

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΠΜΣ «ΕΝΕΡΓΕΙΑ: ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΚΑΙΟ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»

ΘΕΜΑ: ΕΞΑΓΟΡΑ SHELL HELLAS ΑΠΟ MOTOROIL HELLAS – ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΤΗ ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ



Όνοματεπώνυμο Σπουδαστή: Νεκτάριος Κασομούλης
Επιβλέπων καθηγητής: Μιχαήλ Πολέμης

Ο/Η βεβαιώνω ότι το έργο που εκπονήθηκε και παρουσιάζεται στην υποβαλλόμενη διπλωματική εργασία είναι αποκλειστικά ατομικό δικό μου. Όποιες πληροφορίες και υλικό που περιέχονται έχουν αντληθεί από άλλες πηγές, έχουν καταλλήλως αναφερθεί στην παρούσα διπλωματική εργασία. Επιπλέον τελώ εν γνώσει ότι σε περίπτωση διαπίστωσης ότι δεν συντρέχουν όσα βεβαιώνονται από μέρους μου, μου αφαιρείται ανά πάσα στιγμή αμέσως ο τίτλος.

(υπογραφή)

Επιτελική σύνοψη

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνηθούν οι υπέρ-κανονικές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών της εξαγοράς που τυχόν προέκυψαν. Κάνοντας χρήση της μεθόδου ανάλυσης δεδομένων (τιμές μετοχών κλπ) εξετάζεται η επίδραση της ανακοίνωσης της εξαγοράς κατά τη στιγμή της ανακοίνωσης αλλά και σε διαφορετικές χρονικές περιόδους. Επίσης θα αναλυθούν οι επιπτώσεις της εξαγοράς αυτής στην δομή της αγοράς πετρελαιοειδών στον Ελληνικό χώρο.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από το ερευνητικό μέρος της εργασίας έδειξαν ότι οι υπέρ-κανονικές αποδόσεις οι οποίες υπολογίστηκαν για διάφορες υποπεριόδους της υπό μελέτης περιόδου, βρέθηκαν στην πλειονότητά τους θετικές. Οι υποπερίοδοι στις οποίες οι υπέρ-κανονικές αποδόσεις ήταν αρνητικές, επιβεβαιώνουν το γεγονός ότι αν και οι εξαγορές είναι ένας τρόπος να ενδυναμωθεί η επιχείρηση όταν διανύει μία περίοδο κρίσης, ωστόσο μια τέτοια κίνηση μπορεί να κριθεί αρνητικά από την αγορά.

Περιεχόμενα

<i>Κεφάλαιο 1^ο</i>	<i>1</i>
<i>Εισαγωγή</i>	<i>1</i>
<i>Κεφάλαιο 2ο</i>	<i>3</i>
<i>Ορισμός και είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων</i>	<i>3</i>
<i>Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων</i>	<i>4</i>
<i>Είδη συγχωνεύσεων</i>	<i>4</i>
<i>Είδη εξαγορών</i>	<i>5</i>
<i>Κίνητρα και στρατηγικές που ωθούν σε εξαγορές</i>	<i>6</i>
<i>Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα</i>	<i>8</i>
<i>Κεφάλαιο 3ο</i>	<i>12</i>
<i>Νομοθετικό πλαίσιο των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.</i>	<i>12</i>
<i>Νόμοι σχετικά με τις συγχωνεύσεις</i>	<i>13</i>
<i>Ο νόμος 2190/20 Συγχώνευση Ανωνόμων Εταιριών</i>	<i>14</i>
<i>Νόμος 129/72 Περί Συγχώνευσης</i>	<i>15</i>
<i>Διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα</i>	<i>16</i>
<i>Νομοθετικό Ευρωπαϊκό πλαίσιο</i>	<i>18</i>
<i>Κεφάλαιο 4ο</i>	<i>22</i>
<i>Ο κλάδος των πετρελαιοειδών στην Ελλάδα</i>	<i>22</i>
<i>Παρουσίαση της Μότορ Όιλ Ελλάς</i>	<i>31</i>
<i>Παρουσίαση της εταιρίας Shell</i>	<i>32</i>
<i>Τα βασικά σημεία της απόφασης της Ε/Α για την εξαγορά</i>	<i>33</i>
<i>Κεφάλαιο 5ο</i>	<i>345</i>
<i>Μεθοδολογία</i>	<i>355</i>
<i>Συσχετισμοί ανάλυσης και μεθοδολογίας με την υπάρχουσα βιβλιογραφία</i>	<i>36</i>
<i>Εμπειρικά ευρήματα</i>	<i>37</i>
<i>Κεφάλαιο 6ο</i>	<i>433</i>
<i>Συμπεράσματα και επίλογος</i>	<i>433</i>
<i>Περιορισμοί και μελλοντική έρευνα</i>	<i>444</i>
<i>Παράρτημα</i>	<i>44</i>
<i>Βιβλιογραφία</i>	<i>45</i>

Κεφάλαιο 1^ο «Εισαγωγή»

Στις ενότητες που ακολουθούν παρουσιάζεται η εισαγωγή της διπλωματικής εργασίας και ο σκοπός της. Αρχικά, στη πρώτη παράγραφο, γίνεται μία αναφορά στις έννοιες της εξαγοράς και των συγχωνεύσεων οι οποίες αποτελούν δύο βασικές μεθόδους επιχειρηματικής αναδιοργάνωσης και στο τελευταίο μέρος του κεφαλαίου παρουσιάζεται ο σκοπός της παρούσας εργασίας.

Εισαγωγή

Οι επιχειρηματικές αναδιοργανώσεις, είναι συχνό φαινόμενο τα τελευταία χρόνια κυρίως λόγω του διεθνούς ανταγωνισμού αλλά και της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας. Οι δύο κύριες μέθοδοι, των επιχειρηματικών αναδιοργανώσεων είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές (Mergers & Acquisitions) κατά τις οποίες πραγματοποιείται η ένωση δύο ή περισσότερων εταιριών με σκοπό την επίτευξη συγκεκριμένων στρατηγικών ή οικονομικών στόχων των επιμέρους μερών. Σε πολλές περιπτώσεις, ωστόσο, η συγχώνευση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων ή η εξαγορά μίας επιχείρησης από μία άλλη είναι αναπόφευκτη ώστε να μπορέσουν οι επιχειρήσεις να ανταπεξέλθουν στις οικονομικές μεταβολές της διεθνούς οικονομίας και ανταγωνισμού.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, ουσιαστικά, δεν αποτελούν μόνο μία μέθοδο απόκτησης νέων πόρων, για μία επιχείρηση, αλλά και μία μέθοδο βελτίωσης της θέσης της επιχείρησης στον ανταγωνισμό του κλάδου της, στην εγχώρια ή και την διεθνή αγορά. Αποτελούν ένα μέσο εξωτερικής ανάπτυξης ώστε να επιτευχθεί αύξηση της αξίας της επιχείρησης και κατ' επέκταση των κερδών των μετόχων.

Όταν μία επιχείρηση αντιληφθεί ότι δεν μπορεί να επιτύχει περαιτέρω ανάπτυξη μέσα από ενδο-εταιρικές στρατηγικές ή εξαιτίας του κορεσμού της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται προχωράει σε συγχώνευση ή εξαγορά. Η αντίδραση της αγοράς σε αυτή τη κίνηση είναι σχεδόν πάντα θετική, αφού μετά από την τακτική αυτή ενισχύεται η αξία της μετοχής και των δύο μερών, δηλαδή και της εταιρείας προς εξαγορά και της εταιρείας που παίζει το ρόλο του αγοραστή. Η τακτική αυτή, ωστόσο, πρέπει να γίνεται και στο σωστό χρόνο καθώς μπορεί να αποτελεί το σύντομο δρόμο που οδηγεί σε επέκταση και αύξηση της αποδοτικότητας, που σε διαφορετική περίπτωση απαιτεί πολλά χρόνια επενδύσεων και

σκληρής εργασίας, μπορεί όμως να αποτελέσει και μοιραία κίνηση η οποία θα περιορίσει σημαντικά όχι μόνο τους οικονομικούς και διοικητικούς της πόρους, αλλά και πόρους που η επιχείρηση με το ρόλο του αγοραστή θα μπορούσε να επενδύσει με διαφορετικό, πιο ωφέλιμο τρόπο.

Όλα όσα περιεγράφηκαν οφείλονται στη παγκοσμιοποίηση της οικονομίας μέσα από την ραγδαία τεχνολογική εξέλιξη των τομέων της πληροφορίας και των επικοινωνιών γενικότερα καθώς επίσης και της γνώσης, η οποία αποτελεί απαραίτητο συστατικό της ανταγωνιστικότητας σε διεθνές επίπεδο.

Όσον αφορά στη βιβλιογραφία για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, οι απόψεις δίστανται. Ένα τμήμα τις θεωρεί φυσικό και υγιές μέσο ανάπτυξης το οποίο πραγματοποιείται μέσα από μία ορθότερη χρήση των πόρων της εταιρίας, δημιουργώντας έτσι όχι μόνο πρόσθετη οικονομική αξία αλλά και εκσυγχρονισμό με επακόλουθο την αύξηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης. Αντίθετα, υπάρχει και το μέρος της βιβλιογραφίας εκείνο που επικεντρώνεται στις αρνητικές επιπτώσεις τους που οφείλονται σε θέματα που αφορούν την διαφάνεια και τη πληροφόρηση της κεφαλαιαγοράς σχετικά με τις επιχειρηματικές μεταβολές και οι οποίες επηρεάζουν, σύμφωνα με αυτό το τμήμα της βιβλιογραφίας, αρνητικά τους μετόχους των επιχειρήσεων που εξαγοράζονται και οδηγούν σε μείωση του ανταγωνισμού, ολιγοπωλιακή οργάνωση της οικονομίας, στρέβλωση των τιμών και επιβάρυνση των καταναλωτών.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία θα αναλυθεί η εξαγορά της εταιρίας Shell Hellas από την Motor Oil Hellas καθώς και η αξιολόγηση της επίδρασης στην χρηματιστηριακή τιμή τους και στη δομή της αγοράς. Συγκεκριμένα θα διερευνηθούν οι υπερ-κανονικές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών της εξαγοράς που τυχόν προέκυψαν. Επίσης θα αναλυθούν οι επιπτώσεις της εξαγοράς αυτής στην δομή της αγοράς πετρελαιοειδών στον Ελληνικό χώρο.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση έχει τους εξής σκοπούς:

- Αποτύπωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των δύο εταιριών πριν την πραγματοποίηση της εξαγοράς.
- Εξαγωγή συμπερασμάτων για την βελτίωση ή επιδείνωση της χρηματοοικονομικής θέσης των εταιριών διαχρονικά.
- Γενική εξαγωγή συμπερασμάτων για την οικονομική πορεία των δύο εταιριών.

Κεφάλαιο 2ο « Εξαγορές και Συγχωνεύσεις»

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύονται ο ορισμός και τα είδη των εξαγορών και συγχωνεύσεων, τα κίνητρα και οι στρατηγικές οι οποίες οδηγούν σε εξαγορές καθώς και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα μίας τέτοιας κίνησης.

Ορισμός και είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων

Η συγχώνευση και η εξαγορά παίζουν σημαντικό ρόλο στην εξωτερική εταιρική επέκταση, και αποτελούν στρατηγικές για την αναδιάρθρωση και τον έλεγχο των εταιρειών. Πρόκειται για μια διαφορετική τακτική από την εσωτερική επέκταση. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να διευκολύνουν την ταχεία ανάπτυξη των επιχειρήσεων και είναι επίσης ένας μηχανισμός για την πειθαρχία της κεφαλαιαγοράς, η οποία βελτιώνει την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης και μεγιστοποιεί τα ιδιωτικά κέρδη.

Αποτελούν, επομένως, τύπους επιχειρησιακής στρατηγικής οι οποίες συνδέονται με τις φάσεις ανάπτυξης, ολοκλήρωσης αλλά και επέκτασης των δραστηριοτήτων οι οποίες σε πολλές περιπτώσεις συγχέονται.

Εξαγορά (Acquisition) αποτελεί η πράξη με την οποία μία επιχείρηση αγοράζει ένα μερίδιο ή το σύνολο των μετοχών μίας άλλης έναντι ενός χρηματικού ανταλλάγματος. Γίνεται, συνήθως, μέσω δημόσιας πρόσκλησης η οποία κοινοποιείται και αφορά μέρος ή το σύνολο των μετοχών της επιχείρησης προς πώληση. Διακρίνονται σε απλές και σε εξαγορά με απορρόφηση . Κατά την απλή εξαγορά, η επιχείρηση της οποίας μέρος ή το σύνολο εξαγοράζεται, συνεχίζει να υφίσταται ως υποκείμενο του δικαίου ενώ αντίθετα στη δεύτερη περίπτωση εξαγοράς η επιχείρηση η οποία μεταβιβάζει τα περιουσιακά της στοιχεία σε μία άλλη, παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου.

Στην περίπτωση που μία εξαγορά με απορρόφηση δεν πραγματοποιείται μέσω χρηματικού ανταλλάγματος αλλά μέσω μεριδίου συμμετοχής τότε γίνεται συγχώνευση των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, η συγχώνευση (merger) ορίζεται ως πράξη κατά την οποία μια ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται και μεταβιβάζουν τα συνολικά περιουσιακά τους στοιχεία έναντι χρηματικού ανταλλάγματος σε μία άλλη, η οποία προϋπάρχει ή δημιουργείται για το

συγκεκριμένο σκοπό. Το αντάλλαγμα, είτε χρηματικό είτε με την μορφή μεριδίου μετοχών, λαμβάνουν όσοι συμμετείχαν στην επιχείρηση που συγχωνεύτηκε και παύουν να έχουν νομική ύπαρξη.

Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων

Είδη συγχωνεύσεων

Από τη σκοπιά των επιχειρηματικών δομών, υπάρχουν πολλές διαφορετικές συγχωνεύσεις. Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης, διακρίνονται σε¹:

- Οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές: Συμβαίνουν μεταξύ εταιριών που βρίσκονται στον ίδιο κλάδο, δηλαδή έχουν το ίδιο επίπεδο παραγωγής και ομοειδή αγαθά (πχ η εξαγορά μιας τράπεζας από μια άλλη). Κύριος σκοπός είναι η απόκτηση κυριαρχίας στην αγορά και η επίτευξη οικονομιών κλίμακας (Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, 2004).
- Κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές: Αντικείμενο εξαγοράς είναι επιχειρήσεις που συναντώνται σε προηγούμενα (προμηθευτές εισροών) ή μεταγενέστερα (λιανικό εμπόριο) στάδια της παραγωγικής διαδικασίας του αγοραστή. Στόχος είναι η καθετοποίηση της παραγωγής με τη δημιουργία «διασυνδέσεων προς τα εμπρός και προς τα πίσω», ώστε να διευκολυνθεί ο έλεγχος των καναλιών διανομής πρώτων υλών και τελικών αγαθών (Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, 2004).
- Ασυσχετίστες / Ανομοιογενείς η Υβριδικές συγχωνεύσεις και εξαγορές: Δύο εταιρείες που δεν έχουν κοινά επιχειρηματικά πεδία. Το επιθυμητό αποτέλεσμα είναι η διασπορά του κινδύνου, η μείωση του κόστους παραγωγής και οι συνέργειες (Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, 2004).
- Συγχωνεύσεις & εξαγορές επέκτασης: Δύο εταιρείες που πωλούν τα ίδια προϊόντα σε διαφορετικές αγορές (Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, 2004).

¹ Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, 2004, “Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών” εκδ. Σάκκουλα

Υπάρχουν δύο τύποι συγχωνεύσεων που διακρίνονται βάση του τρόπου χρηματοδότησης της συγχώνευσης². Καθένα έχει ορισμένες συνέπειες για τις εμπλεκόμενες εταιρείες και για τους επενδυτές:

- Συγχώνευση με απορρόφηση (Merger) : Αναφέρεται στη συνένωση δύο ή περισσότερων εταιριών όπου η εταιρία αγοραστής (bidding firm) απορροφά το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις της εταιρίας στόχου (target firm). Ο αγοραστής, συνήθως διατηρεί την ονομασία του, ενώ η εξαγοραζόμενη επιχείρηση παύει να υπάρχει μετά την επίσημη ανακοίνωση. Η αγορά γίνεται με μετρητά ή με την έκδοση κάποιου είδους χρεωστικού τίτλου ενώ η πώληση είναι φορολογητέα. Οι εταιρίες που εξαγοράζονται προτιμούν συχνά αυτό το είδος συγχώνευσης επειδή μπορούν να τους παρέχουν ένα φορολογικό όφελος. Τα αποκτώμενα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να καταχωρηθούν στην πραγματική τιμή αγοράς και η διαφορά μεταξύ της λογιστικής αξίας και της τιμής αγοράς των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να αποσβένεται ετησίως μειώνοντας τους φόρους που καταβάλλει η απορροφούσα εταιρεία.
- Ενοποιημένη συγχώνευση (Consolidation merger): Στην περίπτωση αυτή οι δύο εταιρίες συνενώνονται και δημιουργείται μια νέα οντότητα. Οι μέτοχοι, της εταιρίας αγοραστή και στόχου, λαμβάνουν μετοχές της νέας εταιρίας αναλογικά. Οι φορολογικοί όροι είναι οι ίδιοι με εκείνους της προηγούμενης κατηγορίας.

Είδη εξαγορών

Μία εξαγορά διαφέρει ελαφρώς από μία συγχώνευση. Στην πραγματικότητα, μπορεί να διαφέρουν μόνο στο όνομα. Όπως οι συγχωνεύσεις, έτσι και οι εξαγορές είναι τακτικές μέσω των οποίων οι εταιρείες επιδιώκουν την αύξηση όσον αφορά τις οικονομίες κλίμακας, αποτελεσματικότητα και βελτιωμένη προβολή στην αγορά. Σε αντίθεση με όλες τις κατηγορίες συγχωνεύσεων, όλες οι κατηγορίες εξαγορών περιλαμβάνουν μια επιχείρηση που αγοράζει μία άλλη ενώ δεν υπάρχει ανταλλαγή μετοχών ή ενοποίηση τους σε νέα εταιρεία, ενώ χαρακτηρίζονται είτε ως φιλικές (friendly take over) είτε εχθρικές (hostile take over)³.

² Adelaja, Adesoji, Nayga, Rodolfo and Farooq, Zafar (1999). Predicting Mergers and Acquisitions in the Food Industry. Agribusiness, vol. 15:1

³ Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson & Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001)

Σε μια εξαγορά, όπως συμβαίνει σε μερικές από τις κατηγορίες συγχώνευσης που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο, μια εταιρεία μπορεί να αγοράσει μια άλλη εταιρεία με μετρητά, μετοχές ή συνδυασμό των δύο. Μια άλλη δυνατότητα, η οποία είναι κοινή στις μικρότερες εξαγορές, είναι να αποκτήσει η μία εταιρεία όλα τα περιουσιακά στοιχεία μιας άλλης εταιρείας. Η εταιρεία X αγοράζει όλα τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας Y για ένα χρηματικό ποσό, πράγμα που σημαίνει ότι η εταιρεία Y θα έχει μόνο μετρητά (και χρέος, εάν είχε χρέος πριν). Η Εταιρεία Y, στη συνέχεια θα ρευστοποιηθεί ή θα εισέλθει σε άλλο τομέα δραστηριοτήτων.

Ένας άλλος τύπος εξαγοράς είναι η εκποίηση (ή αλλιώς αντίστροφη συγχώνευση), μια συμφωνία που επιτρέπει σε μια ιδιωτική επιχείρηση να μεταβιβαστεί στο δημόσιο τομέα. Μια αντίστροφη περίπτωση συμβαίνει όταν μια ιδιωτική εταιρεία που έχει ισχυρές προοπτικές και είναι πρόθυμη να αντλήσει χρηματοδότηση αγοράζει μια εταιρεία που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Η ιδιωτική εταιρεία ιδιωτικοποιείται και μαζί γίνονται μια εντελώς νέα δημόσια εταιρεία με διαπραγματεύσιμες μετοχές.

Ανεξάρτητα από την κατηγορία ή τη δομή τους, όλες οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν έναν κοινό στόχο: να αυξηθεί η αξία των συνδυασμένων εταιρειών και να είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των δύο μερών. Η επιτυχία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς εξαρτάται από το αν επιτυγχάνεται αυτός ο σκοπός.

Κίνητρα και στρατηγικές που ωθούν σε εξαγορές

Κάθε συγχώνευση έχει τους δικούς της λόγους, ωστόσο σε γενικές γραμμές ισχύει ότι ο συνδυασμός δύο εταιρειών είναι μια καλή επιχειρηματική κίνηση. Η βασική αρχή των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι απλή: $2 + 2 = 5$. Δηλαδή αν η αξία της εταιρείας A είναι 2 δισεκατομμύρια δολάρια και η αξία της εταιρείας B είναι και αυτή 2 δισεκατομμύρια δολάρια, όταν συγχωνεύσουμε τις δύο εταιρείες, έχουμε συνολική αξία 5 δισεκατομμυρίων

δολαρίων. Η ένωση ή η συγχώνευση των δύο εταιρειών δημιουργεί πρόσθετη αξία (Synergy value)⁴. Η τιμή αυτή μπορεί να λάβει τρεις μορφές:

1. Έσοδα: Ο συνδυασμός των δύο εταιριών θα οδηγήσει σε αύξηση εσόδων με την προϋπόθεση ότι οι δύο επιχειρήσεις λειτουργούν χωριστά.
2. Δαπάνες: Συνδυάζοντας τις δύο εταιρείες, θα πραγματοποιήσουμε χαμηλότερα έξοδα με την προϋπόθεση και πάλι ότι οι δύο εταιρείες λειτουργούν χωριστά.
3. Κόστος Κεφαλαίου: Συνδυάζοντας τις δύο εταιρείες, θα έχουμε χαμηλότερο συνολικό κόστος κεφαλαίου.

Ως επί το πλείστον, η σημαντικότερη από τις προηγούμενες μορφές είναι η μείωση των εξόδων και στην πραγματικότητα πολλές συγχωνεύσεις στοχεύουν αποκλειστικά στην μείωση των δαπανών. Η μείωση αυτή προέρχεται συχνά από την εξάλειψη περιττών υπηρεσιών, όπως το ανθρώπινο δυναμικό. Ωστόσο, οι καλύτερες συγχωνεύσεις φαίνεται να έχουν στρατηγικούς λόγους οι οποίοι επωφελούνται από τον επιχειρηματικό συνδυασμό. Αυτοί οι στρατηγικοί λόγοι περιλαμβάνουν:

- (Positioning) Αξιοποίηση μελλοντικών ευκαιριών που μπορούν να αξιοποιηθούν όταν συνδυάζονται οι δύο εταιρείες. Για παράδειγμα, μια εταιρεία τηλεπικοινωνιών μπορεί να βελτιώσει τη θέση της μελλοντικά εάν γίνει κάτοχος μιας ευρείας ζώνης. Οι εταιρείες πρέπει κινηθούν ώστε να επωφεληθούν από τις αναδυόμενες τάσεις στην αγορά.
- (Gap Filling) Μια εταιρεία μπορεί να έχει κάποια σημαντική αδυναμία (όπως κακή διανομή) ενώ κάποια άλλη εταιρεία μπορεί να έχει κάποια σημαντική υπεροχή σε κάποιο τομέα. Συνδυάζοντας τις δύο εταιρείες, κάθε εταιρεία γεμίζει στρατηγικά κενά που είναι απαραίτητα για μία μακροπρόθεσμη επιβίωση.
- (Organizational Competencies) Η απόκτηση ανθρώπινων πόρων και πνευματικού κεφαλαίου μπορεί να συμβάλει στη βελτίωση της καινοτομικής σκέψης και ανάπτυξης στην εταιρεία.

⁴ Damodaran (2005), "The value of synergy", <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>. σελ 2-7

- (Broader Market Access) Η απόκτηση μιας ξένης εταιρείας μπορεί να δώσει στην εταιρεία γρήγορη πρόσβαση στις αναδυόμενες παγκόσμιες αγορές.

Οι συγχωνεύσεις μπορούν επίσης να καθοδηγούνται από βασικούς επιχειρηματικούς λόγους, όπως:

- Μπορεί να είναι φθηνότερη λύση η απόκτηση μιας άλλης εταιρείας και στη συνέχεια η επένδυση στην εσωτερική ανάπτυξή της. Για παράδειγμα, αν υποθέσουμε ότι μια εταιρεία εξετάζει το ενδεχόμενο επέκτασης των εγκαταστάσεων κατασκευής. Μια άλλη εταιρεία έχει παρόμοιες εγκαταστάσεις που είναι αδρανείς. Μπορεί να είναι φθηνότερη λύση η απόκτηση της εταιρείας αυτής με τις αδρανείς εγκαταστάσεις από το αρχικό σχέδιο επέκτασης των εγκαταστάσεων.
- Μπορεί να είναι απαραίτητη η εξομάλυνση των κερδών ώστε να επιτευχθεί μια μακροπρόθεσμη ανάπτυξη και κερδοφορία. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις εταιρείες σε πολύ ώριμες βιομηχανίες, όπου η μελλοντική ανάπτυξη είναι απίθανη. Πρέπει να σημειωθεί ότι η παραδοσιακή οικονομική διαχείριση δεν υποστηρίζει πάντα τη διαφοροποίηση μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών.
- Η διαχείριση μπορεί να είναι υπό πίεση με σκοπό την ανάκαμψη της υποτονικής ανάπτυξης και της κερδοφορίας. Κατά συνέπεια, μια συγχώνευση και εξαγορά γίνεται για να ενισχύσει την κακή απόδοση.
- Η Εταιρεία προς εξαγορά μπορεί να υποτιμηθεί και ως εκ τούτου να αποτελεί καλή επένδυση. Ορισμένες συγχωνεύσεις εκτελούνται για «οικονομικούς» λόγους και όχι για στρατηγικούς λόγους.

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα

Όταν οι εταιρείες αναδιοργανώνονται μέσω της διαδικασίας συγχωνεύσεων και εξαγορών, υπάρχουν πολλά θέματα που πρέπει να αναλυθούν για να προσδιοριστεί εάν τα οφέλη μιας τέτοιας κίνησης υπερτερούν των κινδύνων που συνεπάγονται. Υπάρχουν πάντοτε οφέλη για τη διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγορών και υπάρχουν πάντοτε μειονεκτήματα. Ακόμη και τα μακροπρόθεσμα πλεονεκτήματα μπορεί να αντισταθμίσουν τις βραχυπρόθεσμες δυσκολίες. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η αξιολόγηση των πολυάριθμων πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι τόσο σημαντική⁵.

Τα υπέρ:

- Προσθέτει περισσότερη αξία στη νέα επιχειρηματική οντότητα από ό, τι μπορεί να παράγει καθεμία από τις μεμονωμένες εταιρείες.

Ουσιαστικά, η διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει ως στόχο τη μείωση της επικάλυψης έτσι ώστε να επιτευχθεί μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα. Το τελικό αποτέλεσμα είναι συνήθως, κατά ένα επίπεδο, αύξηση των συνολικών εσόδων.

- Ανοίγει νέες αγορές και για τις δύο εταιρείες.

Μόλις ένας οργανισμός έχει συγχωνευθεί με έναν άλλο, αποκτά αμέσως ένα νέο μερίδιο αγοράς που μπορεί να μην είχε πριν. Πολλοί άνθρωποι σε μια βιομηχανία είναι πιστοί στο εμπορικό σήμα και η διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγορών επιτρέπει στους πελάτες να διατηρούν αυτή την προσήλωση, ενώ ενδεχομένως μεταβαίνουν σε νέα αγαθά ή υπηρεσίες. Η πελατειακή βάση μπορεί ακόμη και να ενθαρρυνθεί να πειραματιστεί με νέα αγαθά ή υπηρεσίες μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς επειδή έχει πρόσβαση σε περισσότερους πόρους μέσω της προτιμώμενης μάρκας.

- Είναι μια οικονομικά αποδοτική μέθοδος για την επέκταση της βιωσιμότητας των εταιριών.

Εάν μια επιχείρηση πρέπει να αναβαθμίσει τις εσωτερικές της διαδικασίες ή τις υπάρχουσες τεχνολογίες από μόνη της, τότε αυτό μπορεί να δημιουργήσει μια

⁵ Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα

μαζική επιβάρυνση σε διάφορες γραμμές του προϋπολογισμού που μπορεί να είναι δύσκολο, αν όχι αδύνατο, να απορροφηθούν. Η διαδικασία συγχωνεύσεων και συγχωνεύσεων επιτρέπει στις επιχειρήσεις να συνεργαστούν έτσι ώστε οι συγκεκριμένες ανάγκες τους να μπορούν να καλυφθούν με πιο προσιτό τρόπο.

- Μπορεί να δημιουργήσει πολλαπλές ευκαιρίες ανάπτυξης.

Δύο επιχειρήσεις που ανταγωνίζονται μεταξύ τους τώρα συνεργάζονται ως μία οντότητα μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αυτό σημαίνει ότι είναι πιο αποτελεσματική σε τοπικό επίπεδο για την παροχή οικονομικών οφελών. Οι τιμές για αγαθά ή υπηρεσίες μπορεί να αυξηθούν ή και όχι εξαιτίας αυτής της κίνησης, αλλά σε γενικές γραμμές μια αποτελεσματική εταιρεία δημιουργεί περισσότερες οικονομικές ευκαιρίες.

Τα κατά :

- Δημιουργεί αγωνία στους εργαζομένους κάθε επιχείρησης.

Η διαδικασία εξαγορών και συγχωνεύσεων παγιώνει τις θέσεις εργασίας στις εταιρείες που συμμετέχουν σ' αυτήν. Αυτή όμως η παγίωση των θέσεων εργασίας συχνά προέρχεται μετά από διαδικασία εκκαθάρισης, γεγονός που οδηγεί σχεδόν βέβαια σε απολύσεις. Επειδή καμία από τις κινήσεις δεν είναι σίγουρη έως ότου ολοκληρωθεί η διαδικασία, πολλοί εργαζόμενοι επιβαρύνονται με υψηλότερα επίπεδα αβεβαιότητας, επειδή δεν ξέρουν τι θα συμβεί στο μέλλον.

- Μπορεί να αυξήσει το ποσό του οφειλόμενου χρέους.

Εάν υπάρχουν οφειλές είτε από την μία επιχείρηση (ή και από τις δύο), τότε η διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορεί να αυξήσει το χρέος του ισολογισμού της συνδυασμένης εταιρείας. Αν και δεν είναι από μόνο του καταστροφικό γεγονός, μπορεί να επηρεάσει την ικανότητα της νέας εταιρείας να δημιουργήσει νέες πιστωτικές γραμμές ή να δανειστεί πρόσθετα κεφάλαια για να τροφοδοτήσει μια πιθανή επέκταση.

- Μπορεί να υπάρχουν διαφορές στην εταιρική κουλτούρα που δεν είναι εύκολο να ενοποιηθούν.

Ας υποθέσουμε ότι η Εταιρεία Α δεν διαθέτει πολιτική επίσημου κώδικα ένδυσης. Δεν τους νοιάζει καν αν κάποιος εργάζεται καθημερινά με σορτς. Το περιβάλλον

είναι χαλαρό, οι εργαζόμενοι κάθονται σε καναπέδες αντί για καρέκλες υπολογιστών. Τώρα η Εταιρεία Β διαθέτει επαγγελματικό επίσημο ενδυματολογικό κώδικα, απαιτεί συμμόρφωση και διαρθρώνεται με την τυποποιημένη μορφή γραφείου σε καμπίνα. Η ενοποίηση των δύο αυτών εταιριών μπορεί να είναι πιο δύσκολη από οποιαδήποτε άλλη περίπτωση της διαδικασίας.

- Δεν είναι μια απόφαση ενός ατόμου τις περισσότερες φορές.

Πολλές συγχωνεύσεις και εξαγορές απαιτούν πολλά άτομα και στις δύο πλευρές του διαδρόμου να συμφωνήσουν. Αν αυτό δεν συμβεί, μπορεί να επιμηκυνθεί ο χρόνος που απαιτείται για την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αυτό δημιουργεί πρόσθετο κόστος στη διαδικασία που μπορεί να προκαλέσει μεγαλύτερους κινδύνους.

Κεφάλαιο 3ο «Εθνικό και Ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο»

Στο τρίτο κεφάλαιο θα αναφερθούμε στο νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα και σε νόμους σχετικά με τις συγχωνεύσεις. Επίσης θα αναλυθεί η διαδικασία που ακολουθείται για τις συγκεκριμένες κινήσεις στην Ελλάδα και τέλος θα αναφερθούμε στο ισχύον νομοθετικό Ευρωπαϊκό πλαίσιο.

Νομοθετικό πλαίσιο των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.

Οι τρόποι συγχώνευσης, σύμφωνα με το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο, είναι τρεις⁶:

- Συγχώνευση με απορρόφηση της εταιρίας, η οποία ονομάζεται απορροφώμενη, από την απορροφώσα.
- Συγχώνευση μέσω λύσης των συγχωνευμένων εταιριών και σύστασή νέας εταιρίας.
- Συγχώνευση μέσω εξαγοράς μιας εταιρίας, ή και περισσοτέρων, από άλλη ανώνυμη εταιρία.

Στην περίπτωση που η συγχώνευση πραγματοποιηθεί μέσω απορρόφησης ή σύστασης νέας εταιρίας, τότε οι μέτοχοι της απορροφώμενης εταιρίας θα λάβουν, βάση του άρθρου Κ.Ν. 2190/1920, μετοχές της απορροφώσας εταιρίας. Ως απορροφώσα ορίζεται η εταιρία η οποία αποκτά τον έλεγχο μίας άλλης εταιρίας, ενώ η δεύτερη καλείται απορροφώμενη και λύεται, χωρίς να εκκαθαριστεί, μεταβιβάζοντας όλα τα περιουσιακά της στοιχεία στην απορροφώσα. Μετά την μεταβίβαση των μετοχών, η απορροφώσα, εκδίδει νέες μετοχές τις οποίες λαμβάνουν οι μέτοχοι της απορροφώμενης. Συνεπώς η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου από την μεριά της απορροφώσας είναι απαραίτητη, ώστε να μπορέσει να καλύψει την έκδοση των νέων μετοχών. Οι νέες μετοχές εκδίδονται βάσει προσδιορισμένης σχέσης σχετικά με την ανταλλαγή έτσι ώστε να μεταβιβαστούν στους μετόχους της απορροφώμενης εταιρίας. Η συνολική ονομαστική αξία των νέων μετοχών που εκδίδονται δεν μπορεί να ξεπερνάει τη καθαρή θέση της εισφερόμενης περιουσίας της απορροφώμενης.

⁶ Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα

Νόμοι σχετικά με τις συγχωνεύσεις

Οι συγχωνεύσεις των εταιριών διέπονται από τις ακόλουθες διατάξεις:

1. Τα άρθρα 68 έως 80 του Κ.Ν. 2190/20, όπως αυτά τροποποιήθηκαν και ισχύουν σύμφωνα με το Π.Δ. 498/87 (προσαρμογή του ημεδαπού δικαίου στην Τρίτη Οδηγία της ΕΟΚ), τα οποία αφορούν μόνο συγχωνεύσεις ανώνυμων εταιριών.
2. Το Ν.Δ. 1297/72 καθώς και τα άρθρα 1 έως 5 του Ν.2166/93, τα οποία αναφέρονται στις συγχωνεύσεις οποιονδήποτε εταιρικών τύπων, αλλά και ατομικών επιχειρήσεων σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.
3. Τα άρθρα 54 έως 55 του Ν.3190/55 για συγχώνευση εταιριών περιορισμένης ευθύνης, είτε με σύσταση νέας Ε.Π.Ε, είτε με απόφαση από μία Ε.Π.Ε. άλλης ή άλλων Ε.Π.Ε.
4. Τα άρθρα 16 του Ν2515/97 όπως ισχύει σήμερα που ρυθμίζει τις συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων.
5. Το άρθρο 9 του Ν 2992/2002 για την παροχή φορολογικών κινήτρων στις συγχωνευόμενες εταιρίες.
6. Το άρθρο 29 του Ν. 3091/2002 που ρυθμίζει την απόσβεση της υπεραξίας εξαγοράς, προκειμένου για τις επιχειρήσεις που προέβησαν σε απορρόφηση άλλων επιχειρήσεων σύμφωνα με τις διατάξεις των Ν. 2166/93 και Ν.2515/97.

Τα στάδια της διαδικασίας συγχωνεύσεων βάση του Κ.Ν. 2190/20, όπως αυτά ορίζονται από το Π.Δ 498/87⁷ είναι τα ακόλουθα:

1. Κατάρτιση εγγράφου Σχεδίου Σύμβασης Συγχωνεύσεων και εκθέσεων των Δ.Σ. των συγχωνευμένων εταιριών επί του σχεδίου, το περιεχόμενο του οποίου ορίζεται από το άρθρο 69 του Κ.Ν 2190/20. Το σχέδιο σύμβασης συγχωνεύσεων και οι εκθέσεις του Δ.Σ. υποβάλλονται στη δημοσιότητα δύο μήνες νωρίτερα από την ημερομηνία των γενικών συνελεύσεων που θα αποφασίσει τη συγχώνευση.
2. Εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων καθώς και των υποχρεώσεων των εταιριών προς συγχώνευση. Η εκτίμηση γίνεται από ορκωτούς ελεγκτές οι οποίοι συντάσσουν και σχετική έκθεση.

⁷ Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα

3. Δημοσίευση περίληψης σχετικά με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχωνεύσεων σε ημερήσια εφημερίδα οικονομικού ενδιαφέροντος καθώς και παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευμένων εταιριών.
4. Ενημέρωση των μετόχων σχετικά με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχωνεύσεων καθώς επίσης και την οικονομική κατάσταση των εταιριών προς συγχώνευση.
5. Έγκριση του Σχεδίου Σύμβασης Συγχωνεύσεων από τον Υπουργό Εμπορίου και Ανάπτυξης και δημοσιοποίηση της συγχώνευσης.

Στη συνέχεια η απορροφούμενη εταιρεία δεν υφίσταται πλέον ως νομικό πρόσωπο και οι μέτοχοι της καθίστανται μέτοχοι της απορροφούσας. Τα αποτελέσματα χρήσης της απορροφημένης μεταφέρονται στα λογιστικά βιβλία της απορροφούσας η οποία αποτελεί πλέον κύριο διάδοχο όλων των δικαιωμάτων καθώς και των υποχρεώσεων της απορροφούμενης. Μετά την καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών, η οποία πρέπει να γίνει μέσα σε 10 μέρες, η απορροφούμενη εταιρεία καταθέτει αίτηση διακοπής δραστηριότητας εισοδήματος στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. και εν συνεχεία ακυρώνει τα βιβλία και τα στοιχεία από το τμήμα Κ.Β.Σ.

Ο νόμος 2190/20 Συγχώνευση Ανωνύμων Εταιριών

Το άρθρο 68 προβλέπει, σχετικά με την συγχώνευση εταιριών, ότι πραγματοποιείται είτε μέσω απορρόφησης είτε μέσω σύστασης νέας εταιρίας, συγκεκριμένα:

1. Συγχώνευση με απορρόφηση ορίζεται η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες (απορροφούμενες) οι οποίες λύνονται χωρίς να πραγματοποιηθεί εκκαθάριση, μεταβιβάζουν την συνολική περιουσία τους, έναντι μετοχών οι οποίες αποδίδονται στους μετόχους της, σε άλλη υφιστάμενη εταιρία. Προβλέπεται επίσης η καταβολή χρηματικού ποσού με σκοπό το συμψηφισμό των μετοχών τις οποίες δικαιούται ωστόσο το ποσό αυτό δεν μπορεί να ξεπερνάει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών οι οποίες αποδίδονται στους μετόχους της ή των απορροφούμενων εταιριών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών της αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας των εταιριών αυτών.

2. Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας ορίζεται ως η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες οι οποίες λύνονται χωρίς πρώτα να εκκαθαριστούν και οι οποίες μεταβιβάζουν, σε άλλη ανώνυμη εταιρία η οποία συστήνεται, τα συνολικά περιουσιακά τους στοιχεία έναντι μετοχών, οι οποίες αποδίδονται στου μετόχους τους και οι οποίες εκδίδονται από τη νέα εταιρία. Προβλέπεται επίσης και η καταβολή χρηματικού ποσού, αν χρειαστεί, με σκοπό το συμψηφισμό των μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Ωστόσο το ποσό αυτό δεν μπορεί να ξεπερνάει το 10 % της ονομαστικής αξίας των μετοχών καθώς επίσης και αθροιστικά την καθαρή θέση στις εισφερόμενης περιουσίας των εταιριών αυτών.

Νόμος 129/72 Περί Συγχώνευσης⁸

Ο συγκεκριμένος νόμος θεσπίστηκε το 1972 και ισχύει για όλες της ελληνικές εταιρίες καθώς και τις θυγατρικές ξένων εταιριών. Οι διατάξεις του εφαρμόζονται κατά τη συγχώνευση ή ακόμα και κατά την μετατροπή οποιασδήποτε νομικής μορφής σε Α.Ε. όπως επίσης και στην συγχώνευση ή μετατροπή επιχείρησης, οποιασδήποτε μορφής εκτός Α.Ε., σε Ε.Π.Ε.. Επιπλέον δίδεται η δυνατότητα να εφαρμοστεί στην συγχώνευση βιομηχανικής ή βιοτεχνικής επιχείρησης, οποιασδήποτε μορφής εκτός από Α.Ε., με σκοπό την ίδρυση βιοτεχνικής ή βιοτεχνικής προσωπικής εταιρίας ή Ε.Π.Ε. Αν και αρχικά οι διατάξεις του συγκεκριμένου νομοθετικού διατάγματος ίσχυαν μόνο για συγχώνευση ή μετατροπή η οποία θα ολοκληρωνόταν μέχρι τη 31^η Δεκεμβρίου 1975, στην συνέχεια η ισχύς των συγκεκριμένων διατάξεων πήρε παράταση πολλές φορές κυρίως λόγω της σημασίας τους. Η παρ.1 του άρθρου 79 του Ν 3746/2009 προβλέπει την παράταση μέχρι την 31^η Δεκεμβρίου 2011.

Η κυβέρνηση, το 1993, εισήγαγε το νόμο 2166 ο οποίος δεν ισχύει μόνο όταν οι επιχειρήσεις πραγματοποιούν συγχωνεύσεις αλλά και όταν μία Ε.Π.Ε ή Α.Ε. εξαγόραζε μία άλλη εταιρία ή τμήματα της εταιρίας τα οποία αποκόβονταν από μία άλλη Α.Ε. καθώς επίσης και όταν μία Α.Ε. εξαγόραζε τμήματα μιας άλλης Α.Ε. η οποία διασπάτε. Οι εταιρίες δεν μπορούν να ωφεληθούν κα από τις δύο περιπτώσεις καθώς πρέπει να επιλέξουν ένα από τους δύο νόμους.

⁸ Βασιλείου Ευθυμιάδης, (2010), «Φορολογικά Κίνητρα για Συγχώνευση Επιχειρήσεων»

Διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα

Ως πρώτο βήμα, το διοικητικό συμβούλιο και των δύο εταιρειών πρέπει να προετοιμάσει γραπτώς ένα σχέδιο συμφωνίας συγχώνευσης συνοδευόμενο από λεπτομερή έκθεση που θα περιγράφει τις οικονομικές και νομικές πτυχές της σύντηξης. Το σχέδιο συμφωνίας συγχώνευσης πρέπει να περιέχει γενικές πληροφορίες για τις συμμετέχουσες εταιρείες (έντυπο, εμπορική επωνυμία, έδρα, κλπ.) και θα περιγράφει τη διαδικασία για την παράδοση των νέων μετοχών στους μετόχους. Επιπλέον, η συμφωνία συγχώνευσης θα καθορίσει:

1. την αναλογία ανταλλαγής μεταξύ των μετοχών των συμμετεχουσών εταιρειών και
2. την ακριβή ημερομηνία κατά την οποία οι ενέργειες των απορροφούμενων εταιρειών θα θεωρηθούν, από λογιστική άποψη, της απορροφούσας εταιρείας, καθώς και τη διαχείριση των οικονομικών αποτελεσμάτων της απορροφούσας εταιρείας από την ημερομηνία αυτή μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης.

Το σχέδιο συμφωνίας συγχώνευσης υπόκειται σε δημοσίευση στο λογαριασμό κάθε εταιρείας που τηρείται στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο και προαιρετικά σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα εθνικής κυκλοφορίας, ώστε να μπορεί να αναθεωρηθεί από τους μετόχους και τους πιστωτές και των δύο εταιρειών .

Το δεύτερο βήμα περιλαμβάνει τη σύσταση μιας «επιτροπής εμπειρογνομόνων» που αποτελείται από δύο εξουσιοδοτημένους λογιστές που διορίζονται από τις συμμετέχουσες εταιρείες και επιβεβαιώνονται από τη ρυθμιστική αρχή. Το καθήκον της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων είναι να καταρτίσει έκθεση για την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και των δύο εταιριών με το συμπέρασμα για το κατά πόσο, κατά τη γνώμη τους, ο συμφωνημένος δείκτης ανταλλαγής είναι δίκαιος και εύλογος. Αυτή η έκθεση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων πρέπει να ληφθεί υπόψη από τους μετόχους κατά τη διάρκεια της γενικής συνέλευσης η οποία θα αποφασίσει εάν η συγχώνευση θα προχωρήσει ή όχι.

Το τρίτο βήμα περιλαμβάνει τη σύγκληση γενικής συνέλευσης των μετόχων και των δύο συμμετεχουσών εταιρειών. Η απόφαση της γενικής συνέλευσης σχετικά με τη συγχώνευση απαιτεί την έγκριση δύο τρίτων του κεφαλαίου ψήφου. Οι μέτοχοι, για να ψηφίσουν υπέρ ή κατά της συγχώνευσης, πρέπει να γνωρίζουν:

- το σχέδιο συμφωνίας συγχώνευσης και
- την έκθεση της «Επιτροπής Εμπειρογνομόνων», η οποία πρέπει να υποβληθεί στη γενική συνέλευση από το διοικητικό συμβούλιο και την επιτροπή εμπειρογνομόνων.

Μετά την έγκριση της γενικής συνέλευσης και των δύο συμμετεχουσών εταιρειών, η τελική συμφωνία συγχώνευσης πρέπει να υπογραφεί από τις συμμετέχουσες εταιρείες με τη μορφή συμβολαιογραφικής πράξης. Πρέπει να επισυνάπτεται επίσημη βεβαίωση του διοικητικού συμβουλίου κάθε εταιρείας αναφέροντας ότι οι πιστωτές δεν αντιτάχθηκαν στη συγχώνευση. Η τελική συμφωνία συγχώνευσης πρέπει να υποβληθεί στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών που λειτουργεί από το Υπουργείο Ανάπτυξης, το οποίο πρέπει να παράσχει την τελική έγκριση για τη συγχώνευση αφού επανεξετάσει όλα τα σχετικά έγγραφα.

Ως τελικό βήμα, συνήθως η απορροφούσα εταιρεία θα προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με σκοπό την κεφαλαιοποίηση της αξίας των απορροφούμενων εταιρειών για την έκδοση των νέων μετοχών που θα δοθούν στους μετόχους κάθε απορροφούμενης εταιρείας έναντι των μετοχών τους.

Εάν η απορροφούμενη εταιρεία είναι 100% θυγατρική της απορροφούσας εταιρείας, η διαδικασία της συγχώνευσης είναι πολύ λιγότερο περίπλοκη και μπορεί ακόμη και να συμβεί ότι η ολοκλήρωση της συγχώνευσης πραγματοποιείται χωρίς την έγκριση της γενικής συνέλευσης.

Η συγχώνευση έχει νομική ισχύ από την ημέρα της έγκρισής της από τον Υπουργό Ανάπτυξης. Στη συνέχεια, η απορροφούσα εταιρεία υποκαθιστά την απορροφούμενη εταιρεία στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της, συμπεριλαμβανομένων των εκκρεμών δικαστικών διαφορών, δηλαδή υπάρχει «πλήρης» διαδοχή όλων των νομικών δικαιωμάτων και υποχρεώσεων.

Ορισμένα φορολογικά πλεονεκτήματα, όπως η αποφυγή του φόρου επί της υπεραξίας των περιουσιακών στοιχείων της απορροφούμενης εταιρείας που αποκτήθηκε από την απορροφούσα εταιρεία, παρέχονται στις εθνικές συγχωνεύσεις με τις διατάξεις του νόμου 2166/1993, σκοπός των οποίων είναι συγκεκριμένα η παροχή φορολογικών κινήτρων για συγχωνεύσεις.

Σύμφωνα με το άρθρο 6 του ελληνικού νόμου περί ανταγωνισμού 3959/2011, η εξαγορά θα αποτελέσει αντικείμενο κοινοποίησης στην Επιτροπή Ανταγωνισμού όταν ο αγοραστής και η εταιρεία-στόχος έχουν συνολικό παγκόσμιο κύκλο εργασιών τουλάχιστον 150 εκατομμυρίων ευρώ και δύο από τις συμμετέχουσες εταιρείες (ο πωλητής δεν μπορεί να θεωρηθεί ως "συμμετέχουσα εταιρεία" αν πωλεί το σύνολο του μεριδίου της στην εταιρεία) έχουν κύκλο εργασιών τουλάχιστον 15 εκατομμυρίων ευρώ στην Ελλάδα. Το κλείσιμο της συμφωνίας και η εκπλήρωση των υποχρεώσεων όλων των μερών υπόκειται στην προηγούμενη έγκριση της Επιτροπής Ανταγωνισμού.

Σε περίπτωση παραβίασης αυτών των υποχρεώσεων, η Επιτροπή έχει την εξουσία να επιβάλλει πρόστιμο μέχρι 10% του συνολικού ενοποιημένου κύκλου εργασιών κάθε συμμετέχουσας εταιρείας. Τέλος, οι αξιωματούχοι της Επιτροπής έχουν διάφορες ερευνητικές αρμοδιότητες, συμπεριλαμβανομένης της αναζήτησης κατοικιών διαχειριστικού προσωπικού, καθώς και το δικαίωμα ανάληψης εγγράφων σχετικά με τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις.

Νομοθετικό Ευρωπαϊκό πλαίσιο

Η δημιουργία της εσωτερικής αγοράς της Ευρωπαϊκής ένωσης είναι το γεγονός ότι πλέον οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι αντιμέτωπες με όλο και περισσότερες διαφορετικές νομοθεσίες και εθνικούς κανόνες, ενώ παλαιότερα μόνο οι μεγάλες εταιρείες και όμιλοι βρίσκονταν αντιμέτωποι με τις ιδιαιτερότητες μιας πληθώρας νομοθεσιών σε εθνικό επίπεδο. Ωστόσο η ολοκλήρωση αυτής της εσωτερικής αγοράς είναι δύσκολη, καθώς στη πραγματικότητα καλείται να ξεπεράσει τα εμπόδια που θέτουν οι εθνικές νομοθεσίες (όσο και αυτές αν έχουν εναρμονιστεί σε κάποιο βαθμό), καθώς και τα διακριτά γνωρίσματα του εθνικού δικαίου κάθε χώρας.

Στην ΕΕ η Νομοθεσία Συγχωνεύσεων Ευρωπαϊκών κοινοτήτων (European Communities Merger Regulation) συμφωνήθηκε το 1989 και άρχισε να εφαρμόζεται από το 1990⁹. Η

⁹ Κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 802/2004 της Επιτροπής της 7^{ης} Απριλίου 2004 για την εφαρμογή του κανονισμού του (ΕΚ) αριθμό 139/2004 του Συμβουλίου για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων Τμήμα 6, παράγραφος 1 σελ. 133/16

νομοθεσία στην ευρωπαϊκή αγορά εμποδίζει κάθε συνεργασία εταιριών αν κρίνει ότι ο θεμιτός ανταγωνισμός απειλείται, και κυρίως αφορά την ενοποίηση της αγοράς στην Ευρώπη αλλά και την δραστηριοποίηση των εταιριών σε χώρες εκτός της ΕΕ. Για την συγκέντρωση εταιριών, είτε ως εξαγορά είτε ως συγχώνευση, πραγματοποιείται το λεγόμενο Τεστ Δεσπόζουσας θέσης (Dominance test). Το άρθρο 2, της συγκεκριμένης νομοθεσίας, αναφέρει χαρακτηριστικά ότι κάθε συγκέντρωση που δημιουργεί ή δυναμώνει μια δεσπόζουσα θέση στην αγορά και η οποία περιορίζει τον ανταγωνισμό θα καταστεί ασύμβατη με την κοινή ευρωπαϊκή αγορά. Αντίστοιχα στις ΗΠΑ απαγορεύεται κάθε συγχώνευση ή εξαγορά από τις οποίες προκύπτει αποτέλεσμα το οποίο απειλεί τον ανταγωνισμό ή ακόμα δημιουργεί μονοπώλιο.

Η γενική διεύθυνση ανταγωνισμού (Direstorate General Competition ή DG Comp), αποτελεί ένα σημαντικό νομοθετικό όργανο της ΕΕ, το οποίο είναι αρμόδιο για την επιβολή της ανταγωνιστικής πολιτικής και προεδρεύεται από έναν πολιτικό Ευρωπαϊκό επίτροπο. Η ομάδα εφαρμογών συγχώνευσης (Merger Task Force- MTF) είναι το τμήμα της γενικής διεύθυνσης ανταγωνισμού το οποίο είναι αρμόδιο στις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Το τμήμα αυτό έχει μεγάλη εμπειρία μέσα από το μεγάλο αριθμό εξαγορών και συγχωνεύσεων που έχουν πραγματοποιηθεί εντός και εκτός της ΕΕ. Έτσι, οι οικονομικές αναλύσεις τους χρησιμοποιούνται πολύ συχνά από εταιρίες και ομίλους ώστε να πάρουν ανταγωνιστικές αποφάσεις.

Το 2004, στις 7 Απριλίου, δημοσιεύτηκε στην επίσημη εφημερίδα της ΕΕ, ο κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 802/2004 της ΕΕ που αφορά τον έλεγχο των εταιρικών συγκεντρώσεων και αναφέρει με λεπτομέρειες τις προϋποθέσεις ώστε να είναι μία συγκέντρωση εταιριών νόμιμη.

Επίσης στο άρθρο 7 της συνθήκης αυτής καθώς και στο άρθρο 17 παράγραφος 2 του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων αναφέρεται ότι απαγορεύεται στην ίδια την επιτροπή, στα κράτη της ΕΕ καθώς και σε οποιονδήποτε υπάλληλο να μεταδώσει πληροφορίες που αφορούν συγκεντρώσεις εταιριών. Η απαγόρευση αυτή έχει σκοπό να εξασφαλίσει την εμπιστευτικότητα των πληροφοριών και την τήρηση του επαγγελματικού απορρήτου.

Για τον περιορισμό τόσο του χρόνου όσο και των εξόδων που απαιτούνται ώστε να υπάρξει συμμόρφωση με τις διαδικασίες ελέγχου των εταιρικών συγκεντρώσεων, έχει καθιερωθεί, από την ΕΕ, ένα σύστημα ελέγχου των συγκεντρώσεων σύμφωνα με το οποίο κάθε συγκέντρωση

η οποία έχει κοινοτική διάσταση αξιολογείται, μέσα από ενιαίες διαδικασίες, από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Αρχικά, η επιτροπή είχε στη διάθεσή της 25 εργάσιμες μέρες ώστε να αποφανθεί αν εγκρίνει τη συγκέντρωση ή θα ακολουθήσει εμπειριστατωμένη έρευνα¹⁰. Η Επιτροπή εκδίδει απόφαση για το αν ακυρώνει ή επιβεβαιώνει την προσωρινή απόφασή της αφού προηγηθεί η κοινοποίηση των απόψεων των εταιριών και των τρίτων μερών και στη συνέχεια παίρνονται ουσιαστικές αποφάσεις για την εταιρική συγκέντρωσης. Στα άρθρα 15 και 16 αναφέρονται οι τρόποι με τους οποίους γίνονται οι επίσημες ακροάσεις, οι οποίες είναι άκρος εμπιστευτικές.

Το πλαίσιο βάση του οποίου γίνεται η εκτίμηση της ισχύς της συγκέντρωσης ορίζεται στο τμήμα 6 του νόμου. Σύμφωνα με το πλαίσιο αυτό πρέπει να γίνει εκτίμηση της ισχύς της συγκέντρωσης και να αναφερθούν στην κοινοποίηση και οι αγορές προϊόντων οι οποίες επηρεάζονται έμμεσα ή άμεσα. Η επιτροπή ζητάει πληροφορίες σχετικές με τη φύση της συγκέντρωσης ώστε να επεξηγηθεί με σύντομο τρόπο η χρηματοοικονομική διάρθρωση, ο παγκόσμιος κύκλος εργασιών, ο κύκλος εργασιών σε κοινοτικό επίπεδο και τέλος ο κύκλος εργασιών σε κάθε κράτος μέλος που θα έχει η εταιρία που θα προκύψει. Οι εταιρίες που εμπλέκονται στη συγκέντρωση, υποβάλλουν λεπτομερή στοιχεία με « σύνολο των προϊόντων ή/ και υπηρεσιών που θεωρούνται από τον καταναλωτή εναλλάξιμα ή και δυνάμενα να υποκατασταθούν μεταξύ τους, λόγω των χαρακτηριστικών τους, των τιμών τους και της χρήσης για την οποία προορίζονται»¹¹

Τα χαρακτηριστικά των επηρεαζόμενων αγορών είναι συγκεκριμένα και χωρίζονται βάση των οριζόντιων και κάθετων σχέσεων των εταιριών που παίρνουν μέρος στη συγκέντρωση. Στην οριζόντια θέση, δύο ή περισσότερα μέρη, τα οποία συμμετέχουν στην συγκέντρωση, ασκούν επιχειρηματική δραστηριότητα στην ίδια αγορά και η συγκέντρωση οδηγεί σε συνδυασμό μερίδιο αγοράς σε ποσοστό 15%. Στην κάθετη σχέση, δύο ή περισσότερα μέρη, τα οποία συμμετέχουν στην συγκέντρωση, ασκούν επιχειρηματική δραστηριότητα σε αγορές προϊόντων προηγούμενου ή επόμενου σταδίου αγοράς, στην οποία υπάρχει δραστηριότητα άλλου μέρους το οποίο συμμετέχει και αυτό στη συγκέντρωση, αλλά και οποιοδήποτε επίπεδο ανέρχεται

¹⁰ Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, 30/04/2004, Παράρτημα Ι, 1,1

¹¹ Τμήμα 6, παράγραφος 1σελ. 133/15

τουλάχιστον σε 25% ανεξαρτήτως αν υπάρχει σχέση πελάτη – προμηθευτή ανάμεσα στα μέρη που συμμετέχουν στην συγκέντρωση.¹²

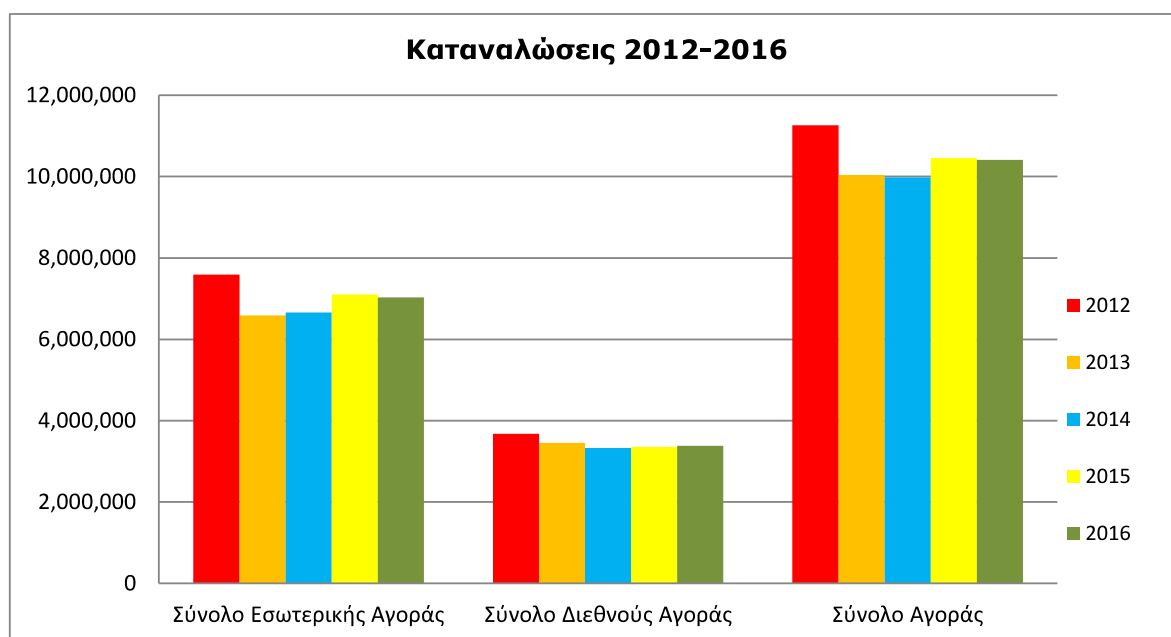
¹² Κανονισμός (ΕΚ), αριθμ. 802/2004 της Επιτροπής της 7^{ης} Απριλίου 2004 για την εφαρμογή του κανονισμού του (ΕΚ) αριθμό 1369/2004 του Συμβουλίου για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων Τμήμα 6, παράγραφος 1 σελ 133/16

Κεφάλαιο 4ο «Ο κλάδος των πετρελαιοειδών στην Ελλάδα

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναφερθούμε στη δομή του κλάδου των πετρελαιοειδών στην Ελλάδα, τη δομή της αγοράς, και θα κάνουμε μια εκτενή παρουσίαση των δυο εταιρειών που εξετάζουμε.

Ο κλάδος των πετρελαιοειδών στην Ελλάδα

Ο κλάδος των πετρελαιοειδών στην Ελλάδα κατέχει το 46,6% της εγχώριας κατανάλωσης ενέργειας, διαγράφοντας φθίνουσα πορεία τα τελευταία έτη. Αυτό οφείλεται στην προσπάθεια των καταναλωτών να απεξαρτηθούν από το πετρέλαιο, κυρίως λόγω της οικονομικής κρίσης. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται οι καταναλώσεις πετρελαιοειδών συνολικά για τα έτη 2012-2016.



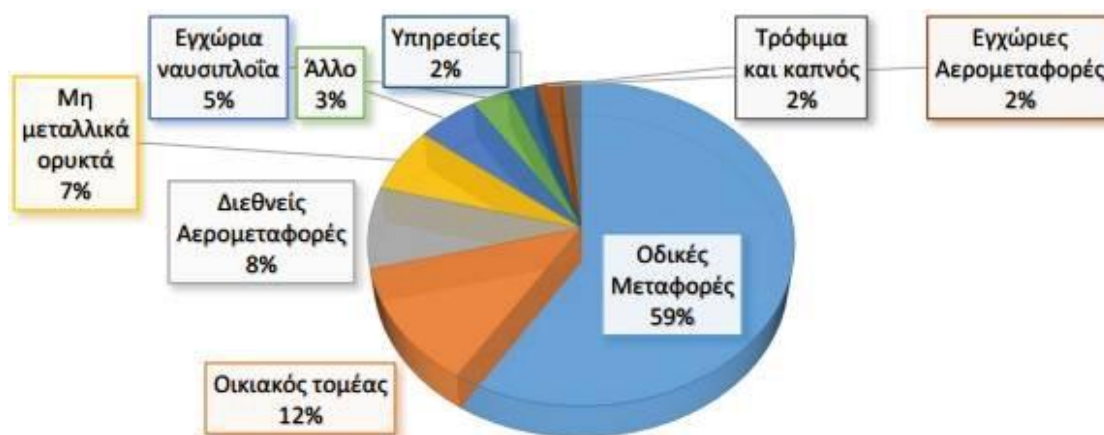
Πηγή: ICAP

Ο τομέας με την μεγαλύτερη εξάρτηση - ζήτηση, από το κλάδο των πετρελαιοειδών, είναι ο τομέας των μεταφορών, ακολουθεί ο οικιακός τομέας και στη συνέχεια, σε μικρότερο συγκριτικά βαθμό, ο τομέας της βιομηχανίας και της ηλεκτροπαραγωγής¹³.

¹³ ICAP, 2015

Ο τομέας των καυσίμων επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες αφού εξυπηρετεί ανάγκες ενός μεγάλου φάσματος της οικονομικής δραστηριότητας και κατανάλωσης. Στο Διάγραμμα 1, που ακολουθεί, παρουσιάζεται η κατανάλωση ανά τομέα για το έτος 2015 στην Ελλάδα, σύμφωνα με την Eurostat¹⁴.

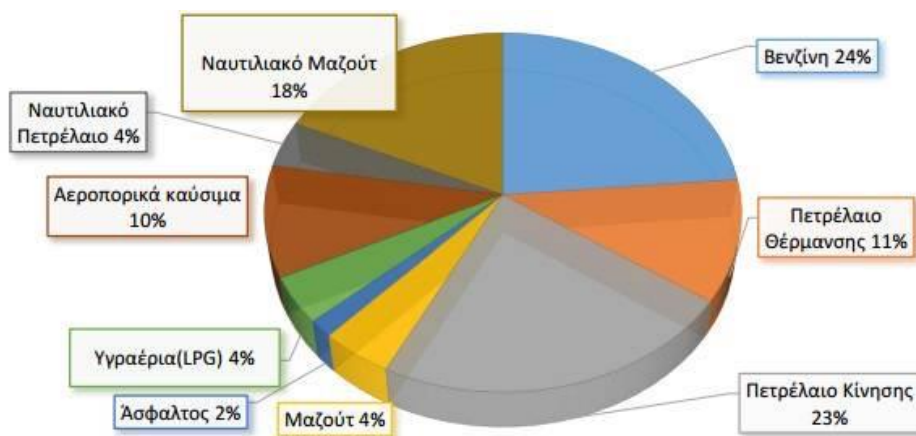
Διάγραμμα 1: Κατανάλωση πετρελαιοειδών ανά τομέα για το έτος 2015



Πηγή: ICAP, 2015

Ακολουθεί το Διάγραμμα 2, στο οποίο απεικονίζεται η κατανομή κατανάλωσης καυσίμων βάσει κατηγοριών προϊόντων για το έτος 2015.

Διάγραμμα 2: Κατανάλωση καυσίμων ανά κατηγορία προϊόντων για το έτος 2015.



Πηγή: ICAP, 2015

¹⁴ Eurostat, Ενεργειακά Ισοζύγια- Επεξεργασία ICAP (ICAP, 2015)

Οι εταιρείες διύλισης, του κλάδου παραγωγής πετρελαιοειδών, στην Ελλάδα είναι δύο, τα «Ελληνικά Πετρέλαια ΑΕ» και η εταιρία «Μότορ Όιλ (Ελλάς) Διυλιστήρια Κορίνθου ΑΕ». Επίσης, ο συγκεκριμένος κλάδος, περιλαμβάνει και έναν μεγάλο αριθμό εταιριών χονδρικής εμπορίας καυσίμων. Τα τελευταία χρόνια ο κλάδος έχει παρουσιάσει μεγάλες μεταβολές, όσον αφορά την εμπορία καυσίμων, με χαρακτηριστικό παράδειγμα την αποχώρηση των εταιριών Shell και BP από τον τομέα καυσίμων εδάφους, κίνηση που πηγάζει από την μείωση της ζήτησης (λόγο αύξησης τιμών, περιορισμό του ελληνικού εισοδήματος και της οικονομικής ύφεσης) και της αύξησης των επισφαλειών στην Ελληνική αγορά.

Η επιτροπή ανταγωνισμού επενέβη με σκοπό να συντονίσει την αποχώριση αυτή και αποδέχτηκε τις συμφωνίες βάζοντας ωστόσο όρους και προϋποθέσεις για την υλοποίησή τους. Συγκεκριμένα αποφάσισε την έγκριση της γνωστοποιηθείσας από 26.03.2010, κατά το άρθρο 4β ν. 703/77 συγκέντρωση των εταιριών Motor Oil (Ελλάς) Διυλιστήρια Κορίνθου ΑΕ, Shell Ελλάς ΑΕ υπό τους κάτωθι όρους και προϋποθέσεις (διορθωτικά μέτρα), προκειμένου να εξασφαλιστεί η συμμόρφωση των εταιριών με τις τροποποιήσεις/ δεσμεύσεις που έγιναν από αυτές με τα υπομνήματα τους και κατά την ακροαματική διαδικασία ενώπιον της Επιτροπής ανταγωνισμού:

Ειδικότερα για τον νομό Ιωαννίνων, για τις αγορές λιανικής πώλησης βενζίνης και πετρελαίου κίνησης και για το νομό Κεφαλληνίας για την αγορά λιανικής πώλησης πετρελαίου θέρμανσης, η εξαγοράζουσα (ΜΟΗ) θα πρέπει:

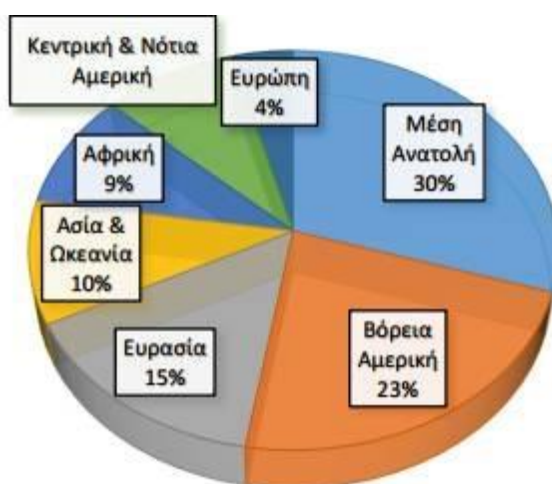
- Να απωλέσει, εντός του οριζόμενου από την Επιτροπή χρονικό διάστημα, από το δίκτυό της πρατήρια στους Νομούς Κεφαλληνίας και Ιωαννίνων που ισοδυναμούν σε μείωση όγκου και άρα σε αντίστοιχη μείωση του μεριδίου αγοράς του δικτύου λιανικής της νέας οντότητας στις ανωτέρω αγορές στο 55% , με βάση τα στοιχεία της σχετικής έρευνας της Γενικής Διεύθυνσης Ανταγωνισμού για το έτος 2009. Η απώλεια των πρατηρίων αυτών θα επιτευχθεί, είτε από τη μη ανανέωση, είτε από την καταγγελία συμβάσεων των SHELL/AVIN με τους πρατηριούχους.
- Να χορηγήσει στην ΕΑ, μετά την έγκριση της συγκέντρωσης, κατάλογο και χάρτη με την τοποθεσία των πρατηρίων των SHELL/AVIN που προτίθεται να αποδεσμεύσει σταδιακά στους επίμαχους νομούς, στο οριζόμενο από την Επιτροπή διάστημα, και με αναφορά στην ετήσια (βάσει στοιχείων έτους 2009) κατανάλωση ενός εκάστου πρατηρίου, προκειμένου να καταστεί δυνατή η έγκριση της αποδέσμευσης των πρατηρίων καυσίμων από την ΕΑ και η εν γένει παρακολούθηση της συμμόρφωσης της εταιρίας με τις αναλαμβανόμενες δεσμεύσεις.

- Να μην επανακτήσει, για χρονικό διάστημα έξι ετών, τα συγκεκριμένα πρατήρια που θα απωλέσει από την επίτευξη της μείωσης - στόχου του μεριδίου στο 55%.

Στον κλάδο της διύλισης, μια πιθανή είσοδος νέων ανταγωνιστών, δεν θα αποτελούσε απειλή για τις υπάρχουσες εταιρίες που αναφέραμε, καθώς θα βρίσκονταν αντιμέτωπες με το πλεονέκτημα κόστους, την ισχυρή φήμη και την εύκολη πρόσβαση, των υφιστάμενων εταιρειών, σε προμηθευτές και πελάτες.

Οι εταιρίες προμηθεύονται το αργό πετρέλαιο από το εξωτερικό αφού η παραγωγή της Ελλάδας σε αργό είναι ελάχιστη. Η προμήθεια αυτή γίνεται είτε με μακροχρόνιες συμφωνίες είτε στην τρέχουσα αγορά και οι τιμές αγοράς του αργού καθορίζεται από διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου και έτσι οι προμηθευτές έχουν ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη. Στο διάγραμμα 3, παρουσιάζονται οι χώρες εισαγωγής αργού πετρελαίου¹⁵

Διάγραμμα 3: Χώρες εισαγωγής του αργού πετρελαίου.



Πηγή: IOBE, 2016

Ακολουθεί το διάγραμμα 4, στο οποίο παρουσιάζεται η πτωτική πορεία των πωλήσεων των πετρελαιοειδών τα τελευταία χρόνια¹⁶. Συγκεκριμένα, η σωρευτική μείωση ανέρχεται σε 37% από το 2008 έως το 2015 για τα καύσιμα κίνησης, ενώ για το τομέα των ναυτιλιακών και

¹⁵ Energy Information Administration, USA (ICAP, 2015)

¹⁶ IOBE, 2016

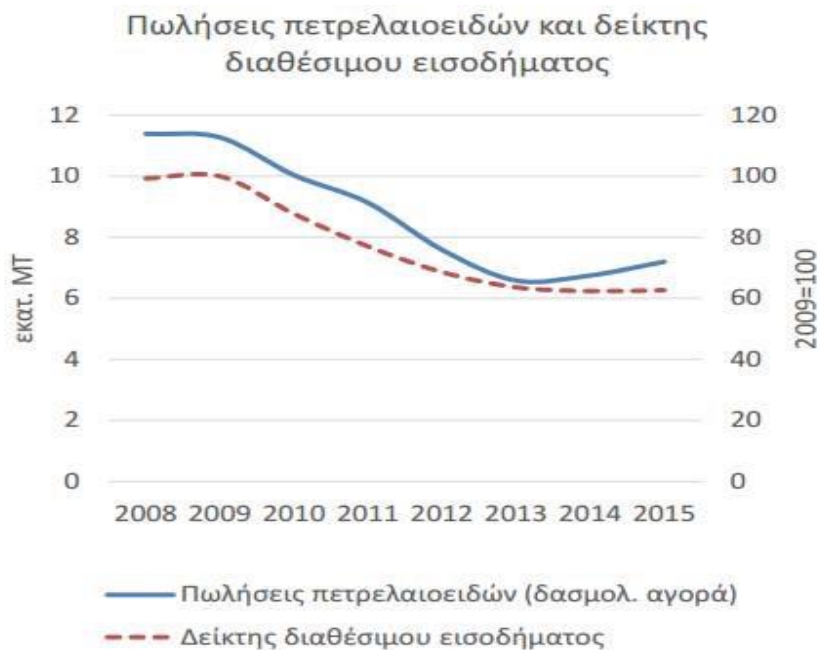
αεροπλοϊκών καυσίμων σε 31%. Η πτωτική πορεία που διαγράφεται είναι αποτέλεσμα της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος για τα συγκεκριμένα έτη (Διάγραμμα 5¹⁷).

Διάγραμμα 4: Πωλήσεις πετρελαιοειδών



Πηγή: IOBE, 2016

Διάγραμμα 5: Πωλήσεις πετρελαιοειδών και δείκτης διαθέσιμου εισοδήματος

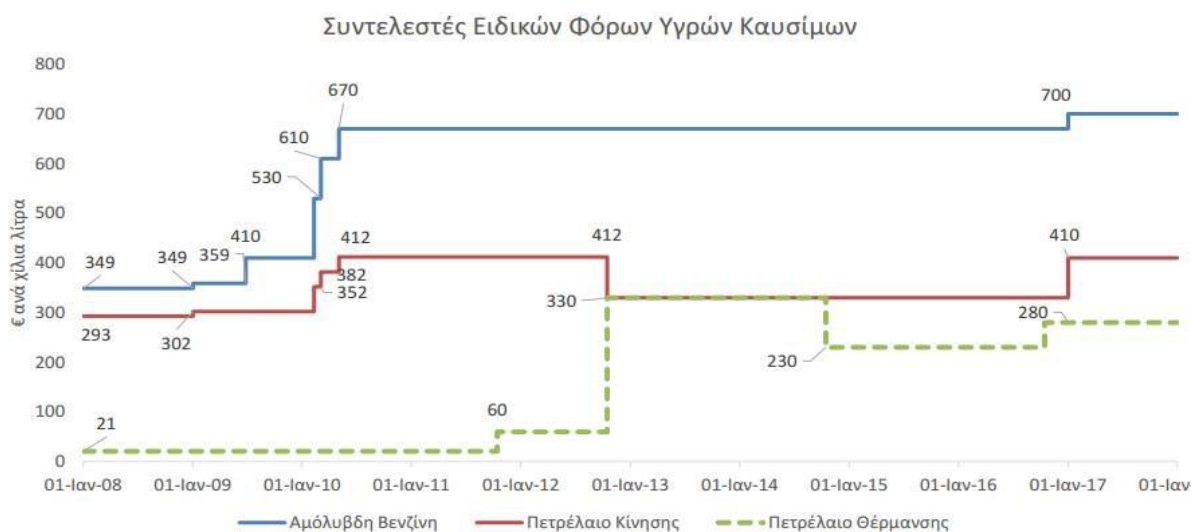


Πηγή: IOBE, 2016

¹⁷ IOBE, 2016

Η μεγάλη πτώση είναι επίσης αποτέλεσμα της αύξησης στη φορολογία των καυσίμων. Στο διάγραμμα 6¹⁸ που ακολουθεί παρουσιάζεται η διαχρονική μεταβολή των συντελεστών του ειδικού φόρου στα υγρά καύσιμα. Όπως παρατηρούμε, από το συγκεκριμένο διάγραμμα, από το 2008 μέχρι και το 2017, η αύξηση έχει αγγίξει το 100% και συγκεκριμένα από 349 ευρώ στα 1000lt το 2008 έφτασε τα 700 ευρώ για την ίδια ποσότητα το 2017. Στο πετρέλαιο θέρμανσης η επιβάρυνση είναι περίπου 13 φορές πάνω και συγκεκριμένα από 21 ευρώ στα 1000lt το 2008 έφτασε τα 280 ευρώ για την ίδια ποσότητα το 2017.

Διάγραμμα 6: Συντελεστές ειδικών φόρων υγρών καυσίμων.



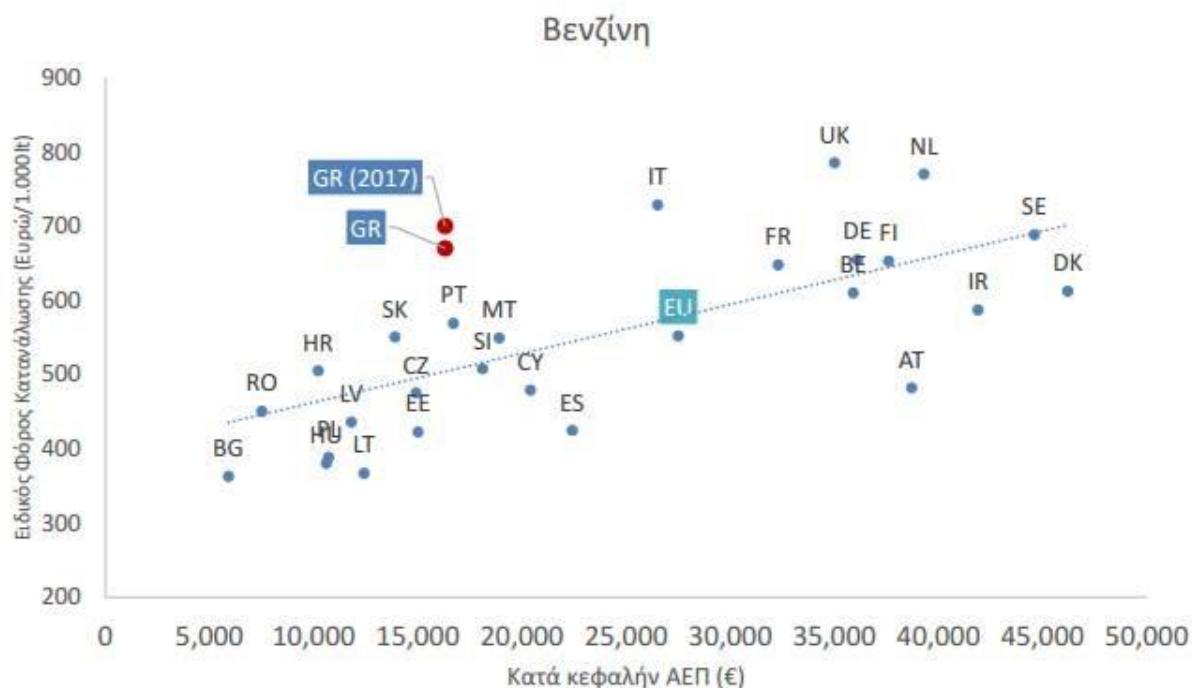
Πηγή: IOBE, 2016

Επίσης αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι αν και η φορολογική επιβάρυνση στην βενζίνη είναι ίδια με της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο συντελεστής ειδικού φόρου κατανάλωσης ωστόσο είναι υψηλότερος αναφορικά, σε δυσανάλογο επίπεδο, με το κατά κεφαλή εισόδημα. Στο διάγραμμα 7 που ακολουθεί παρουσιάζεται η σχέση ανάμεσα στη Βενζίνη και το ΑΕΠ¹⁹.

¹⁸ IOBE, 2016

¹⁹ IOBE, 2016

Διάγραμμα 7: Συντελεστές ειδικών φόρων υγρών καυσίμων.



Πηγή: IOBE, 2016

Για να κατανοήσουμε την περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται οι δύο εταιρίες που μελετάμε, παρουσιάζεται μία SWOT ανάλυση²⁰ για τον κλάδο των πετρελαιοειδών στην Ελλάδα ώστε να καταλάβουμε τα δυνατά και αδύνατα σημεία αλλά και τις ευκαιρίες – αδυναμίες:

Δυνατά Σημεία	Αδύνατα Σημεία
<ul style="list-style-type: none"> • Γεωγραφική θέση της χώρας και τουριστική κίνηση • Δραστηριοποίηση ισχυρών ελληνικών εταιριών • Εφαρμογή συστήματος εισροών- εκροών στα πρατήρια • Περιορισμένες δυνατότητες υποκατάστασης χρήσης αυτοκίνητου από μέσα σταθερής τροχιάς • Συνέχεις επενδύσεις στον κλάδο διύλισης και σημαντική εξαγωγική δραστηριότητα 	<ul style="list-style-type: none"> • Υψηλή φορολογική επιβάρυνση • Υψηλό και ανελαστικό κόστος στον κλάδο διύλισης • Χαμηλά περιθώρια κέρδους • Νοθεία, λαθρεμπορία, παραεμπόρια • Προβλήματα ρευστότητας (προκαταβολή δασμών και φορών, ώστε απαιτούνται αυξημένα κεφάλαια κίνησης) • Πτώση ζήτησης

²⁰ IOBE, 2016

Ευκαιρίες	Απειλές
<ul style="list-style-type: none"> • Αύξηση εξαγωγικής δραστηριότητας <ul style="list-style-type: none"> • Τουριστική κίνηση • Επαναδραστηριοποίηση κατασκευών δημοσίων έργων και οδικών αξόνων • Δημιουργία νέων Σταθμών Εξυπηρέτησης Αυτοκινητιστών <ul style="list-style-type: none"> • Εκμετάλλευση υδρογονανθράκων • Απελευθέρωση κλάδου βυτιοφόρων 	<ul style="list-style-type: none"> • Παρατεταμένη ύφεση και έλλειψη ρευστότητας • Υποκατάσταση πετρελαιοειδών από φυσικό αέριο • Τεχνολογική βελτίωση κινητήρων αυτοκινήτων και εισαγωγή νέων τεχνολογιών • Αύξηση επισφαλειών στην αγορά

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες, αν όχι ο σημαντικότερος, για την εξέλιξη του κλάδου τα επόμενα χρόνια είναι η διαμόρφωση των τιμών του πετρελαίου. Ωστόσο καθοριστικό ρόλο παίζει και η διαμόρφωση της φορολογικής πολιτικής η οποία επηρεάζει άμεσα τη τιμή ζήτησης.

Αλλαγές στο χάρτη πρατηρίων καυσίμων για το 2017

Στο πρώτο πεντάμηνο του έτους 2017 και παρά τα θετικά δείγματα των πωλήσεων τους δύο πρώτους μήνες, η αγορά των καυσίμων γύρισε ξανά στο κόκκινο. Η εξέλιξη αυτή εντείνει ακόμη περισσότερο τις πιέσεις αλλά και τον ανταγωνισμό στην αγορά, πυροδοτώντας νέες στρατηγικές κινήσεις,

Σε αυτό το περιβάλλον οι μεγάλοι του κλάδου συνεχώς αυξάνουν τα μερίδιά τους επιχειρώντας με νέες προσθήκες στα δίκτυά τους να διατηρήσουν σε υψηλά επίπεδα τις πωλήσεις τους.

Πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η κρίση είχε ως αποτέλεσμα το κλείσιμο περίπου του 23,5% των πρατηρίων, καθώς από περίπου 8500 η αγορά συρρικνώθηκε κάτω από τα 6500 πρατήρια.

Πρωταγωνιστές στις κινήσεις για επέκταση του δικτύου πωλήσεων αναδεικνύονται οι εταιρείες καυσίμων που ελέγχονται άμεσα από τους διυλιστηριακούς ομίλους. Δηλαδή SHELL, AVIN και CYCLON που ελέγχονται από την MOTOR OIL του Ομίλου Βαρδινογιάννη και ΕΚΟ και BP που ελέγχονται από τα Ελληνικά Πετρέλαια. Οι εταιρείες αυτές που ελέγχουν περίπου το 50% της αγοράς συνέχισαν με επιλεκτικές επιθετικές κινήσεις να αυξάνουν τα μερίδια αγοράς τόσο σε επίπεδο πρατηρίων όσο και σε επίπεδο όγκων πωλήσεων.

Χαρακτηριστικά η Motor Oil μετά την απορρόφηση της Cyclon, με την οποία ενίσχυσε το δίκτυό της με περίπου 200 πρατήρια, προχώρησε πρόσφατα στην εξαγορά των εγκαταστάσεων της Revoil στην Καβάλα αποκτώντας μια ακόμη βάση στη Β. Ελλάδα. Πηγές της αγοράς εκτιμούν ότι η συνεργασία των δύο εταιρειών είναι πιθανόν να μην περιοριστεί στις αποθήκες της Καβάλας και να αποκτήσει εν δυνάμει στρατηγικό χαρακτήρα.

Αντίστοιχες κινήσεις επέκτασης του δικτύου γίνονται και από τον όμιλο των ΕΛΠΕ. Στόχος είναι να γίνουν επιλεγμένες κινήσεις πανελλαδικά για την πύκνωση της παρουσίας της εταιρείας σε στοχευμένες περιοχές πχ με αυξημένο τουρισμό.

Εκτός από την ενίσχυση του δικτύου σε αριθμό πρατηρίων, οι δύο όμιλοι επιχειρούν να αυξήσουν τις πωλήσεις τους και με άλλους τρόπους. Για παράδειγμα η Coral μέσω της συνεργασίας που ανέπτυξε με την ΑΒ Βασιλόπουλος, έχει αυξήσει τα πρατήρια που διαθέτουν μίνι μάρκετ, ενώ παράλληλα σε άλλα σημεία έχει προσθέσει άλλες υπηρεσίες όπως καφέ. Στο ίδιο μήκος κύματος κινούνται και τα ΕΛΠΕ, έχοντας προχωρήσει σε σημαντικές αλλαγές στο δίκτυο της ΕΚΟ ενώ το ίδιο αναμένεται και για το δίκτυο της ΒΡ.

Με βάση τα στοιχεία από το παρατηρητήριο τιμών του υπουργείου ανάπτυξης περίπου το 50% των πρατηρίων της αγοράς ανήκει στις εταιρείες που ελέγχονται από τα δύο διυλιστήρια δηλαδή τις εταιρείες ΕΚΟ, ΒΡ, Shell, Avin και Cyclon. Αναλυτικά τα στοιχεία που δίνουν μια ενδεικτική αποτύπωση της κατάστασης της αγοράς έχουν ως εξής:

Πίνακας 4.1: Κατάσταση αγοράς πρατηρίων καυσίμου

ΕΚΟ	930	14,50%
ΒΡ	810	12,70%
SHELL	750	11,70%
ΕΛΙΝΟΙΑ	580	9,00%
REVOIL	550	8,6%
ΑΕΓΕΑΝ	520	8,10%
ΑΒΙΝ	480	7,50%
ΕΤΕΚΑ	250	3,90%

SILKOIL	240	3,70%
CYCLON	200	3,20%
ΑΛΛΑ ΣΗΜΑΤΑ	400	6,20%
ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΑ ΠΡΑΤΗΡΙΑ	700	10,90%
Σύνολο	6410	100,00%

Πηγή: <https://www.news247.gr/energia/allages-sto-charti-ton-pratirion-kaysimon.6509565.html>

Παρουσίαση της Μότορ Οйл Ελλάς

Η Μότορ Οйл Ελλάς κατέχει θέση ηγέτη στο κλάδο των πετρελαιοειδών στην Ελλάδα, παράγοντας και εξάγοντας ένα μεγάλο φάσμα ενεργειακών προϊόντων. Αποτελεί στυλοβάτη όχι μόνο της εθνικής οικονομίας αλλά κατέχει και ηγετικό ρόλο στην Νοτιοανατολική Ευρώπη. Είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και συμπεριλαμβάνεται στο Γενικό δείκτη (ATHEX COMPOSITE INDEX), στο δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE/ATHEX LARGE CAP) αλλά και σε επιμέρους κλαδικούς δείκτες.

Αποτελεί το μεγαλύτερο ιδιωτικό βιομηχανικό συγκρότημα της Ελλάδος, μαζί με τις βοηθητικές εγκαταστάσεις και τις εγκαταστάσεις διακίνησης καυσίμων, και ένα από τα πιο ευέλικτα διυλιστήρια στην Ευρώπη. Έχει την δυνατότητα να κατεργάζεται διαφόρων τύπων αργό πετρέλαιο και να παράγει ένα μεγάλο φάσμα προϊόντων με τις αυστηρότερες διεθνείς προδιαγραφές, εξυπηρετώντας μεγάλες εταιρίες εμπορίας καυσίμων στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Επίσης αποτελεί τη μοναδική Ελληνική εταιρία κατασκευής και συσκευασίας λιπαντικών, εγκεκριμένα από διεθνείς οργανισμούς και από τις ένοπλες δυνάμεις των ΗΠΑ.

Κατέχει πιστοποίηση ISO 9001:2009 για την παραγωγή εμπορία αλλά και παράδοση καυσίμων, βιοκαυσίμων, λιπαντικών, κεριών καθώς και προϊόντα ασφάλτου. Πιστοποίηση κατέχει επίσης και το σύστημα περιβαλλοντικής της διαχείρισης για το συστήματα περιβαλλοντικής διαχείρισης αλλά και για το σύστημα υγιεινής και ασφάλειας με το OHSAS 18001:2007.

Στα πλαίσια της δέσμευσης της εταιρίας για συνεχή καθολική βελτίωση της ποιότητας, το Σεπτέμβριο του 2006 πραγματοποιήθηκε διαπίστευση του Χημείου του διυλιστηρίου σύμφωνα με το πρότυπο ISO 17025: 2005, από εθνικό σύστημα Διαπίστευσης, η οποία είχε ισχύ μέχρι και το Σεπτέμβριο του 2018.

Επιπλέον πραγματοποιώντας την δέσμευση της για συνεχή βελτίωση στη περιβαλλοντική διαχείριση, από το 2007 εκδίδει σε εθελοντική βάση την ετήσια Περιβαλλοντική Δήλωση σύμφωνα με τον Ευρωπαϊκό Κανονισμό EMAS (Eco-Management and Audit Scheme) 1221/2009 η οποία έχει επικυρωθεί από τη Bureau Veritas.

Ένας σημαντικός παράγοντας που οδήγησε στην επιτυχημένη πορεία της MOE είναι το ανθρώπινο δυναμικό το οποίο αποτελεί ανεκτίμητο κεφάλαιό της. Έτσι μέσα από συνεχή εκπαίδευση των εργαζομένων, την διασφάλιση καλών συνθηκών εργασίας και τις σημαντικές παροχές που τους εξασφαλίζει στοχεύει στην ανάπτυξη των εργαζομένων σε ένα καλύτερο δυνατό επίπεδο ώστε να αποτελέσουν κινητήριο μοχλό στην περαιτέρω ανάπτυξη της εταιρίας.

Το όραμα της εταιρίας είναι η ηγετική θέση στον τομέα της διύλισης πετρελαίου και εμπορίας προϊόντων στην ευρύτερη περιοχή, ενώ ο εταιρικός στόχος της είναι η αύξηση της μετοχικής αξίας της μέσα από την αποτελεσματική αξιοποίηση της τεχνολογίας διύλισης και των πρακτικών που ακολουθεί στην προώθηση και πώληση, ώστε να εξυπηρετούνται οι ανάγκες των πελατών της και να διεκρινθεί το μερίδιό της στην εσωτερική αγορά²¹.

Παρουσίαση της εταιρίας Shell Hellas

Η εταιρία Shell αποτελεί όμιλο παγκόσμιας εμβέλειας όσον αφορά το τομέα της ενέργειας και των πετροχημικών προϊόντων. Ασκεί δραστηριότητες σε περισσότερες από 70 χώρες και απασχολεί 94 χιλιάδες εργαζόμενους.

²¹ http://www.moh.gr/Default.aspx?a_id=10391

Τον Ιούνιο του 2010 ολοκληρώθηκε η εξαγορά της εταιρίας από την Μότορ Όιλ (Ελλάς) Δωλιστήρια Κορίνθου Α.Ε. η οποία αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους ομίλους στην Ελλάδα, όπως περιγράφηκε στις προηγούμενες παραγράφους.

Η εξαγορά αφορά τις δραστηριότητες της Shell στον τομέα των πρατηρίων, τα οποία θα συνεχίσουν να διατηρούν το εμπορικό σήμα αλλά και τα προϊόντα Shell, βάση μίας Σύμβασης Άδειας Χρήσης Σημάτων πενταετούς διάρκειας μεταξύ των δύο εταιριών, καθώς επίσης και τις δραστηριότητες εμπορικών και βιομηχανικών καυσίμων, ασφάλτου, χημικών, υγραερίου, δραστηριότητες εφοδιασμού και διανομής και τέλος τις εγκαταστάσεις παραγωγής λιπαντικών στην Ελλάδα.

Στην συμφωνία περιλαμβάνεται επίσης η δημιουργία μίας κοινοπραξίας μεταξύ των εταιριών, που αφορά το κλάδο της αεροπορίας η οποία θα συνεχίσει να χρησιμοποιεί το εμπορικό σήμα της Shell²².

Τα βασικά σημεία της απόφασης της Ε/Α για την εξαγορά

Στις 26 Μαρτίου 2010, εγκρίθηκε από την επιτροπή ανταγωνισμού η εξαγορά υπό όρους και προϋποθέσεις (διορθωτικά μέτρα) που αφορούν τους νομούς Ιωαννίνων για τις αγορές για τις αγορές λιανικής πώλησης βενζίνης και πετρελαίου κίνησης και τους νομούς Κεφαλληνίας για την αγορά λιανικής πώλησης πετρελαίου θέρμανσης.

Στο πλαίσιο αυτό, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η Motor Oil θα πρέπει:

1. Να απωλέσει, εντός του οριζόμενου από την Επιτροπή χρονικού διαστήματος, από το δίκτυό της πρατήρια στους νομούς Κεφαλληνίας και Ιωαννίνων, που ισοδυναμούν σε μείωση όγκου και άρα σε αντίστοιχη μείωση του μεριδίου αγοράς του δικτύου λιανικής της νέας οντότητας στις ανωτέρω αγορές στο 55%, βάσει στοιχείων έρευνας της Γενικής Διεύθυνσης Ανταγωνισμού για το 2009. Η απώλεια των πρατηρίων θα επιτευχθεί είτε από τη μη ανανέωση είτε από την καταγγελία συμβάσεων των Shell/Avin με τους πρατηριούχους.

²² https://www.shell.gr/el_gr/about-shell/who-we-are.html

2. Να χορηγήσει στην Επιτροπή, μετά την έγκριση της συγκέντρωσης, κατάλογο και χάρτη με την τοποθεσία των πρατηρίων των Shell που προτίθεται να αποδεσμεύσει σταδιακά στους επίμαχους νομούς, στο οριζόμενο από την Επιτροπή διάστημα, και με αναφορά στην ετήσια (στοιχεία 2009) κατανάλωση κάθε πρατηρίου, προκειμένου να καταστεί δυνατή η έγκριση της αποδέσμευσης των πρατηρίων καυσίμων από την Επιτροπή και γενικά η παρακολούθηση της συμμόρφωσης της εταιρείας.
3. Να μην επανακτήσει, για έξι χρόνια, τα συγκεκριμένα πρατήρια που θα απωλέσει από την επίτευξη της μείωσης - στόχου του μεριδίου στο 55%.

Επισημαίνεται, ότι η εξεταζόμενη υπόθεση συγκέντρωσης, παραπέμφθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού, στις 15.03.2010 (Case No COMP/M5637), σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9 του Κοινοτικού Κανονισμού 139/2004"

Κεφάλαιο 5ο «Μεθοδολογία και εμπειρικά αποτελέσματα »

Στις παραγράφους που ακολουθούν παρουσιάζεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για την εύρεση των υπερκανονικών αποδόσεων καθώς και εφαρμογή της. Επιπλέον αναλύονται τα ευρήματα της εμπειρικής εφαρμογής.

Μεθοδολογία

Ο υπολογισμός των υπερκανονικών αποδόσεων, στις παραγράφους που ακολουθούν, βασίστηκε στη μεθοδολογία των Warner & Brown (1980, 1985). Οι συντομογραφίες που χρησιμοποιούνται στα κεφάλαια που ακολουθούν είναι οι εξής:

- AAR: μέση υπερκανονική απόδοση
- AR: υπερκανονική απόδοση.

Ως περίοδος γεγονότος έχουν οριστεί οι είκοσι (20) ημέρες (χρηματιστηριακές) πριν και μετά την ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς (-20,+20), η οποία ονομάζεται ημέρα μηδέν (day 0).

Ο υπολογισμός της κανονικής απόδοσης της μετοχής έγινε χρησιμοποιώντας το μοντέλο του ενός παράγοντα ή αλλιώς μοντέλο της αγοράς στο οποίο ως παράγοντας χρησιμοποιείται το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Στο συγκεκριμένο μοντέλο ο κίνδυνος της μετοχής προσδιορίζεται ιστορικά από το CAMP²³. Έτσι η κανονική απόδοση της μετοχής δίνεται από την σχέση:

$$R = a + \beta R_{\Gamma\Delta T} \quad (1)$$

όπου:

- R: η απόδοση της μετοχής
- a: η σταθερά της παλινδρόμησης
- β: ο συντελεστής του συστημικού κινδύνου (beta coefficient)
- $R_{\Gamma\Delta T}$: η απόδοση του γενικού δείκτη τιμών

²³ Πετραλιάς Αθ. και Τζάβαλης Η. (2008), Ross (1976), Scholes & Williams (1977), Wenston et al. (1998), Ross et al. (1999)

Η υπερκανονική απόδοση της μετοχής υπολογίζεται από τη σχέση (2), που ακολουθεί, κάνοντας χρήση των εκτιμήσεων $\hat{\alpha}$, $\hat{\beta}$ για τα α και β αντίστοιχα τα οποία προέκυψαν από την σχέση (1).

$$AR_t = R_t - \hat{R} \quad (2)$$

Όπου $\hat{R} = \hat{\alpha} - \hat{\beta} R_{\Gamma\Delta T}$ και R_t η απόδοση της μετοχής την ημέρα t .

Επομένως η υπερκανονική απόδοση μίας μετοχής την t ημέρα προκύπτει από την διαφορά των τιμών της απόδοσης της μετοχής, για την συγκεκριμένη μέρα t , και της κανονικής απόδοσης της μετοχής η οποία δεν επηρεάζεται από την ανακοίνωση εξαγοράς. Αφού υπολογιστεί η υπερκανονική απόδοση για κάθε ημέρα της περιόδου, υπολογίζεται στην συνέχεια η μέση υπερκανονική απόδοση, η οποία δίνεται από τη σχέση :

$$AAR = \frac{\sum_{i=1}^n AR}{N} \quad (3)$$

Συσχετισμοί ανάλυσης και μεθοδολογίας με την υπάρχουσα βιβλιογραφία

Οι περισσότερες έρευνες που αφορούν τις εξαγορές και συγχωνεύσεις χρησιμοποιούν την μέθοδο των επιχειρηματικών συμβάντων (event study methodology). Στη συγκεκριμένη μέθοδο εξετάζονται οι υπερκανονικές αποδόσεις, δηλαδή οι αποκλίσεις ανάμεσα στις πραγματικές και τις αναμενόμενες αποδόσεις, που πιθανώς παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών σε μία αποτελεσματική αγορά εξαιτίας της ανακοίνωσης της εξαγοράς ή συγχώνευσης. Σε αυτές τις μελέτες εφαρμόζεται το μοντέλο της αγοράς το οποίο χρησιμοποιείται είτε μετά από τροποποιήσεις είτε συνδυαστικά με άλλα μοντέλα.

Στο παρελθόν συνηθέστερη ήταν η χρήση του μοντέλου της προσαρμοσμένης, με τον δείκτη της αγοράς, απόδοσης. Το συγκεκριμένο μοντέλο βασίζεται στην υπόθεση ότι η αναμενόμενη απόδοση όλων των αξιολογούμενων είναι ίδια και ίση σε κάθε περίοδο με την αναμενόμενη

απόδοση της αγοράς. Έχει πολλές ομοιότητες με το μοντέλο της αγοράς με τη σημαντικότερη διαφορά να είναι ότι δεν γίνεται χρήση παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων. Χρησιμοποιείται ώστε να ελεγχθεί η δυναμική των ευρημάτων καθώς επίσης και για να συγκριθούν τα ευρήματα με αυτά προηγούμενων ερευνών. Κάποιοι από τους συγγραφείς οι οποίοι χρησιμοποίησαν στις μελέτες τους το συγκεκριμένο μοντέλο ήταν οι Aw και Chatterjee (2004), Sudarsanam και Mahate (2003), Dodd και Ruback (1977).

Εμπειρικά ευρήματα

Στις παραγράφους που ακολουθούν θα περιγράφουν τα βήματα που ακολουθήθηκαν για την εφαρμογή της μεθοδολογίας της προηγούμενης υποενότητας. Αρχικά αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών οι τιμές κλεισίματος της μετοχής Motor Oil καθώς και του γενικού δείκτη για μία περίοδο ± 20 ημερών από την ημέρα ανακοίνωσης εξαγοράς, η οποία όπως αναφέρθηκε αποτελεί την ημέρα μηδέν. Στη συνέχεια υπολογίστηκε η απόδοση της μετοχής και του Γενικού Δείκτη, τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στο Πίνακα 5.2.1 που ακολουθεί.

Πίνακας 5.2.1 : Τιμές κλεισίματος και αποδόσεις μετοχής Motor Oil και ΓΔ.

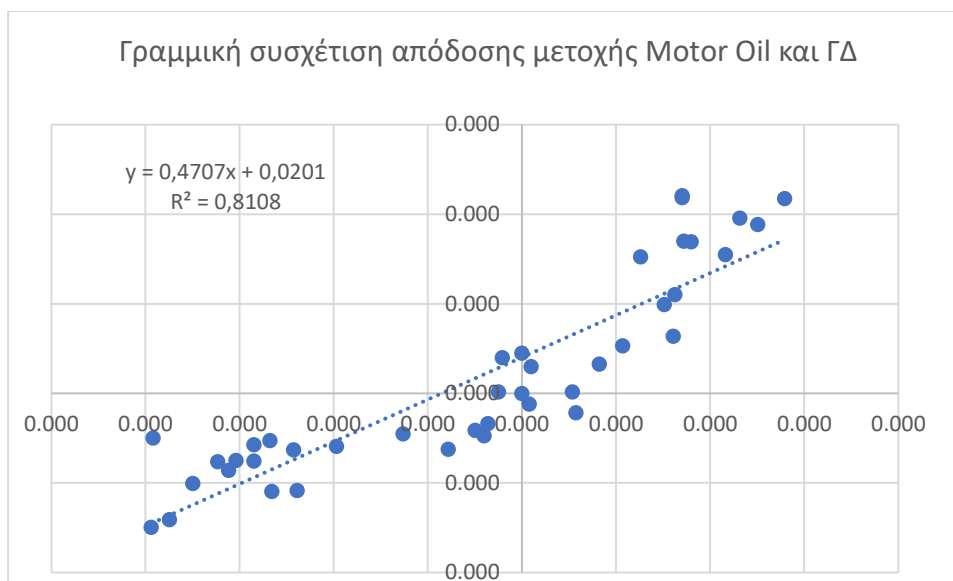
	Ημερομηνία	Τιμές κλεισίματος	Απόδοση μετοχής	Τιμές κλεισίματος ΓΔ	Απόδοση ΓΔ
20	22/10/2009	11,59	0,108	2811,26	0,077
19	21/10/2009	11,77	0,125	2855,07	0,094
18	20/10/2009	11,92	0,140	2892,82	0,109
17	19/10/2009	11,67	0,116	2864,63	0,098
16	16/10/2009	11,4	0,090	2830,01	0,085
15	15/10/2009	11,35	0,085	2894,15	0,109
14	14/10/2009	11,35	0,085	2896,91	0,110
13	13/10/2009	11,12	0,063	2807,89	0,076
12	12/10/2009	11,36	0,086	2830,78	0,085
11	09/10/2009	11,31	0,081	2753,23	0,055
10	08/10/2009	11,25	0,076	2738,74	0,050
9	07/10/2009	11,3	0,080	2692,42	0,032
8	06/10/2009	11,02	0,054	2678,5	0,027
7	05/10/2009	10,76	0,029	2581,07	-0,011

6	02/10/2009	10,5	0,004	2593,43	-0,006
5	01/10/2009	10,51	0,005	2648,05	0,015
4	30/09/2009	10,35	-0,011	2661,42	0,020
3	29/09/2009	10,46	0,000	2667,62	0,022
2	28/09/2009	10,89	0,041	2652,03	0,016
1	25/09/2009	10,74	0,027	2611,56	0,001
0	24/09/2009	10,46	0,000	2609,25	0,000
-1	23/09/2009	10,33	-0,012	2611,52	0,001
-2	22/09/2009	10,27	-0,018	2565,05	-0,017
-3	21/09/2009	10,05	-0,039	2527,9	-0,031
-4	18/09/2009	10,2	-0,025	2555,37	-0,021
-5	17/09/2009	10,25	-0,020	2547,47	-0,024
-6	16/09/2009	9,8	-0,063	2550,13	-0,023
-7	15/09/2009	9,43	-0,098	2531,94	-0,030
-8	14/09/2009	9,21	-0,120	2468	-0,054
-9	11/09/2009	9,19	-0,121	2527,11	-0,031
-10	10/09/2009	8,97	-0,142	2510,56	-0,038
-11	09/09/2009	8,97	-0,142	2534,57	-0,029
-12	08/09/2009	8,87	-0,152	2511,81	-0,037
-13	07/09/2009	8,83	-0,156	2497,15	-0,043
-14	04/09/2009	8,5	-0,187	2425,23	-0,071
-15	03/09/2009	8,4	-0,197	2414,21	-0,075
-16	02/09/2009	8,63	-0,175	2477,98	-0,050
-17	01/09/2009	8,77	-0,162	2509,52	-0,038
-18	31/08/2009	9,07	-0,133	2466,41	-0,055
-19	28/08/2009	9,06	-0,134	2540,4	-0,026
-20	27/08/2009	8,41	-0,196	2544,45	-0,025

Πηγή: www.helex.gr

Ακολουθεί το διάγραμμα 5.2.1 στο οποίο απεικονίζεται η γραμμική συσχέτιση της απόδοσης της μετοχής της εταιρίας Motor Oil και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη τιμών, και προέκυψε από τον ανωτέρω πίνακα.

Διάγραμμα 5.2.1: Γραμμική συσχέτιση απόδοσης μετοχής Motor Oil και ΓΔ



Από την γραμμική παλινδρόμηση εξάγονται οι τιμές της σταθεράς παλινδρόμησης (α) και του συντελεστή συστημικού κινδύνου (beta coefficient, β) οι οποίες είναι:

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Interc	0,02009	0,00384	5,22352	6,172	0,01231	0,02787	0,01231	0,02787
ept X	341	672	249	4E-06	269	413	269	413
Variab le 1	0,47074	0,03641	12,9265	1,117	0,39708	0,54440	0,39708	0,54440
	484	687	585	2E-15	476	491	476	491

Παρατηρούμε ότι η τιμή του συντελεστή α είναι 0,02009 με τυπικό σφάλμα 0,00384 ενώ του β είναι 0,47074 με τυπικό σφάλμα 0,03641. Τα p-values είναι $6,1724 \times 10^{-6}$ και $1,1172 \times 10^{-15}$ αντίστοιχα, ενώ οι τιμές αυτές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης:

$$0,01231269 \leq \alpha \leq 0,02787413$$

$$0,39708476 \leq \beta \leq 0,54440491$$

Επομένως η κανονική απόδοση της μετοχής δίνεται από την σχέση :

$$R = 0,4707 R_{\Gamma\Delta} + 0,0201$$

και έτσι υπολογίζουμε τις υπερκανονικές αποδόσεις της μετοχής βάση της σχέσης

$$AR_t = R_t - \hat{R}$$

Όπου $\hat{R} = \hat{\alpha} - \hat{\beta} R_{\Gamma\Delta T}$ και R_t η απόδοση της μετοχής την ημέρα t .

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στο Πίνακα 5.2.2 που ακολουθεί.

Πίνακας 5.2.2.: Υπερκανονικές αποδόσεις

	ημερομηνία	\hat{R}	Ar_t
20	22/10/2009	-0,0163	0,0306
19	21/10/2009	-0,0242	0,0310
18	20/10/2009	-0,0311	0,0309
17	19/10/2009	-0,0260	0,0178
16	16/10/2009	-0,0197	0,0053
15	15/10/2009	-0,0313	-0,0241
14	14/10/2009	-0,0318	-0,0252
13	13/10/2009	-0,0157	-0,0130
12	12/10/2009	-0,0199	0,0011
11	09/10/2009	-0,0059	0,0261
10	08/10/2009	-0,0033	0,0259
9	07/10/2009	0,0051	0,0484
8	06/10/2009	0,0076	0,0270
7	05/10/2009	0,0252	0,0395
6	02/10/2009	0,0230	0,0099
5	01/10/2009	0,0131	-0,0101
4	30/09/2009	0,0107	-0,0305
3	29/09/2009	0,0096	-0,0224
2	28/09/2009	0,0124	0,0247
1	25/09/2009	0,0197	0,0259
0	24/09/2009	0,0201	0,0000
-1	23/09/2009	0,0197	-0,0133
-2	22/09/2009	0,0281	-0,0012
-3	21/09/2009	0,0348	-0,0080
-4	18/09/2009	0,0298	-0,0042
-5	17/09/2009	0,0312	0,0036
-6	16/09/2009	0,0308	-0,0404
-7	15/09/2009	0,0340	-0,0688

-8	14/09/2009	0,0456	-0,0654
-9	11/09/2009	0,0349	-0,0899
-10	10/09/2009	0,0379	-0,1046
-11	09/09/2009	0,0336	-0,1138
-12	08/09/2009	0,0377	-0,1147
-13	07/09/2009	0,0403	-0,1129
-14	04/09/2009	0,0533	-0,1169
-15	03/09/2009	0,0553	-0,1222
-16	02/09/2009	0,0438	-0,1246
-17	01/09/2009	0,0381	-0,1233
-18	31/08/2009	0,0459	-0,0781
-19	28/08/2009	0,0325	-0,1075
-20	27/08/2009	0,0318	-0,1711

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει η μέση υπερκανονική απόδοση (AAR) της μετοχής της Motor Oil, η οποία είναι:

$$AAR = \frac{\sum_{i=1}^{40} AR}{40} = -0,033$$

Στο διάγραμμα που ακολουθεί απεικονίζεται η διαχρονική εξέλιξη, για την υπό μελέτη περίοδο, των υπερκανονικών αποδόσεων της μετοχής Motor Oil.

Διάγραμμα 5.2.2: Διαχρονική μεταβολή υπερκανονικών αποδόσεων



Στο παραπάνω διάγραμμα παρατηρείται η ανοδική πορεία της υπερκανονικής απόδοσης της μετοχής η οποία σταθεροποιείται σε θετικές τιμές μετά την ημέρα μηδέν. Η υψηλότερη υπερκανονική απόδοση λαμβάνεται την ένατη μέρα μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Η θετική πορεία της υπερκανονικής απόδοσης είναι πολύ σημαντική αφού αν είναι θετική η εξαγορά δημιουργεί αξία ενώ στην αντίθετη περίπτωση η εξαγορά καταστρέφει αξία. Επομένως συμπερασματικά η εταιρία ωφελήθηκε από την εξαγορά.

Τέλος στο πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται οι μέσες υπερκανονικές αποδόσεις για διάφορες περιόδους γεγονότων.

Πίνακας 5.2.3.: Μέση υπερκανονική απόδοση επιλεγμένων περιόδων

Περίοδος γεγονότος	AAR
[-1, 1]	0,0042
[-5, 5]	-0,0032
[-10, 10]	-0,0121
[-1, 20]	0,0093

Όπως παρατηρούμε, από το Πίνακα 5.2.3., θετικές υπερκανονικές αποδόσεις εμφανίζονται για την περίοδο μία μέρα πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς και μία μέρα μετά, καθώς και για την περίοδο μία μέρα πριν και 20 μέρες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Αντίθετα για τα διαστήματα πέντε μέρες πριν και μετά καθώς και δέκα μέρες πριν και μετά, οι υπερκανονικές αποδόσεις είναι αρνητικές.

Κεφάλαιο 6ο «Συμπεράσματα» »

Συμπεράσματα

Στην παρούσα εργασία διερευνήθηκαν οι υπερκανονικές αποδόσεις των μετοχών των εταιριών που πιθανόν προέκυψαν μετά την εξαγορά της εταιρίας Shell από την Motor Oil Hellas. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος ανάλυσης δεδομένων, για τις τιμές μετοχών, ώστε να εξεταστεί κατά πόσο αυτές επηρεάστηκαν, κατά περιόδους, πριν και μετά από την ανακοίνωση της εξαγοράς.

Για την πραγματοποίηση της μελέτης έγινε χρήση του υποδείγματος αγοράς (Market Model), από την οποία εξήγαμε συμπεράσματα για το βαθμό στον οποίο επηρεάστηκε η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών από τα οικονομικά γεγονότα. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, οι προσδοκίες των επενδυτών αναπροσαρμόζονται, όσον αφορά την κερδοφορία των εταιριών, εξαιτίας γεγονότων που συνδέονται με εξαγορές και συγχωνεύσεις και βάσει αυτών των αλλαγών ωθούνται σε αγοροπωλησίες μετοχών. Επομένως είναι λογικό η χρηματιστηριακή αξία τιμή των μετοχών να επηρεάζεται από αυτές τις αγοροπωλησίες και να δημιουργούνται μη κανονικές – υπερκανονικές αποδόσεις.

Η πλειοψηφία των διεθνών μελετών, οι οποίες προσπάθησαν να επιβεβαιώσουν αυτή τη θεωρία, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των εξαγοραζομένων εταιριών επωφελούνται αποκομίζοντας κέρδη ενώ αντίθετα οι εξαγοράζουσες εταιρίες παρουσιάζουν ζημίες, σε μικρό βαθμό, στις περισσότερες των περιπτώσεων.

Στο πρακτικό μέρος της εργασίας χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία για τις τιμές κλεισίματος της εταιρίας Motor Oil καθώς και του γενικού δείκτη, για μία περίοδο 20 ημερών πριν και μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς της εταιρίας Shell από την εταιρία Motor Oil Hellas. Τα συμπεράσματα που προέκυψαν συμβαδίζουν με τις αναφορές της διεθνούς και εγχώριας βιβλιογραφίας, που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο. Συγκεκριμένα, οι υπερκανονικές αποδόσεις οι οποίες υπολογίστηκαν για διάφορες υποπεριόδους της υπό μελέτη περιόδου βρέθηκαν στην πλειονότητά τους θετικές. Η ανοδική πορεία των υπερκανονικών αποδόσεων επιβεβαιώνεται και από το διάγραμμα 5.2.2 στο οποίο παρουσιάζεται η διαχρονική μεταβολή τους. Οι υποπερίοδοι στις οποίες οι υπερκανονικές

αποδόσεις ήταν αρνητικές επιβεβαιώνουν το γεγονός ότι αν και οι εξαγορές είναι ένας τρόπος να ενδυναμωθεί η επιχείρηση όταν διανύει μία περίοδο κρίσης, ωστόσο μια τέτοια κίνηση μπορεί να κριθεί αρνητικά από την αγορά. Κάποιοι λόγοι στους οποίους μπορεί να οφείλεται το γεγονός αυτό είναι το ύψος της εξαγοράς ή πιθανόν η σχέση ανάμεσα στις εμπλεκόμενες εταιρίες.

Περιορισμοί και μελλοντική έρευνα.

Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα αφορούν μόνο το συγκεκριμένο πλαίσιο ανάλυσης και μόνο για την περίοδο στην οποία αυτό μελετήθηκε. Πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψιν ότι δεν χρησιμοποιήθηκαν άλλες θεωρίες που μπορεί να επηρεάσουν τα συγκεκριμένα αποτελέσματα όπως είναι η μέθοδος υποκειμένης εκτίμησης στελεχών επιχειρήσεων ή αξιολόγησης της λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων, καθώς επίσης και το γεγονός ότι το κλίμα που επικρατούσε, τη συγκεκριμένη περίοδο, τόσο στο ελληνικό χρηματιστήριο όσο και στην ελληνική οικονομία γενικά, ήταν συνεχώς μεταβαλλόμενο και ασταθές.

Περαιτέρω έρευνα, όσο αφορά τον προσδιορισμό των παραγόντων που επηρεάζουν τις αποδόσεις μετοχών των εταιριών που συμμετέχουν σε εξαγορές, θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί και σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Σκοπό της μακροπρόθεσμης ανάλυσης θα μπορούσε να ήταν η σύγκριση των επιδράσεων των παραγόντων, σε σχέση με την βραχυπρόθεσμη ανάλυση της παρούσας εργασίας, στα πλαίσια της πραγματοποίησης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Επιπλέον θα μπορούσε να ερευνηθεί ο βαθμός στον οποίο οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις ήταν εχθρικές ή φιλικές καθώς και ο τρόπος επηρεασμού των αποδόσεων.

Παράρτημα

Στο Πίνακα 7.1 που ακολουθεί παρουσιάζονται περιγραφικά στατιστικά στοιχεία του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε στο 5^ο Κεφάλαιο της παρούσας εργασίας.

	Τιμές κλεισίματος	Απόδοση μετοχής	Τιμές κλεισίματος ΓΔ	Απόδοση ΓΔ
Μέση τιμή	10,2022	-0,0246	2631,4054	0,0146
Διάμεσος	10,3500	-0,0105	2593,4300	0,0000
Διακύμανση	1,1832	0,0108	20122,9950	0,0030
Ελάχιστη τιμή	8,4100	-0,1960	2414,2100	-0,0690
Μέγιστη τιμή	11,5900	0,1080	2896,9100	0,1170

Βιβλιογραφία

1. Weston J. Fred and Weaver Samuel, (2004), “Mergers and Acquisitions”, McGraw Hill Education Europe
2. Γεωργακόπουλος Ν. ,Λ. (2004), “Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών” εκδόσεις Σάκκουλα
3. Chambers R. Donald – Lacey J. Nelson, “Modern Corporate Finance Theory and Practice, Second edition”, p. 556 - 557

4. Σακέλλης Ι., Ε. (2001), «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης», εκδ. Βρύκουσ, Πειραιάς
5. Παπαδάκης Μ. , Β.(1999) «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία», Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα,, σελ. 339-340
6. Τραυλός Γ. , Ν. (2000) «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Διεθνείς εμπειρίες και ελληνικές προοπτικές», Τάσεις – Ειδική ετήσια έκδοση, σελ. 178
7. Shleifer A. and Vishny, R.W (1991). «Takeovers in the ‘60s and the ‘80s: Evidence and Implication», Strategic Management Journal.
8. Porter, M. (1987) “From Competitive Advantage to Corporate Strategy”, Harvard Business Review, May/June 1987, pp. 43-59.
9. Travlos G. Nikolaos (1987) «Corporate takeover bids, method of payment and bidding firm stock returns», pp. 178-179
10. Παναγιώτης Φώτης, Μιχαήλ Πολέμης, Νικόλαος Ζευγώλης, «Κερδοφόρες Συγκεντρώσεις και Αιτήσεις Άδειας Παρέκκλισης: Αναλύσεις Γεγονότων σε Αποφάσεις της Επιτροπής Ανταγωνισμού (1995-2008)».
11. Panagiotis Fotis, Michael Polemis, (2012), «The short run competitive effects of merger enforcement».
12. Panagiotis Fotis, Michael Polemis, Nikolaos Zevgolis, (2010), «Robust event studies for derogation from suspension of concentrations in Greece during the period 1995-2008».
13. Μιχάλης, Μ. (2006) «Εξαγορές χωρίς Σύνορα», Τα Νέα, 4/3/2006 σελ. Ι11
14. Lyons B. R. (2004) «Reform of European Merger Policy». Review of international Economic, 12(2), p. 246-262
15. Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 30/04/2004, Παράρτημα Ι, 1,1 Τμήμα 6, παράγραφος 1 σελ. 133/15
16. Κανονισμός (ΕΚ) αριθμός 802/2004 της Επιτροπής της 7ης Απριλίου 2004 για την εφαρμογή του κανονισμού του (ΕΚ) αριθμό 1369/2004 του Συμβουλίου για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων Τμήμα 6, παράγραφος 1 σελ. 133/16
17. Παπαιωάννου Γ. (1998), «Συγχωνεύσεις Πιστωτικών Ιδρυμάτων και Επιτροπή Ανταγωνισμού», Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, Γ Τρίμηνο
18. Ξανθάκης, Μ. (2000), «Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών», εκδ. Παμίσος, Αθήνα
19. Ρόκας Κ. Ν., (2006), «Εμπορικές Εταιρίες», εκδ. Σάκκουλα

20. Mariana Sehleanu, 2017, Merger and Acquisition Activity During the Fifth Wave: USA vs. EU. In: Vaduva S., Fotea I., Thomas A. (eds) Development, Growth and Finance of Organizations from an Eastern European Context. Springer, Cham
21. Gaughan, P. A., 2011, Mergers, acquisitions, and corporate restructurings (5th ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
22. Nikandrou, I., Papalexandris, N. and Bourantas, D. (2000), “Gaining employee trust after acquisition: implications for managerial action”, *Employee Relations*, Vol. 22 No. 4, pp. 334-55.
23. Schuler, R. and Jackson, S. (2001), “HR issues and activities in mergers and acquisitions”, *European Management Journal*, Vol. 19 No. 3, pp. 239-53.
24. Kay, I.T. and Shelton, M. (2000), “The people problem in mergers”, *The McKinsey Quarterly*, Vol. 4, pp. 27-37.
25. Swerdlow, D., Laseter, T., Cade, S., Engel, H. and Weissbarth, R. (2001), “Managing procurement through a merger: capturing the value of the deal”, Booz Allen Hamilton White article, August.
26. Kotter, J.P. (1995), “Leading change: why transformation efforts fail”, *Harvard Business Review*, pp. 59-67.
27. Martin K. J. and J.J. Mc Connell, (1991), “Corporate performance, corporate takeovers and management turnover”.
28. Firth, M., (1991). “Takeovers, shareholder returns and executive rewards, *Managerial and Decision economics*”.
29. Damodaran (2005), “The value of synergy”,
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>. σελ 2-7
30. Μανώλης Ξανθάκης, Χρήστος Αλεξάκης, «Χρηματοοικονομική ανάλυση επιχειρήσεων:» Τμήμα Οικονομικών Επιστημών Πανεπιστημίου Αθηνών
31. Γεωργίου Ν. Καφούση, «Ανάλυση και κριτική διερεύνηση χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Ισολογισμών – Αποτελεσμάτων χρήσεως κλπ)» Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και πολιτικών επιστήμων .
32. Κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 802/2004 της Επιτροπής της 7^{ης} Απριλίου 2004 για την εφαρμογή του κανονισμού του (ΕΚ) αριθμό 1369/2004 του Συμβουλίου για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων Τμήμα 6, παράγραφος 1 σελ. 133/16

