

9. Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και εξαγορές

Σε αυτό το κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με κάποια πιο προχωρημένα θέματα που αφορούν σε πολύ κρίσιμα σημεία της ζωής μιας επιχείρησης. Ομολογουμένως οι πλέον κρίσιμες στιγμές στη ζωή της εισηγμένης επιχείρησης είναι οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, και οι περιπτώσεις που μια επιχείρηση εξαγοράζει ή συγχωνεύεται με άλλη. Σε αυτές τις περιπτώσεις η απλή μεθοδολογία αποτιμήσεως των μετοχών πρέπει να τροποποιηθεί ώστε να ανταποκριθεί στη πολυπλοκότητα της εταιρικής πράξης.

Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είναι η στιγμή που η επιχείρηση επαναπροσεγγίζει την κεφαλαιαγορά για να ζητήσει νέα κεφάλαια.

Η εξαγορά είναι μια εταιρική πράξη με την οποία μια επιχείρηση αγοράζει τις μετοχές της επιχείρησης-στόχου, ή τουλάχιστο ένα πλειοψηφικό ποσοστό συμμετοχής, προκειμένου να αναλάβει τον έλεγχο της. Οι εξαγορές γίνονται συχνά ως μέρος της στρατηγικής ανάπτυξης μιας επιχείρησης όταν κριθεί αποδοτικότερο να αναλάβει τις δραστηριότητες μιας υπάρχουσας επιχείρησης και τη θέση της στην αγορά σε σχέση με την χρονοβόρα και αβέβαιη προσπάθεια οργανικής επέκτασης ή / και ανάπτυξης δικών της προϊόντων.

Οι εξαγορές χρηματοδοτούνται με μετρητά ή με την έκδοση νέων μετοχών της απορροφούσας επιχείρησης.

Συγχώνευση είναι ο συνδυασμός δύο εταιρειών που επιτυγχάνεται συνήθως προσφέροντας στους μετόχους της επιχείρησης στόχου μετοχές στην απορροφούσα επιχείρηση σε αντάλλαγμα για την παράδοση των μετοχών τους.

Σημαντικές συνέπειες στο επιχειρηματικό προφίλ των εταιρειών είναι αναπόφευκτες τόσο στην περίπτωση οριζόντιας εξαγοράς όπου τα προϊόντα των δύο εταιρειών ήταν ανταγωνιστικά πριν την εξαγορά /

συγχώνευση όσο και σε περιπτώσεις κάθετης εξαγοράς όπου τα προϊόντα της μίας χρειάζονται για την παραγωγή των προϊόντων της άλλης.

Υπάρχουν βέβαια και οι περιπτώσεις όπου οι δύο εταιρείες είναι μη συσχετιζόμενες δηλαδή δρουν σε εντελώς διαφορετικά προϊόντα και υπηρεσίες. Σε αυτή την περίπτωση η εξαγορά οδηγεί σε περαιτέρω διασπορά του κινδύνου της αγοράζουσας επιχειρήσεως και ίσως να έχει θετική επίδραση (εξαιτίας αυτής της διαφοροποίησης του κινδύνου) στο κόστος δανεισμού.

9.1 Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

Συχνά η επιχείρηση αποφασίζει να χρηματοδοτήσει επένδυση με έκδοση νέων μετοχών. Ένα σημαντικό ερώτημα που τίθεται από τη διοίκηση είναι αν η χρηματοδότηση επενδύσεως κόστους I η οποία αναμένεται να αποδώσει R τελικώς μέσω εκδόσεως κοινών μετοχών προς s είναι συμφέρουσα. Σημαντική παράμετρος είναι η εσωτερική αξία της επιχειρήσεως V όπως την αντιλαμβάνεται η διοίκηση και πιθανώς διαφορετική της κεφαλαιοποίησεως στην αγορά.

Έστω n ο αριθμός των παλαιών μετοχών. Η συνθήκη για να είναι συμφέρουσα τέτοια χρηματοδότηση είναι η προκύπτουσα εσωτερική αξία των παλαιών μετόχων να είναι μεγαλύτερη

$$\frac{V + IR}{n + \frac{I}{s}} > \frac{V}{n}$$

Αυτή η συνθήκη ικανοποιείται και η χρηματοδότηση είναι συμφέρουσα για τους παλαιούς μετόχους μόνο αν η απόδοση της επενδύσεως υπερβαίνει την απίσχνανση (dilution) που αυτοί υφίστανται για να προσελκύσουν τους νέους μετόχους.

$$R > \frac{V/n}{s}$$

Παράδειγμα

Η διοίκηση επιχειρήσεως με 100 εκ υφισταμένους μετόχους θεωρεί πως η εσωτερική αξία της είναι 1 δισ και εξετάζει την χρηματοδότηση επενδύσεως κόστους 200 εκ που αναμένεται να αποδώσει 250 εκ, μέσω εκδόσεως νέων μετοχών προς \$7. α) Να διερευνηθεί εάν η χρηματοδότηση είναι συμφέρουσα για τους παλαιούς μετόχους. β) να βρεθεί η ελαχίστη συμφέρουσα τιμή για τους παλαιούς μετόχους.

Λύση

α) Θα εκδοθούν $200 / 7 = 28,57$ εκ μετοχές. Η αξία της επιχειρήσεως μετά την επιτυχή χρηματοδότηση θα είναι 1250 εκ, η δε εσωτερική αξία της μετοχής θα είναι $1250 / 128,57 = \$9,72$. Ως εκ τούτου θα υπάρξει απίσχνανση των παλαιών μετόχων και η χρηματοδότηση στο \$7 δεν είναι συμφέρουσα.

β) η ελαχίστη συμφέρουσα τιμή αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει να μην οδηγεί σε απίσχνανση

$$1,25 > \frac{\$10}{s} \Rightarrow s > \$8$$

9.2 Έκδοση δικαιώματος στην αύξηση

Εταιρείες διενεργούν έκδοση δικαιώματος⁵⁹ (rights issue) όταν θέλουν να εκδώσουν νέες μετοχές και να αυξήσουν τη ίδια συμμετοχή με καταβολή μετρητών διαφυλάσσοντας το αρχικό ποσοστό συμμετοχής των παλαιών μετόχων και προστατεύοντας τους από την απώλεια ελέγχου και την απίσχνανση. Σε αυτές τις περιπτώσεις η ΑΜΚ γίνεται με την έκδοση και χορήγηση δικαιώματος προτιμήσεως υπέρ των παλαιών μετόχων.

⁵⁹ Πιο συγκεκριμένα εδώ εξετάζουμε τη λεγόμενη **αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μετά δικαιώματος προτιμήσεως υπέρ των παλαιών μετόχων**.

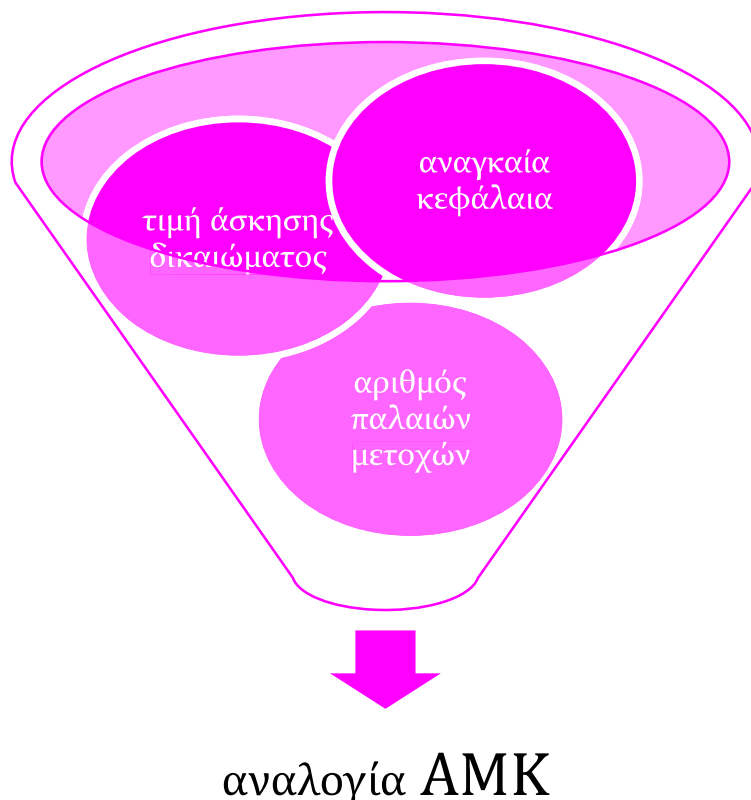
Η ΑΜΚ γίνεται με συγκεκριμένη τιμή άσκησης X και σε αναλογία που καθορίζεται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων ως v πρόσθετες μετοχές προς κάθε N παλαιές

$$\text{αναλογία} = v : N$$

Για κάθε μετοχή εκδίδεται ένα δικαίωμα συμμετοχής στην ΑΜΚ. Οι παλαιοί μέτοχοι συμμετέχουν στην ΑΜΚ προσφέροντας N/v δικαιώματα για εξαγορά μιας νέας μετοχής προς X .

Η αναλογία καθορίζεται από το ύψος των αναγκάιων κεφαλαίων, την επιθυμητή τιμή άσκησης του δικαιώματος X και φυσικά τον αριθμό των παλαιών μετοχών σε κυκλοφορία N ως εξής

$$\text{αναλογία} = \frac{\text{νέα κεφάλαια} / X}{\text{παλαιές μετοχές}}$$



Διάγραμμα 9-1 Η αναλογία της ΑΜΚ καθορίζεται από το ύψος των αναγκάιων κεφαλαίων, την επιθυμητή τιμή άσκησης του δικαιώματος X , και φυσικά τον αριθμό των παλαιών μετοχών σε κυκλοφορία N .

Ορίζεται συγκεκριμένη ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος t από την οποία και μετά η μετοχή διαπραγματεύεται χωρίς δικαίωμα συμμετοχής στην ΑΜΚ. Ορίζεται η περίοδος άσκησης του δικαιώματος προτίμησης (subscription period) και η περίοδος διαπραγμάτευσης του δικαιώματος (rights trading period) στο Χ.Α.

Η ΑΜΚ όπως και η εισαγωγή μετοχών στα χρηματιστήρια συνήθως συνοδεύεται με υπογραφή συμβάσεως για εγγύηση καλύψεως (underwriting agreement) της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Στα πλαίσια της συμβάσεως χρηματοοικονομικοί οίκοι αναλαμβάνουν να ασκήσουν καθήκοντα συν-διαχειριστών του βιβλίου προσφορών επί διαθέσεως τυχόν ακαλύπτου ποσοστού των νέων μετοχών.

Με βάση την τιμή κλεισίματος της μετοχής την τελευταία μέρα που αυτή διαπραγματεύεται με το δικαίωμα

$$\text{τιμή κλεισίματος} = P_{t-}$$

ορίζεται η

$$\text{προσαρμοσμένη τιμή} = P_t$$

έτσι ώστε να ισχύει η «αρχή διατήρησης του κεφαλαίου» του επενδυτή που συμμετέχει στην ΑΜΚ. Αυτή η σχέση με απλά λόγια λέει ότι αξία ούτε μπορεί να δημιουργηθεί ούτε να χαθεί μέσα από απλές λογιστικές πράξεις όπως αυτή της αποκοπής του δικαιώματος. Άρα η αξία πριν την αύξηση

$$N \times P_{t-} + v \times X$$

Θα πρέπει να ισούται με την αξία μετά την αύξηση

$$(N + v) \times P_t$$

Λύνοντας την εξίσωση έχουμε

$$N \times P_{t-} + v \times X = (N + v) \times P_t$$

Η ισοδύναμα η προσαρμοσμένη τιμή (adjusted closing price) που είναι η αρχική τιμή διαπραγμάτευσης αμέσως μετά την αποκοπή, θα πρέπει να ισούται με

$$P_t = \frac{N}{N+v} \times P_{t-} + \frac{v}{N+v} \times X$$

Είναι ενδιαφέρον να δούμε ότι η προσαρμοσμένη τιμή θα είναι ένας συνδυασμός ανάμεσα στη τελευταία τιμή και στην τιμή άσκησης

$$X < P_t < P_{t-}$$

Είναι επίσης με την ίδια λογική προφανές ότι εφόσον ο παλαιός μέτοχος για κάθε παλαιά μετοχή που είχε, μετά την αποκοπή του δικαιώματος θα έχει μία νέα και ένα δικαίωμα, θα πρέπει η αξία πριν την αποκοπή να ισούται με την αξία μετά, δηλαδή η αρχική αξία του δικαιώματος αμέσως μετά την αποκοπή του να είναι ίση με την πτώση της τιμής της μετοχής

$$\text{δικαίωμα} = P_{t-} - P_t$$

Παράδειγμα. Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Το Νοέμβριο 2009 η τράπεζα Alpha Bank διενήργησε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου υπέρ των παλαιών μετόχων με καταβολή μετρητών. Η AMK έγινε με την άντληση συνολικού ποσού κεφαλαίων ύψους 986€ εκατ., και έκδοση 123,3 εκατ. νέων μετοχών, σε αναλογία 3 νέες μετοχές για κάθε 10 παλαιές μετοχές, και τιμή διάθεσης μετοχής 8,00€

$$123,3 \times 8\text{€} = 986,4\text{€} \text{ εκατ.}$$

Η ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος ορίστηκε η 6/11/2009. Δηλαδή από 6/11/2009, οι μετοχές της τράπεζας ήταν διαπραγματεύσιμες στο Χ.Α. χωρίς το δικαίωμα συμμετοχής στην AMK.

Η περίοδος άσκησης του δικαιώματος προτιμήσεως ορίστηκε από 12/11/2009 έως και 26/11/2009 και η περίοδος διαπραγμάτευσης του δικαιώματος στο Χ.Α. ορίστηκε από 12/11/2009 έως και 20/11/2009.

Με βάση την τιμή κλεισίματος της μετοχής της τελευταίας συνεδρίασης του Χ.Α. (5/11/2009) που ήταν

$$P_{t-} = 13,12\text{€}$$

η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής που προέκυψε λόγω της αύξησης ήταν

$$P_t = \frac{10 \times 13,12 + 3 \times 8}{13} = 11,94\text{€}$$

Και η τιμή του δικαιώματος ίση με

$$\text{δικαίωμα} = 13,12 - 11,94 = 1,18\text{€}$$

9.3 Εξαγορά επιχειρήσεως και Συγχωνεύσεις (Mergers and acquisitions)

Για την αξιολόγηση της εξαγοράς μιας επιχείρησης υπάρχουν δύο κρίσιμες παράμετροι

- ✓ οι **σχετικές ταμειακές ροές ΔΤΡ** (relevant cash flows) που θα προκύψουν από την εξαγορά, και
- ✓ το σταθμισμένο επιτόκιο κεφαλαιοποίησης (market capitalization rate) που προκύπτει από την εξαγορά.

Είναι σημαντικό να εστιάσουμε την προσοχή μας στις σχετικές ταμειακές ροές (ΔΤΡ) και όχι στις καθαρές ταμειακές ροές που πιθανά να είχε η επιχείρηση στόχος (target company) από μόνη της, διότι συνήθως μια εξαγορά έχει συνέπειες τόσο για την επιχείρηση στόχο όσο και για την επιχείρηση που διενεργεί την εξαγορά. Αυτές οι συνέπειες είναι αναπόφευκτες τόσο στην περίπτωση οριζόντιας εξαγοράς όπου τα προϊόντα των δύο εταιρειών ήταν ανταγωνιστικά πριν την εξαγορά / συγχώνευση όσο και σε περιπτώσεις κάθετης εξαγοράς όπου τα προϊόντα της μίας χρειάζονται για την παραγωγή των προϊόντων της άλλης.

Στη περίπτωση όπου οι δύο εταιρείες είναι μη συσχετιζόμενες, δηλαδή δρουν σε εντελώς διαφορετικά προϊόντα και υπηρεσίες, η εξαγορά οδηγεί σε περαιτέρω διασπορά του κινδύνου της αγοράζουσας επιχείρησης και ίσως να έχει θετική επίδραση (εξαιτίας αυτής της διαφοροποίησης του κινδύνου) στο κόστος δανεισμού.⁶⁰

Εξαγορές χρηματοδοτούνται με μετρητά ή με την έκδοση νέων μετοχών της μητρικής επιχείρησης.

⁶⁰ Στη πράξη, εξαγορές άσχετων επιχειρήσεων αντιμετωπίζονται με σκεπτικισμό από τους μετόχους αφενός διότι η διοίκηση δεν έχει την τεχνογνωσία να αποτιμήσει το στόχο, αλλά και διότι δημιουργούν αντι-οικονομίες κλίμακας και προβλήματα συντονισμού στη διοίκηση.

Παράδειγμα εξαγοράς με μετρητά

Η επιχείρηση Χ αξιολογεί την πιθανή εξαγορά της Υ. Οι σχετικές ταμειακές ροές (ΔΤΡ) της εξαγοράς υπολογίζονται σε 15 εκ. € για τα πρώτα 5 έτη, σε 20 εκ. € για τα επόμενα 5 έτη και σε 30 εκ. € για τα επόμενα 5 έτη. Το σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου που θα προκύψει υπολογίζεται σε 8%.

Η αποτίμηση της εξαγοράς γίνεται στον παρακάτω πίνακα:

Έτη	ΔΤΡ	Παρούσα αξία 1εκ	αξία περιόδου
αρχικά 5 έτη	15	4	60,0
επόμενα 5 έτη	20	6,71-4	54,2
επόμενα 5 έτη	30	8,56-6,71	55,5
Σύνολο			169,7

Όπου στον παραπάνω πίνακα χρησιμοποιούμε την εξίσωση της παρούσας αξίας δόσεων για n έτη που ξεκινούν σε ένα έτος και προεξοφλούνται με επιτόκιο r

$$PV = [1 - DF] \cdot r^{-1} \cdot \Delta TP$$

Είναι λοιπόν προφανές ότι η αξία της επιχειρήσεως στόχου για τη μητρική είναι €169,7 Μ. Κάθε τιμή εξαγοράς μικρότερη από €169,7 Μ είναι αποδεκτή για την επιχείρηση που διενεργεί την εξαγορά, η οποία σε καμία περίπτωση δε θα πρέπει να προσφέρει περισσότερα χρήματα από αυτό το ποσό.

9.3.1 Εξαγορά με έκδοση νέων μετοχών

Η Επιχείρηση Β που αξίζει⁶¹

⁶¹ 1B = 1 δισεκατομμύριο, και 1M = 1 εκατομμύριο.

$$\mathbb{P}_\beta = 1,2B \text{ €}$$

αξιολογεί την πιθανή εξαγορά επιχειρήσεως αξίας A που έχει κεφαλαιοποίηση ίση με

$$\mathbb{P}_\alpha = 360M \text{ €}$$

Στην απλούστερη περίπτωση και οι δύο εταιρείες έχουν το ίδιο

$$P/E = 12$$

Η επιτιθέμενη επιχείρηση έχει 100M μετοχές και η επιχείρηση στόχος έχει 24M μετοχές.

Αρχικά βλέπουμε ότι τα ετήσια κέρδη των εταιρειών (με βάση το $P/E=12$) διαμορφώνονται ως

$$E_\beta = 100M \text{ €}$$

και

$$E_\alpha = 30M \text{ €}$$

αντιστοίχως. Δηλαδή πριν τη συγχώνευση έχουμε

$$EPS_\beta = 1\text{€}$$

και

$$EPS_\alpha = 1,25\text{€}$$

για την επιτιθέμενη και τη επιχείρηση στόχο αντίστοιχα.

Για να μπορέσει να διενεργήσει την εξαγορά η επιτιθέμενη επιχείρηση, είναι προφανές ότι οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχειρήσεως θα πρέπει να δεχτούν τη πρόταση ως συμφέρουσα. Δηλαδή θα δεχτούν μόνο υπό τον όρο ότι οι μετοχές που θα πάρουν στη νέα επιχείρηση θα αξίζουν τουλάχιστον όσο οι μετοχές που ήδη έχουν (και θα πρέπει να παραδώσουν αν γίνει η εξαγορά) στην επιχείρηση στόχο. Αυτό καθορίζεται από

το Λόγο Ανταλλαγής Μετοχών που προσφέρεται στους μετόχους. Η αξία της κάθε μετοχής πριν την εξαγορά είναι

$$P_{\beta} = \frac{1,2 B}{100 M} = 12\text{€}$$

και

$$P_{\alpha} = \frac{360}{24} = 15$$

για την επιτιθέμενη και την επιχείρηση στόχο αντίστοιχα.

Ας δούμε τι θα γίνει αν ο λόγος ανταλλαγής μετοχών καθοριστεί από το λόγο των τιμών τους,

$$\lambda = 15/12$$

δηλαδή 1,25 νέες μετοχές προς κάθε μία παλιά μετοχή και εφόσον το P/E της νέας επιχειρήσεως παραμείνει στο 12.

Ας υποθέσουμε ότι δεν υπάρχουν συνέργειες (synergies) από τη εξαγορά / συγχώνευση. Σε αυτή την περίπτωση τα κέρδη στη νέα επιχείρηση διαμορφώνονται σε

$$100 + 30 = 130 M \text{ €}$$

ετησίως. Με την παραμονή του P/E στο 12, η νέα επιχείρηση θα αποτιμάται προς

$$\mathbb{P} = 130 \times 12 = 1,56B \text{ €}$$

(όσο δηλαδή το άθροισμα των αξιών των δύο εταιρειών). Τέλος επειδή θα πρέπει να εκδοθούν

$$v = 1,25 \times 24 M = 30M$$

νέες μετοχές, το συνολικό μετοχολόγιο θα αποτελείται από

$$N_{\beta} + v = 100 + 30 = 130M$$

μετοχές που θα διαπραγματεύονται προς 12€ η μία.

Είναι προφανές ότι τόσο οι μέτοχοι της επιτιθέμενης όσο και οι μέτοχοι της επιχειρήσεως στόχος είναι αδιάφοροι (δεν εναντιώνονται) σε αυτή την πρόταση εξαγοράς.

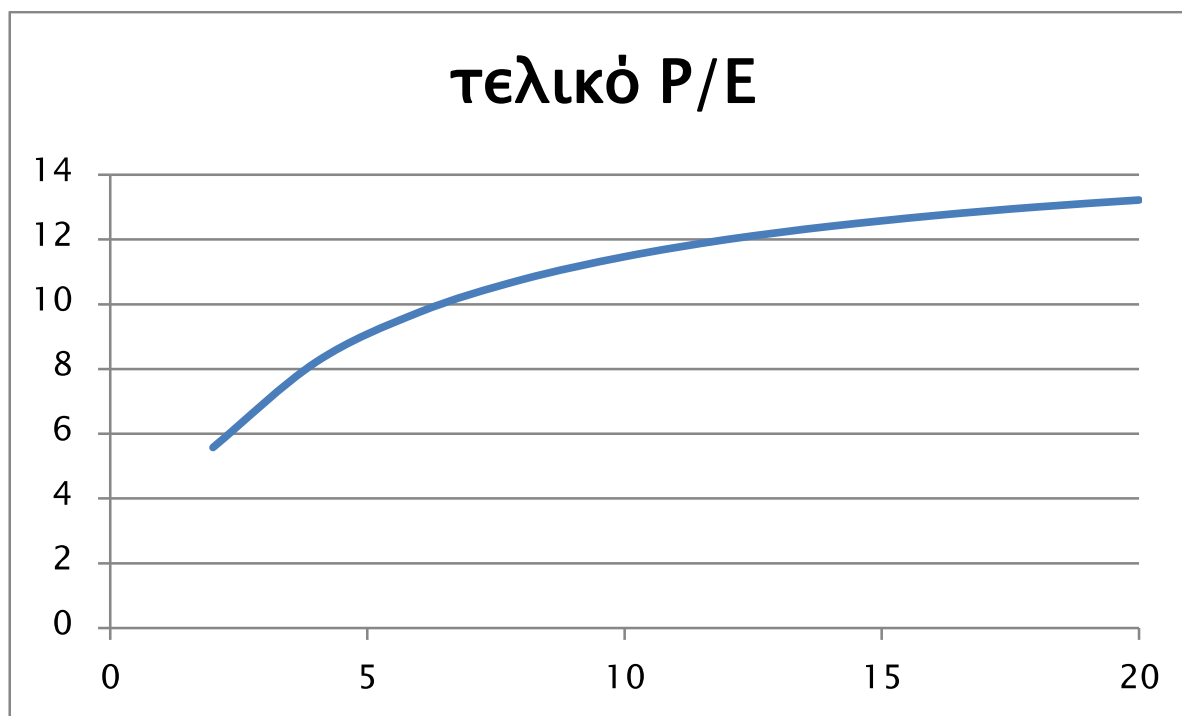
9.3.2 Συγχωνεύσεις με διαφορετικά P/E

Προηγουμένως θεωρούσαμε ότι τα P/E των δύο εταιρειών που συμμετέχουν στην εξαγορά / συγχώνευση είναι ίδια (και παρέμειναν ίδια και μετά τη συγχώνευση). Στην πράξη το πρόβλημα είναι πιο πολύπλοκο και έχουμε να αντιμετωπίσουμε διαφορετικά P/E. Ας υποθέσουμε για παράδειγμα ότι ενώ η επιτιθέμενη αξίας 1200 εκ. παραμένει με $PE_{\beta} = 12$, η επιχείρηση στόχος αξίας 360 εκ. έχει υψηλότερο $PE_{\alpha} = 15$.

Παρά το ότι τα κέρδη της B παραμένουν στο $E_{\beta} = 1200 / 12 = 100$ εκ., αφού η αγορά αποτιμά την εταιρεία στόχο με υψηλό $PE = 15$, η αξία των 360 εκ. αντιστοιχεί σε λιγότερα κέρδη, $E_{\alpha} = 360 / 15 = 24$ εκ.

Έτσι το τελικό P/E μετά τη συγχώνευση διαμορφώνεται σε

$$τελ. PE = \frac{1200 + 360}{100 + 24} = 12,58$$



Διάγραμμα 9-2 το τελικό P/E μετά τη συγχώνευση διαμορφώνεται με μια προσαύξηση λόγω του υψηλότερου P/E της A

Στη γενική περίπτωση το τελικό PE_b μετά τη συγχώνευση διαμορφώνεται με μια προσαύξηση λόγω του υψηλότερου PE της A

$$\text{τελ. PE} = PE_b + \frac{E_a}{E_a + E_b} \times (PE_a - PE_b)$$

9.3.3 Συνέργειες

Στην πράξη σπάνια μία εξαγορά γίνεται χωρίς να αναμένονται κάποιες συνέργειες μεταξύ των δύο εταιρειών. Ας υποθέσουμε ότι οι συνέργειες (synergies) υπολογίζονται να δημιουργήσουν ετήσια κέρδη 150M € (αντί για τα 130M € προηγούμενα).

Σε αυτή την περίπτωση η επιχείρηση θα αποτιμάται σε

$$\mathbb{P} = 150 \times 12 = 1,8B \text{ €}$$

μετά την εξαγορά και οι νέες μετοχές θα διαπραγματεύονται γύρω στο

$$P = 1.800/130 = 13,85\text{€}$$

οπότε τόσο οι παλιοί όσο και οι νέοι μέτοχοι θα απολαμβάνουν την υπεραξία των συνεργειών, εφόσον προηγούμενες αξίες 12€ τώρα διαπραγματεύονται προς 13,85€.

9.3.4 Προσδιορισμός του ελάχιστου λόγου ανταλλαγής μετοχών

Στην πράξη συνήθως ο επιτιθέμενος θέλει να αγοράσει την επιχείρηση στόχο «φθηνά» δηλαδή να κρατήσει το μεγαλύτερο δυνατό μέρος της δημιουργηθείσας υπεραξίας λόγω των συνεργειών. Το ερωτηματικό που γεννάται είναι πόσο φθηνά μπορεί να την αγοράσει, δηλαδή ποιος είναι ο ελάχιστος δυνατός λόγος ανταλλαγής νέων προς παλιές μετοχές (λ_0) ο οποίος να καλύπτει τους μετόχους της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και συγχρόνως να μεγιστοποιεί την αξία των μετοχών της επιτιθέμενης επιχείρησης.

Το σκεπτικό εύρεσης του ελάχιστου αριθμού νεοεκδιδόμενων μετοχών για την εξαγορά ξεκινάει από την παρατήρηση ότι θα πρέπει τουλάχιστον οι παλιοί μέτοχοι να διατηρήσουν τον πλούτο τους, άρα να πάρουν μετοχές συνολικής αξίας 360M €. Εφόσον είδαμε ότι η νέα επιχείρηση που θα προκύψει θα αξίζει 1,8B € λόγω συνεργειών, η υπόλοιπη αξία $1.800 - 360 = 1.440\text{M €}$ θα αντιστοιχεί εξ' ολοκλήρου στους μετόχους της επιτιθέμενης επιχείρησης.

Εφόσον υπάρχουν 100M παλιές μετοχές που θα κατέχουν αξία 1.440M €, η αξία της νέας μετοχής της επιχείρησης που θα προκύψει από την εξαγορά θα διαμορφωθεί στο

$$P = \frac{1.440}{100} = 14,4\text{€}$$

Τα 360M κεφαλαιοποίησης που θα πάρουν οι παλαιοί μέτοχοι της επιχείρησης στόχος στη νέα επιχείρηση αντιστοιχούν σε

$$v = 360\text{M} / 14,4 = 25\text{M νέες μετοχές}$$

που θα προσφερθούν, για να αντικαταστήσουν τα 24M παλιών μετοχών. Ο ελάχιστος λόγος ανταλλαγής λοιπόν είναι 25 νέες προς 24 παλαιές

$$\lambda_o = \frac{25}{24} = 1,042$$

Αν συμβολίσουμε με v_o τον ελάχιστο αριθμό των νέων μετοχών που εκδίδονται για την εξαγορά, θα μπορούσαμε να βρούμε τον ελάχιστο λόγο ανταλλαγής λ_o , όπου

$$\lambda_o = \frac{v_o}{24}$$

επιλύοντας την ανισότητα του κριτηρίου συμμετοχής του στόχου (target participation constraint)

$$\frac{1.800}{100 + 24\lambda} \times \lambda \geq 15$$

διότι $\frac{1.800}{100+24\lambda}$ είναι η αξία κάθε νέας μετοχής όταν ο λόγος ανταλλαγής είναι λ , και 15€ η απολεσθείσα αξία της παλαιάς μετοχής στην επιχείρηση στόχο που παραδίδεται για να επιτευχτεί η εξαγορά.

9.3.5 Μέγιστος λόγος ανταλλαγής

Μερικές φορές είτε διότι είναι τόσο μεγάλη η επιθυμία εξαγοράς, είτε διότι η εξαγοραζόμενη επιχείρηση δημιουργεί αντιστάσεις και μάχεται την εξαγορά, η επιτιθέμενη επιχείρηση αυξάνει το λόγο ανταλλαγής, για να δελεάσει τους μετόχους της επιχειρήσεως στόχου και να κάμψει τις αντιστάσεις. Με άλλα λόγια η επιχείρηση στόχος εξαγοράζεται «ακριβά». Φυσικά, όπως είδαμε ως τώρα, εάν η εξαγορά / συγχώνευση δεν δημιουργεί υπεραξία λόγω συνεργιών λίγα πράγματα μπορούν να γίνουν. Εφόσον οι τιμές των δύο εταιρειών αποτιμώνται σωστά στην αγορά, χωρίς συνέργειες δε δημιουργείται ουσιαστικά νέος πλούτος για μοίρασμα μέσω της συγχώνευσης.

Όταν όμως υπάρχουν συνέργειες, ένα ερωτηματικό είναι η εύρεση του μέγιστου λόγου ανταλλαγής μετοχών χωρίς να διαρρεύσει ο πλούτος

των μετόχων της επιτιθέμενης επιχειρήσεως προς την επιχείρηση στόχο. Αυτό σημαίνει ότι και πάλι οι 100M μετοχές θα αντανakλούν αξία 1,2B € στη νέα επιχείρηση που όμως τώρα αξίζει 1,8B €.

Εφόσον δεν πρέπει οι μέτοχοι της επιτιθέμενης επιχειρήσεως να υποστούν ζημία, η νέα μετοχή θα κατ' ελάχιστο θα διαπραγματεύεται πάλι προς 12€, αλλά αυτή τη φορά θα εκδοθούν αρκετές νέες μετοχές, ώστε να «απορροφήσουν» την υπόλοιπη κεφαλαιοποίηση των 1.800-1.200= 600M € Δηλαδή εκδίδονται

$$v_1 = 600M / 12 = 50M$$

νέες μετοχές προς ανταλλαγή με τις 24M παλαιές μετοχές. Αυτό σημαίνει ότι ο μέγιστος λόγος ανταλλαγής είναι 50 νέες μετοχές προς 24 παλαιές

$$\lambda_1 = \frac{50}{24} = 2,083$$

Πάλι θα μπορούσαμε να υπολογίσουμε το μέγιστο λόγο ανταλλαγής νέων προς παλαιές μετοχές λ_1 ως την επίλυση της ανισότητας του κριτηρίου συμμετοχής των μετόχων της επιτιθέμενης επιχειρήσεως

$$\frac{1.800}{100 + 24\lambda} \geq 12$$

διότι $\frac{1.800}{100+24\lambda}$ είναι η νέα αξία των μετοχών μετά τη συγχώνευση.

9.3.6 Εύρεση του λόγου ανταλλαγής μετοχών για εξαγορά

Συμβολίζουμε με $\mathbb{P}_\beta$ και $\mathbb{P}_\alpha$ τις κεφαλαιοποιήσεις της επιτιθέμενης και αμυνόμενης επιχειρήσεως αντίστοιχα. Επίσης συμβολίζουμε με P_β και P_α την τιμή της μετοχής των εταιρειών πριν τη συγχώνευση. Τέλος χρησιμοποιούμε τα σύμβολα N_β και N_α για τον αριθμό των μετοχών των δύο εταιρειών πριν τη συγχώνευση και v είναι ο αριθμός των νεοεκδοθεισών μετοχών που θα χρησιμοποιηθούν για την ανταλλαγή.

Η βασική ιδέα είναι ότι, για να αντιπροσωπεύει η πρόταση εξαγοράς μια ρεαλιστική προοπτική, θα πρέπει οι μέτοχοι της αμυνόμενης επιχειρήσεως να ελέγχουν ίση αξία κεφαλαιοποίησης στη νέα επιχείρηση με όση κεφαλαιοποίηση θα απολέσουν, εάν δεχτούν τη συγχώνευση

$$\mathbb{P} \times \frac{v}{N_\beta + v} = \mathbb{P}_\alpha$$

όπου $\mathbb{P}$ είναι η κεφαλαιοποίηση της νέας επιχειρήσεως που θα προκύψει από τη συγχώνευση.

Στην απλούστερη περίπτωση χωρίς συνέργειες η κεφαλαιοποίηση της νέας επιχειρήσεως θα είναι ίση με το άθροισμα των κεφαλαιοποιήσεων πριν τη συγχώνευση

$$\mathbb{P} = \mathbb{P}_\alpha + \mathbb{P}_\beta$$

Μπορούμε λοιπόν να υπολογίσουμε τον αριθμό των νέων μετοχών που θα πρέπει να εκδοθούν ως

$$(\mathbb{P}_\alpha + \mathbb{P}_\beta) \times \frac{v}{N_\beta + v} = \mathbb{P}_\alpha \Rightarrow$$

$$v = N_\beta \left(\frac{\mathbb{P}_\alpha}{\mathbb{P}_\beta} \right)$$

Τελικά ο λόγος ανταλλαγής νέων προς παλαιές μετοχές που θα πρέπει να προσφερθεί θα είναι

$$\lambda = \frac{v}{N_\alpha} = \frac{N_\beta \left(\frac{\mathbb{P}_\alpha}{\mathbb{P}_\beta} \right)}{N_\alpha} = \frac{P_\alpha}{P_\beta}$$

δηλαδή θα πρέπει να προσφερθεί λόγος ανταλλαγής ίσος προς το λόγο της τιμής της αμυνόμενης επιχειρήσεως προς την επιτιθέμενη απλά και μόνο, για να είναι ρεαλιστική η πρόταση (δηλαδή οι μέτοχοι της επιχειρήσεως-στόχος να μην υποστούν απίσχνανση).

Στην πραγματικότητα, βέβαια, για να είναι ελκυστική η πρόταση συγχώνευσης/εξαγοράς, θα πρέπει οι μέτοχοι όχι απλά να είναι αδιάφοροι, αλλά να κερδίσουν κάτι από τη συγχώνευση, να βρεθούν δηλαδή σε καλύτερη θέση μετά τη συγχώνευση. Εάν η συγχώνευση δε δημιουργεί πλούτο, αυτό θα είναι δύσκολο, διότι οποιοσδήποτε λόγος ανταλλαγής μεγαλύτερος του λόγου $\lambda = P_\alpha/P_\beta$ θα οδηγήσει σε απίσχνανση (dilution) για τους μετόχους της επιτιθέμενης επιχειρήσεως. Για να το δούμε αυτό, αρκεί να επιλύσουμε την ανισότητα που αντιπροσωπεύει το κριτήριο μη απώλειας ελέγχου (κριτήριο συμμετοχής) για τους μετόχους της επιχειρήσεως B, όταν δεν υπάρχουν συνέργειες ($\mathbb{P} = \mathbb{P}_\alpha + \mathbb{P}_\beta$)

$$(\mathbb{P}_\alpha + \mathbb{P}_\beta) \frac{N_\beta}{\lambda N_\alpha + N_\beta} \geq \mathbb{P}_\beta \Rightarrow \lambda \leq \frac{P_\alpha}{P_\beta}$$

διότι $\frac{N_\beta}{\lambda N_\alpha + N_\beta}$ αντιπροσωπεύει το ποσοστό ελέγχου της νέας επιχειρήσεως από τους παλαιούς της μετόχους.

Όταν δηλαδή η συγχώνευση δε δημιουργεί υπεραξίες ($\mathbb{P} = \mathbb{P}_\alpha + \mathbb{P}_\beta$) είναι δύσκολο να διενεργηθεί (σε εύστοχες αγορές) εφόσον κάθε λόγος ανταλλαγής που δε δημιουργεί απώλειες για κάποιους από τους μετόχους αφήνει (στην καλύτερη των περιπτώσεων) αδιάφορους τους άλλους μετόχους.

Για να βρούμε τον ελάχιστο λόγο ανταλλαγής μετοχών (τη φθηνότερη τιμή) για την εξαγορά της επιχειρήσεως A από την B στην περίπτωση που η εξαγορά δημιουργεί υπεραξία $\mathbb{G}$ λόγω συνεργιών

$$\mathbb{P} = \mathbb{P}_\alpha + \mathbb{P}_\beta + \mathbb{G}$$

επιλύουμε πάλι την ανισότητα του κριτηρίου συμμετοχής για την επιχείρηση στόχο

$$(\mathbb{P}_\alpha + \mathbb{P}_\beta + \mathbb{G}) \times \frac{\nu}{N_\beta + \nu} \geq \mathbb{P}_\alpha$$

βρίσκοντας ότι απλά και μόνο για να συμμετάσχουν οι μέτοχοι της επιχείρησης B θα πρέπει να προσφερθεί ένας ικανός αριθμός ν_o νέων μετοχών που να ικανοποιεί τη σχέση

$$\nu_o = N_\beta \times \frac{\mathbb{P}_\alpha}{\mathbb{P}_\beta + \mathbb{G}}$$

Στην αντίπερα όχθη, συζητούμε για το μέγιστο λόγο ανταλλαγής νέων προς παλαιές μετοχές ή ισοδύναμα το μέγιστο αριθμό από νεοεκδιδόμενες μετοχές που θα μπορούν να προσφερθούν. Δηλαδή αναζητούμε την ακριβότερη τιμή εξαγοράς της επιχείρησης A χωρίς να αποδυναμωθεί η θέση των μετόχων της επιτιθέμενης B.

Σε αυτή την περίπτωση, η επιτιθέμενη μπορεί να χρησιμοποιήσει ολόκληρη την υπεραξία $\mathbb{G}$ της εξαγοράς για να «δελεάσει» τους μετόχους της αμυνόμενης προσφέροντας το μέγιστο αριθμό νέων μετοχών ν για τις παλαιές N_α που δεν οδηγεί σε αποδυνάμωση των μετόχων της

$$(\mathbb{P}_\alpha + \mathbb{P}_\beta + \mathbb{G}) \times \frac{N_\beta}{N_\beta + \nu} \geq \mathbb{P}_\beta$$

δηλαδή

$$\nu_1 = N_\beta \times \frac{\mathbb{P}_\alpha + \mathbb{G}}{\mathbb{P}_\beta}$$