εταιρείας Martin Marietta, που έχει έδρα στο Maryland. Η Martin Marietta απορρίπτει την προσφορά και αντιπροτείνει ποσό 1,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων Η.Π.Α. για να εξαγοράσει την Bendix (Scherer, 1982).

### *15. Propaganda (προπαγάνδα)*

Η υπό εξαγορά εταιρεία κάνει χρήση κάθε μέσου, ώστε να γνωστοποιήσει στο κοινό τις αντιρρήσεις της σχετικά με την εξαγορά. Η εταιρεία μπορεί με τον τρόπο αυτό να ενισχύσει την δημόσια εικόνα της και να υπογραμμίσει τα μέσα και τις τακτικές που χρησιμοποιεί ο υποψήφιος αγοραστής, τα οποία κατά την κρίση της εμπίπτουν στην “γκρίζα” ζώνη του νόμου ή και τον παραβιάζουν. Μία άρτια οργανωμένη εκστρατεία δημοσίων σχέσεων της εταιρείας μπορεί να επηρεάσει την άποψη υπευθύνων φορέων, μετόχων και γενικότερα της κοινής γνώμης προς όφελός της (Κυριαζής, 2016), (Kokot, 2006) και (Taran, 2015).

Η απόπειρα της εταιρείας Krupp – Hoesch να εξαγοράσει την Thyssen είναι μία περίπτωση που η προπαγάνδα παίζει σημαντικό ρόλο στις εξελίξεις. Οι δύο εταιρείες οδηγούνται σε σύγκρουση, η οποία κλιμακώνεται και στα μέσα ενημέρωσης. Πραγματοποιούνται διαδηλώσεις στα κεντρικά γραφεία των δύο εταιρειών, στις οποίες συμμετέχουν κυρίως εργαζόμενοι, οι οποίοι ανησυχούν για ενδεχόμενες μειώσεις προσωπικού. Το 1997 στην Γερμανία οι άνεργοι ανέρχονται σε 4,7 εκατομμύρια και συνεπώς υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον για τη διατήρηση των υπαρχουσών θέσεων εργασίας. Η κοινωνική αντίδραση που δημιουργείται επηρεάζει κυρίως την Krupp – Hoesch και τις εταιρείες που την υποστηρίζουν. Οι αντιδράσεις είναι τόσο σοβαρές, που με το θέμα ασχολούνται και πολιτικοί. Οι τράπεζες που υποστηρίζουν την εξαγορά έχουν απώλεια πολλών πελατών. Η πλειοψηφία των διαμαρτυρομένων υπαλλήλων κλείνει τους λογαριασμούς της σε αυτές. Η Krupp – Hoesch, λόγω των σοβαρών επιπτώσεων που υφίσταται, αποσύρει την προσφορά εξαγοράς (Puziak & Martyniuk, 2012).

## Συμπεράσματα

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορεί να έχουν πολύ θετικά αποτελέσματα για τους εμπλεκόμενους, όμως εγκυμονούν και κινδύνους, που μπορεί να οδηγήσουν το εγχείρημα σε αποτυχία. Σε κάθε περίπτωση είναι απαραίτητο να εξετάζονται αναλυτικά όλα τα διαθέσιμα στοιχεία και οι παράμετροι και να λαμβάνονται υπόψη οι επικρατούσες συνθήκες, ώστε να επιτευχθεί το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα.

Ειδικά στην περίπτωση των εχθρικών εξαγορών υπάρχει αβεβαιότητα, λόγω της ελλιπούς πληροφόρησης, που μπορεί να οδηγήσει στην επιλογή ακατάλληλου “στόχου”. Ο εντοπισμός του ιδανικού στόχου, το ύψος της προσφοράς και εν τέλει η ενσωμάτωση των εταιρειών, είναι στοιχεία που καθορίζουν το αποτέλεσμα, ώστε να ανταποκρίνεται στις προσδοκίες των αγοραστών.

Οι εχθρικές εξαγορές μπορεί να έχουν θετικά αποτελέσματα για τις εταιρείες που εξαγοράζονται, διότι μέσω αυτών βελτιώνονται και ενισχύεται η θέση τους στην αγορά. Η αξιολόγηση και αποτίμηση των εχθρικών εξαγορών γίνεται συνήθως βάσει των συνεπειών που επιφέρουν στους μετόχους των εμπλεκόμενων εταιρειών, όμως μία αντικειμενική και μακροπρόθεσμη αξιολόγησή τους πρέπει να περιλαμβάνει και τις συνέπειες για το περιβάλλον με την ευρύτερη έννοια του όρου (κοινωνία, οικονομία).

Κάθε εταιρεία – στόχος μπορεί να ενεργοποιήσει μηχανισμούς άμυνας για να προστατευθεί, ώστε να διατηρηθεί ως ανεξάρτητη οντότητα. Μπορεί επίσης να εφαρμόσει μηχανισμούς άμυνας ως μέσο πίεσης προς τον υποψήφιο αγοραστή, ώστε να επιτύχει την υψηλότερη δυνατή προσφορά. Απαιτείται προσεκτική προετοιμασία για την επιτυχή απόκρουση μίας εχθρικής προσφοράς. Επίσης απαιτείται προσαρμοστικότητα σε νέες συνθήκες και αλλαγές στον τρόπο εκδήλωσης των εχθρικών προσφορών, ώστε η εταιρεία – στόχος να είναι σε θέση να ανταπεξέλθει σε κάθε περίπτωση που δέχεται επίθεση.

Η επιλογή του εκάστοτε εφαρμοζόμενου μηχανισμού άμυνας πρέπει να γίνεται με ιδιαίτερη προσοχή. Η διοίκηση της εταιρείας πρέπει να κατανοεί τις ανησυχίες και τις επιθυμίες των μετόχων και να αποφασίζει την εφαρμογή του μηχανισμού άμυνας που θα έχει τα καλύτερα αποτελέσματα για την εταιρεία και τους μετόχους της. Η ύπαρξη κοινής, κατά το δυνατόν, αντίληψης των μετόχων και της διοίκησης της εταιρείας – στόχου είναι παράγοντας που οδηγεί στη λήψη καλύτερων αποφάσεων.



Το επίπεδο άμυνας μίας εταιρείας εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Εκτιμάται ότι εταιρείες, για τις οποίες ο υποψήφιος αγοραστής είναι διατεθειμένος να καταβάλει υψηλότερο τίμημα, εφαρμόζουν συνήθως ισχυρότερες άμυνες.

Οι μηχανισμοί άμυνας διαφέρουν ως προς τα αποτελέσματα που επιφέρουν. Είναι γενικά αποδεκτό ότι οι περισσότεροι έχουν κάποια θετικά αποτελέσματα για τους μετόχους είτε επιτευχθεί η αποτροπή της ανεπιθύμητης εξαγοράς είτε αυξηθεί η τιμή της προσφοράς.

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία στηρίζεται σε βιβλιογραφική έρευνα και μελέτη. Καταρχήν αποσκοπεί στην παρουσίαση βασικών ζητημάτων σχετικών με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, με έμφαση στις εχθρικές εξαγορές και ιδιαίτερα στις εφαρμοζόμενες τακτικές επίθεσης. Η κύρια προσπάθεια έγκειται στην καταγραφή και παρουσίαση των μηχανισμών άμυνας έναντι εχθρικών εξαγορών σε παγκόσμιο επίπεδο, η περιγραφή των κυριότερων χαρακτηριστικών τους και η κατανόηση του τρόπου λειτουργίας τους.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΑΡΘΡΑ

1. Armour, J., Jacobs, J. & Milhaupt, C., 2011. The Evolution of Hostile Regimes in Developed and Emerging Markets : An Analytical Framework. *Harvard International Law Journal*, 02, 52(1).
2. Barry, J. & Hatfield, J., 2012. Pills and Partisans : Understanding Takeover Defenses. *University of Pennsylvania Law Review*, 02, 160(3), pp. 633-713.
3. BBC NEWS, 2000. *BBC*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/630293.stm>
4. Dalal, A., 2011. Analysis of takeover defenses and hostile takeover. *NALSAR Law Review*, Issue 6, pp. 85 - 98.
5. Durasinovic, J., 2011. *Analysis Of Measures and Tactics of Defense against Hostile Takeovers of Companies in the Strategic Function of Managing a Company*. Zrenjanin, University of Novi Sad, pp. 239-244.
6. Feldman, D. N., 2012. *Harvard Business Law Review*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.hblr.org/2012/03/reverse-merger-seasoning/>
7. Hall, M., 2000. *ENCYCLOPAEDIA BRITANNICA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://www.britannica.com/topic/Digital-Equipment-Corporation>
8. International Finance Magazine, 2013. Defense Mechanism Against Hostile Takeovers. *International Finance Magazine*, 09.
9. Isidore, C., 2005. *CNN Money*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: [http://money.cnn.com/2005/01/28/news/fortune500/pg\\_gillette/](http://money.cnn.com/2005/01/28/news/fortune500/pg_gillette/)
10. Kokot, K., 2006. The Art of Takeover Defence. *The Ukrainian Journal of Business Law*, 09, pp. 18-20.
11. Lam, B., 2016. 2015 : A Merger Bonanza. *The Atlantic*, 01.
12. McLean, M., 1983. Employee Stock Ownership Plans and Corporate Takeovers : Restraints on the Use of ESOPs by Corporate Officers and Directors to Avert Hostile Takeovers. *Pepperdine Law Review*, 05, 10(4), pp. 731-766.
13. Merritt, C., 2016. *Houston Chronicle*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://smallbusiness.chron.com/three-different-types-corporate-mergers-rationale-type-74109.html>
14. Orimobi, T., 2015. Takeovers : Defensive Mechanisms Against a Hostile Takeover. *The Guardian*, 08.
15. Pearce II, J. & Robinson Jr., R., 2004. Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. *Business Horizons*, 09-10, pp. 15 - 24.

16. PricewaterhouseCoopers, 2017. *pwc / Greece*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://www.pwc.com/gr/en/publications/greek-thought-leadership/deals-greece-2016-publ-gr.pdf>
17. Puziak, M. & Martyniuk, M., 2012. Defensive strategies against hostile takeovers. The analysis of selected case studies. *Journal of International Studies*, 05, 5(1), pp. 60-69.
18. Scherer, R., 1982. *The Christian Science Monitor*. [Online]  
Available at: <https://www.csmonitor.com/1982/0923/092345.html>  
[Accessed 2017].
19. Scott, G., n.d. What Could Make a Hostile Takeover Difficult?. *Houston Chronicle*.
20. Seretakis, A., 2013. Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the U.K and the U.S.: A case against the U.S. regime. *The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal* , 10, Τόμος 8.2.
21. Sunder, D., 2013. The Controversial "Poison Pill" Takeover Defense : How valid are the Arguments in Support of it?. *NMIMS Management Review*, 7 10, Τόμος XXIII, pp. 47-66.
22. Taran, A., 2015. Corporate Strategies in Mergers and Acquisition. *UDGAM VIGYATI*, 10, Issue 1.
23. Walton, J., 2015. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.investopedia.com/articles/markets/111015/10-most-famous-leveraged-buyouts.asp>

## BIBΛΙΑ

1. Gaughan, P. A., 2011. *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*. 5 επιμ. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
2. Gorzala, J., 2010. *The Art of Hostile Takeover Defence*. Hamburg: IGEL Verlag GmbH.
3. McSweeney, B., 2014. Takeover Strategies, Competitive Bidding and Defensive Tactics. Στο: *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. s.l.:Oxford University Press.
4. Prof Roberts, A., Dr Wallace, W. & Dr Moles, P., 2003. Module I : Introduction. Στο: *Mergers and Acquisitions*. s.l.:Edinburgh Business School, pp. 1-28.
5. Ruback, R. S., 1988. An Overview of Takeover Defenses. Στο: *Mergers and Acquisitions*. s.l.:National Bureau of Economic Research, pp. 49 - 68.
6. Κατσίγιαννη, Α., Καμπύλης, Α., Μπρακατσούλας, Α. & Αναστασάκης, Α., 2010. *Λεξικό Νομικών όρων*. 1 επιμ. Αθήνα: Εκδόσεις Σταφυλίδη.
7. Κυριαζής, Δ., 2016. *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*. Β επιμ. Αθήνα: ΔΙΠΛΟΓΡΑΦΙΑ.

8. Παπαδάκης, Β. Μ., 2016. *Στρατηγική των επιχειρήσεων : ελληνική και διεθνής εμπειρία*. 7 επιμ. Αθήνα: Ε. Μπένου.

## ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

1. Adkins, T., 2017. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.investopedia.com/articles/investing/041913/warding-hostile-takeovers.asp>
2. BIWS, 2016. *breakingintowallstreet.com*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://samples-breakingintowallstreet-com.s3.amazonaws.com/22-BIWS-Acquisition-Types.pdf>
3. Citi, 2017. *citi*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.citigroup.com/citi/press/mobile/ir/html/timeline/index-com.html>
4. Directorate for Financial and Enterprise Affairs, I. D. O., 2004. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://www.imf.org/External/NP/sta/bop/pdg/diteg4a.pdf>
5. eFinanceManagement, 2016. *eFinanceManagement*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://www.efinancemanagement.com/mergers-and-acquisitions/classification-types-of-mergers>
6. Farlex Financial Dictionary, n.d. *The Free Dictionary by Farlex*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Takeover+Defenses>
7. Financial Times Lexicon, 2017. *Financial Times*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://lexicon.ft.com/Term?term=bear-hug&mhq5j=e1>
8. Hunt, L. G., 2016. *huntlawgrp.com*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.huntlawgrp.com/sec-law/mergers-and-acquisitions>
9. INVESTOPEDIA, 2016. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/r/reversetakeover.asp>
- INVESTOPEDIA, 2016. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/b/backflip-takeover.asp>
- INVESTOPEDIA, 2017. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/d/dualclassstock.asp>
- INVESTOPEDIA, 2017. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/p/peoplepill.asp>
- INVESTOPEDIA, 2017. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/s/suicidepill.asp>
- INVESTOPEDIA, 2017. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/c/crownjewels.asp>

- INVESTOPEDIA, 2017. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/l/lobstertrap.asp>
- INVESTOPEDIA, 2017. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/g/goldenshare.asp>
- INVESTOPEDIA, 2017. *IVESTOPEDIA*. [Online]  
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/w/whiteknight.asp>
10. Johansson, M. & Thorstensson, M., 2008. *JONKOPING UNIVERSITY*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://hj.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2%3A3780&dswid=-3165>
11. MACABACUS, 2016. *macabacus.com*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://macabacus.com/accounting/types-of-acquisitions>
12. National Center for Employee Ownership, 2017. *NCEO*. [Online]  
Available at: <http://www.nceo.org/articles/esops-by-the-numbers>
- National Center for Employee Ownership, 2017. *NCEO*. [Online]  
Available at: <http://www.nceo.org/articles/employee-ownership-100>
13. Ness, A., 2014. *Johnsons Corporate*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://johnsonscorporate.com.au/an-overview-of-the-different-types-of-mergers-and-acquisitions/>
14. Risberg, A., 2003. *The Merger and Acquisition Process*, s.l.: Journal of International Business Studies.
15. Shah, C., 1996. *A Review of Defensive Strategies Used in Hostile Takeovers*, s.l.: s.n.
16. Sharma, M., 2012. *simplilearn*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://www.simplilearn.com/hostile-takeovers-and-defense-strategies-in-ma-part-ii-article>
17. The Burnie Group, 2017. *The Burnie Group*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://www.burniegroup.com/mergers-and-acquisitions/>
18. Wall Street Instructors, 2007. *WALL STREET instructors*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at:  
[http://www.wallstreetinstructors.com/ce/continuing\\_education/nonqualified/id25.htm](http://www.wallstreetinstructors.com/ce/continuing_education/nonqualified/id25.htm)
19. WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: [https://en.wikipedia.org/wiki/Digital\\_Equipment\\_Corporation](https://en.wikipedia.org/wiki/Digital_Equipment_Corporation)
- WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://en.wikipedia.org/wiki/Compaq#Acquisitions>
- WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://en.wikipedia.org/wiki/Citigroup>
- WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: [https://en.wikipedia.org/wiki/Edgar\\_Prince](https://en.wikipedia.org/wiki/Edgar_Prince)

- WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: [https://en.wikipedia.org/wiki/T-Mobile\\_US#Merger\\_with\\_MetroPCS\\_Communications](https://en.wikipedia.org/wiki/T-Mobile_US#Merger_with_MetroPCS_Communications)
- WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://en.wikipedia.org/wiki/Crucell>
- WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://en.wikipedia.org/wiki/AT%26T>
- WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://en.wikipedia.org/wiki/Dell>
- WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at:  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Marriott\\_International#Recent\\_developments\\_.282014.E2.80.93present.29](https://en.wikipedia.org/wiki/Marriott_International#Recent_developments_.282014.E2.80.93present.29)
- WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at:  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Beats\\_Electronics#Subsidiary\\_of\\_Apple\\_.282014.E2.80.93present.29](https://en.wikipedia.org/wiki/Beats_Electronics#Subsidiary_of_Apple_.282014.E2.80.93present.29)
- WIKIPEDIA, 2017. *WIKIPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at:  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Procter\\_%26\\_Gamble#Further\\_developments](https://en.wikipedia.org/wiki/Procter_%26_Gamble#Further_developments)
20. Αλεξανδράκης, Α., Παζάρσκη, Μ. & Καραγιώργος, Θ., 2010. *Νομικό Πλαίσιο Σ&Ε Επιχειρήσεων στην Ελλάδα : Μια Λογιστική - Χρηματοοικονομική επισκόπηση και πρόταση ανασύνταξής του*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: [http://esdo.teilar.gr/files/proceedings/2010/ORAL/12\\_final.pdf](http://esdo.teilar.gr/files/proceedings/2010/ORAL/12_final.pdf)
21. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2015. *Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: [http://www.hcmc.gr/el\\_GR/web/portal/duties#](http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/duties#)
22. Επιτροπή Ανταγωνισμού, 2016. *epant.gr*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <https://www.epant.gr/>
23. Ευρωπαϊκή Ένωση, 2004. *EUR-Lex*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2004.142.01.0012.01.ELL&toc=OJ:L:2004:142:TOC](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2004.142.01.0012.01.ELL&toc=OJ:L:2004:142:TOC)
24. Εφημερίς της Κυβερνήσεως, 2006. *Εθνικό Τυπογραφείο*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.et.gr/index.php/2013-01-28-14-06-23/search-laws>
25. Κυριαζόπουλος, Γ., Ζησόπουλος, Δ. & Σαργιαννίδης, Ν., 2009. *Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών στην διεθνή και την ελληνική οικονομία*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at:  
<http://esdo.teilar.gr/files/proceedings/2009/ORAL/KYRIAZOPOULOS-ZHSSOPOULOS-SARHGIANNIDHS.pdf>
26. Μύλοι Λούλη, 2017. *μύλοι ΛΟΥΛΗ*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.loulisgroup.com/gr/thecompany/history/>

27. Τράπεζα Πειραιώς, 2017. *ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.piraeusbankgroup.com/el/group-profile/important-dates/2000-2003>

Τράπεζα Πειραιώς, 2017. *ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ*. [Ηλεκτρονικό]  
Available at: <http://www.piraeusbankgroup.com/el/press-office/press-release/2007/03/agreement-between-piraeus-bank-sa-and-marfin-popular-bank-public-co-ltd>