



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ»**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ: ΜΕΤΡΑ ΑΜΥΝΑΣ ΕΝΑΝΤΙ
ΤΩΝ ΕΠΙΘΕΤΙΚΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ»**

**ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ:
ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΜΠΟΥΡΑΣ (ΜΧΡΗ/0650)**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:
ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΣΤΑΪΚΟΥΡΑΣ**

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΙΟΥΛΙΟΣ 2008

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Εισαγωγή	σελ. 6
	Σύντομη Επισκόπηση	σελ. 9
Κεφάλαιο 1	Ορισμοί, Είδη και Αίτια των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	σελ. 12
1.1	Εξαγορές	σελ. 12
1.2	Συγχωνεύσεις	σελ. 13
1.3	Τα κίνητρα των συγχωνεύσεων	σελ. 14
1.4	Λόγοι που ωθούν στις Εξαγορές	σελ. 16
1.5	Συνολική αξιολόγηση των Ε&Σ	σελ. 18
1.6	Σύντομο ιστορικό - σημασία των Ε&Σ σε διεθνές επίπεδο και στην Ελλάδα	σελ. 18
1.6.1	Οι Ε&Σ διεθνώς	σελ. 18
1.6.2	Οι Ε&Σ στην Ελλάδα	σελ. 19
1.7	Οι εξαγορές στον τομέα των τηλεπικοινωνιών	σελ. 20
1.7.1	Ο τομέας της κινητής τηλεφωνίας	σελ. 22
1.7.2	Οι εξελίξεις στην Ευρώπη	σελ. 22
1.7.3	Η κινητικότητα διεθνώς	σελ. 24
1.8	Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις για το 1ο Τρίμηνο του 2008	σελ. 26
Κεφάλαιο 2	Εξουδετέρωση των Μέτρων Άμυνας – Οδηγία 2004/25/ΕΚ και Ν 3461/2006	σελ. 28
2.1	Το ιστορικό της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ	σελ. 28
2.2	Ο Κανόνας Εξουδετέρωσης των Μέτρων Αμύνης (breakthrough rule)	σελ. 30
2.3	Μέτρα αμύνης που αποτελούν αντικείμενο απαγόρευσης	σελ. 32
2.4	Ενσωμάτωση της Οδηγίας στα Κράτη Μέλη	σελ. 33
2.5	Επεξήγηση των διατάξεων της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ και των ρυθμίσεων των κρατών μελών	σελ. 34
2.6	Διάρκεια ισχύος της απαγόρευσης	σελ. 36
2.7	Απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για παροχή εξουσιοδότησης	σελ. 37
2.8	Η αντιπρόταση ως αμυντικό μέτρο	σελ. 38
2.9	Ανάλυση των διατάξεων του Ν. 3461/2006 και της προβλεπόμενης εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας	σελ. 39

Κεφάλαιο 3	Μορφές Αμύνης Έναντι των Επιθετικών Εξαγορών	σελ. 43
3.1	Κίνητρα αντίστασης της διοίκησης της εταιρείας στόχος στην επιθετική εξαγορά	σελ. 43
3.2	Μέτρα Άμυνας	σελ. 45
3.2.1	Γενικές Κατηγορίες - Επισκόπηση των Αμυντικών Μέτρων	σελ. 45
3.2.1.1	Pre-bid defenses	σελ. 46
3.2.1.2	Post-bid defenses	σελ. 46
3.3	Ανάλυση των μέτρων αμύνης	σελ. 49
3.3.1	<i>Pre bid</i>	σελ. 49
3.3.1.1	ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	σελ. 49
3.3.1.1.1	Περιορισμοί στην κυριότητα των μετοχών (ownership caps)	σελ. 49
3.3.1.1.2	Golden shares (κάποια είδη)	σελ. 50
3.3.1.1.3	Περιορισμοί στη μεταβίβαση των μετοχών («transferability restrictions»)	σελ. 50
3.3.1.1.4	Αραίωση των μετοχών που έχουν αποκτηθεί από τον bidder ή από έναν ενδεχόμενο bidder (poison pills)	σελ. 51
3.3.1.1.5	Μείωση στις διαθέσιμες μετοχές μέσω απόκτησης ιδίων μετοχών, cross shareholdings και pyramiding	σελ. 54
3.3.1.2	ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΣΤΗ Γ.Σ.:	σελ. 55
3.3.1.2.1	Περιορισμοί στα δικαιώματα ψήφου («voting caps») Case Study: Ο «Νόμος Volkswagen»	σελ. 55 σελ. 55
3.3.1.2.2	Μετοχές με διπλά ή πολλαπλά δικαιώματα ψήφου	σελ. 57
3.3.1.2.3	Μετοχές με περιορισμένα ή χωρίς καθόλου δικαιώματα ψήφου	σελ. 57
3.3.1.2.4	Υψηλά ποσοστά πλειοψηφίας ή απαρτίας («supermajorities»)	σελ. 57
3.3.1.2.5	Golden shares (κάποια είδη)	σελ. 57
3.3.1.3	ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΣΤΟ Δ.Σ.:	σελ. 58
3.3.1.3.1	Συμμετοχή των εργαζομένων στις αποφάσεις της εταιρείας (co-determination)	σελ. 58
3.3.1.3.2	Μετοχές με ειδικά δικαιώματα διορισμού μελών του Δ.Σ.	σελ. 58
3.3.1.3.3	Όροι περί «ελαστικής θητείας» του Δ.Σ.: συνέχιση της θητείας των μελών του Δ.Σ. και στο νέο Δ.Σ. (staggered boards)	σελ. 59
3.3.1.3.4	Διορισμός του Δ.Σ. για συγκεκριμένη θητεία	σελ. 59

3.3.1.3.5	Απαραίτητα προσόντα για την ιδιότητα μέλους του διοικητικού συμβουλίου	σελ. 60
3.3.1.3.6	Golden parachutes	σελ. 60
3.3.1.3.7	Υψηλά ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας για τη διάλυση ή/και την εκλογή του Δ.Σ.	σελ. 61
3.3.1.4	ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΣΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	σελ. 61
3.3.1.4.1	Διάθεση περιουσιακών στοιχείων («scorched earth»)	σελ. 61
3.3.1.4.2	Spin-offs	σελ. 61
3.3.1.4.3	Μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων σε τρίτα πρόσωπα («lock-up options»)	σελ. 62
3.3.1.4.4	Όροι «αλλαγής στον έλεγχο» σε μη οικονομικές συμβάσεις	σελ. 62
3.3.1.5	ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΒΑΡΩΝ ΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ ΜΕΤΑ ΤΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ	σελ. 63
3.3.1.5.1	Poison debt	σελ. 63
3.3.1.5.2	Golden and tin parachutes Case Study: Το «tin parachute» της Yahoo!	σελ. 63
3.3.1.5.3	Όροι «αλλαγής στον έλεγχο» σε συμβάσεις δανείου	σελ. 64
3.3.1.6	ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ	σελ. 65
3.3.1.6.1	Απόκτηση από την εταιρεία άλλων εταιρειών ώστε να εγείρεται ζήτημα νόθευσης του ανταγωνισμού ή να δημιουργούνται νέες επιχειρήσεις που υπόκεινται σε ειδικό ρυθμιστικό καθεστώς	σελ. 65
3.3.2	<i>Post Bid</i>	σελ. 65
3.3.2.1	ΜΕΙΩΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ	σελ. 65
3.3.2.1.1	Επαναγορά ιδίων μετοχών	σελ. 65
3.3.2.1.2	Έκδοση μετοχών (ή δικαιωμάτων προαίρεσης) προς τρίτο φιλικό πρόσωπο («white squire», «lock-up options»)	σελ. 66
3.3.2.2	ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	σελ. 67
3.3.2.2.1	Έκδοση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων	σελ. 67

3.3.2.3	ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ	σελ. 67
3.3.2.3.1	Προσφυγή στα δικαστήρια (litigation)	σελ. 67
3.3.2.4	ΑΝΑΖΗΤΗΣΗ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ	σελ. 68
3.3.2.4.1	«White knight»	σελ. 68
3.3.2.5	ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΑΝΤΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΣΤΟΝ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΑ ΠΡΟΚΕΙΜΕΝΟΥ ΝΑ ΑΠΟΣΥΡΘΕΙ / ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ ΣΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΣΤΟΧΟ	σελ. 69
3.3.2.5.1	«Greenmail»	σελ. 69
3.3.2.6	ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΣΤΟΧΟ	σελ. 70
3.3.2.6.1	«Racman defense»	σελ. 70
3.4	Τα Μέτρα Αμύνης που χρησιμοποιούνται στα Κράτη-Μέλη	σελ. 71
	Συμπεράσματα	σελ. 74
	Βιβλιογραφία	σελ. 75

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν αναμφισβήτητα ένα σημείο των καιρών, μία αναπόφευκτη συνέπεια της αδήριτης ανάγκης των εταιρειών για μεγιστοποίηση του κέρδους, αλλά και επιβίωση σε εποχές αδυσώπητου ανταγωνισμού. Και ακριβώς λόγω αυτού του αδυσώπητου ανταγωνισμού που χαρακτηρίζει τη σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη κοινωνία μας, οι εταιρείες επιχειρούν να προβούν σε εξαγορές άλλων εταιρειών, χωρίς τη σύμφωνη γνώμη των τελευταίων, με αποτέλεσμα να μιλούμε για «επιθετικές εξαγορές». Τα κίνητρα για την πραγματοποίηση μίας εξαγοράς είναι πολλά, ακριβώς όσα και τα κίνητρα για την αποσόβησή της. Κάποιες εταιρείες τις χρησιμοποιούν ώστε να επεκταθούν σε νέα τμήματα της αγοράς, να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητές τους, για να αντιμετωπίσουν έναν πανίσχυρο αντίπαλο, είτε απλώς για να τον διασπάσουν. Στον αντίποδα, οι διοικούντες τις εταιρείες στόχος των εξαγορών, προσπαθούν να ενεργήσουν προς όφελος της εταιρείας της οποίας βρίσκονται επικεφαλής, υιοθετώντας ένα η περισσότερα από τα δεκάδες μέτρα άμυνας που διατίθενται υπέρ αυτού του σκοπού, έχοντας ως κύριο μέλημά τους τα συμφέροντα των μετόχων της. Ή μήπως όχι;

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Νόαμ Τσόμσκι, «Οι μάνατζερ επιθυμούν να παραμείνουν μάνατζερ. Μπορούν να αποκρούσουν μία επιθετική εξαγορά και να διατηρήσουν τη θέση τους, εφόσον συνεισφέρουν στη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία της εταιρείας τους». Αυτή ακριβώς την ανησυχία, της αμείωτης θέλησης για διατήρηση της εξουσίας με οποιοδήποτε κόστος, ενστερνίστηκε μεταξύ άλλων η Ευρωπαϊκή Κοινότητα, επιχειρώντας με τη θέσπιση μίας Ενιαίας Κοινοτικής Οδηγίας να εναρμονίσει τους κανόνες που διέπουν το σύνολο των κρατών-μελών, αλλά και να διασφαλίσει ότι τα μέλη του Δ.Σ. μίας υπό εξαγορά εταιρείας θα ενεργούν προς όφελος των μετόχων αυτής, και όχι προς ίδιον όφελος. Η υιοθέτησή της στο ακέραιο από όλες τις χώρες της Ε.Ε. απέτυχε κατόπιν ενστάσεων που διατύπωσαν οι περισσότερες χώρες, με αποτέλεσμα να αποκτήσει προαιρετικό χαρακτήρα. Όσον αφορά στην Ελλάδα, η τελική Οδηγία 2004/25/EK (είχαν προηγηθεί αρκετά προσχέδια) ενσωματώθηκε με την πιο αυστηρή της μορφή στο ελληνικό εθνικό δίκαιο με το Ν.3461/2006.

Η παρούσα εργασία επιχειρεί να παρουσιάσει τα κίνητρα που ωθούν μία εταιρεία στην προσπάθεια εξαγοράς μίας άλλης, εστιάζοντας στις επιθετικές εξαγορές και στα μέτρα άμυνας που μπορούν να χρησιμοποιηθούν έναντι αυτών. Επίσης, γίνεται μία εκτενής αναφορά στην

Κοινοτική Οδηγία 2004/25/ΕΚ, αλλά και στον ελληνικό νόμο 3461/2006 ο οποίος ενσωματώνει την εν λόγω Οδηγία, εστιάζοντας στα άρθρα που αναφέρονται στα μέτρα αμύνης και στις υποχρεώσεις του διοικητικού συμβουλίου όσον αφορά στην υιοθέτησή τους, με στόχο την προστασία των μετόχων της εταιρείας-στόχου μίας επιθετικής εξαγοράς. Ο λόγος για τον οποίο επελέγησαν τα εν λόγω τμήματα ώστε να συμπεριληφθούν στην παρούσα εργασία, είναι η προσπάθεια για αποσαφήνιση των κινήτρων που διέπουν μία επιχείρηση επιθετικής εξαγοράς από οικονομικής πλευράς, αλλά και από πλευράς αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης. Επίσης γίνεται μία ευρεία παρουσίαση των μέτρων αμύνης αλλά και των νόμων και των κανόνων που διέπουν την υιοθέτησή τους, προσπαθώντας να εξερευνηθεί η νομική πλευρά των εν λόγω ζητημάτων, καθώς και οι προσπάθειες που κατέβαλε και συνεχίζει να καταβάλλει η Κοινότητα ώστε να επιτύχει την πολυπόθητη εναρμόνιση των κρατών-μελών της, με φόντο πάντα τα συμφέροντα των μετόχων και την προσπάθεια προφύλαξής τους από παρασκηνακές κινήσεις που αποσκοπούν στην ωφέλεια των λίγων εις βάρος των περισσοτέρων.

ΣΥΝΤΟΜΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Ανέκαθεν, η μάχη των εταιρειών για την οικονομική κυριαρχία στο σύγχρονο «παγκοσμιοποιημένο» οικονομικό περιβάλλον, ελάμβανε μεγάλες διαστάσεις, προκαλώντας τον αμείλικτο ανταγωνισμό και τη λήψη αθέμιτων μέτρων, στο βωμό της οικονομικής ευρωστίας. Σήμερα, η αλληλεπίδραση μεταξύ των αγορών και η σύγκρουση των ενοποιημένων οικονομικών χώρων, δίνουν το στίγμα των σύγχρονων επιχειρηματικών εξελίξεων.

Το καλοκαίρι του 1999, η σκληρή τότε κόντρα μεταξύ EFG Eurobank και Τραπέζης Πειραιώς, για την εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας μέσω Δημόσιας Προσφοράς εξαγοράς μετοχών, εισήγαγε στο νεόκοπο ελληνικό οικονομικό λεξιλόγιο όρους όπως «**Επιθετική εξαγορά**» και «**Εταιρική Διακυβέρνηση**».

Η επιθετική εξαγορά αποτελεί μορφή Δημόσιας Πρότασης εξαγοράς μετοχών μίας εισηγμένης εταιρίας. Πιο συγκεκριμένα ένα προτείνων νομικό ή φυσικό πρόσωπο, προβαίνει σε Δημόσια Πρόταση προς τους μετόχους μίας εισηγμένης εταιρίας με σκοπό την εξαγορά των μετοχών τους σε μία ορισμένη τιμή. Ο όρος «επιθετική» έγκειται στην αρνητική στάση της Διοίκησης της προς εξαγοράν εταιρίας (Hostile Takeover Bid) εν αντιθέσει με τη φιλική εξαγορά (Welcome Takeover bid), η οποία προσεγγίζει περισσότερο τις έννοιες Εξαγορά και Συγχώνευση – Merger & Acquisition. Ωστόσο και στη μία και στην άλλη περίπτωση οι στόχοι είναι οι ίδιοι, η **διεύρυνση του μεριδίου αγοράς** (market growth), η **διεύρυνση των δραστηριοτήτων** (diversification) καθώς και η **επίτευξη οικονομικών κλίμακος** (economies of scale)¹.

Στην αγγλοσαξονική επιχειρηματική πρακτική, η Δημόσια Προσφορά απόκτησης μετοχών αποτελεί μία συνήθη κι αναπτυγμένη μορφή παρέμβασης στην Εταιρική Διακυβέρνηση.

Από την οικονομική σκοπιά, σε ισχυρά οργανωμένες οικονομίες της αγοράς, οι επιθετικές εξαγορές αποτελούν ένα ισχυρό θεσμικό εργαλείο το οποίο μπορεί να αποτελέσει μέσο αποτελεσματικής αξιοποίησης των εταιρικών πόρων, κυρίως μέσω δύο τρόπων. Αφενός η απειλή της επιθετικής εξαγοράς λειτουργεί πειστικά απέναντι σε αναποτελεσματικές διοικήσεις εταιριών και αφετέρου ακόμα και έναντι επιτυχημένων managers η ενδεχόμενη απόπειρα

¹ «Επιθετικές εξαγορές Εισηγμένων Εταιρειών - Οι επιπτώσεις της αποτυχίας Ευρωπαϊκής Νομοθετικής Παρέμβασης», Μάριος Π. Ανδρικόπουλος

εξαγοράς της επιχείρησης, λειτουργεί ως κίνητρο διατήρησης υψηλών αποδόσεων και σε κάθε περίπτωση ο μέτοχος είναι αυτός ο οποίος κρίνει αν μία προσφορά εξυπηρετεί ή όχι τα συμφέροντά του.

Το φαινόμενο της πολυμετοχικής σύνθεσης των σημερινών εισηγμένων εταιριών έχει αναπόφευκτα οδηγήσει στο διαχωρισμό μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου, γεγονός το οποίο σε πολλές περιπτώσεις οδηγεί σε σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ επαγγελματιών managers και μετόχων. Έτσι οδηγούμαστε στο συμπέρασμα πως «... το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης συνίσταται στην αποτελεσματική υπαγωγή των ειδικών αυτών συμφερόντων προς το γενικό συμφέρον της επιχείρησης και του συνόλου των μετόχων της...»

Σημαντικό όμως ρόλο στην εν λόγω διαδικασία, παίζει το **νομικό και κανονιστικό πλαίσιο**, εντός του οποίου διεξάγονται οι επιθετικές εξαγορές, παρέμβαση η οποία αποτελεί αφορμή αντιπαραθέσεων και κύριο στόχο έχει την θεσμική οργάνωση της «**άμυνας**» της υπό εξαγοράν εταιρίας.

Στην Ελλάδα, η εμπειρία της περίπτωσης Eurobank/ Πειραιώς / Εργασίας οδήγησε στην υιοθέτηση της 1/195 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς της 19.7.2000 η οποία έρχεται να καλύψει το νομοθετικό κενό το οποίο είχε δυσχεράνει το προαναφερθέν εγχείρημα. Στόχος της Επιτροπής όπως ρητά αναφέρεται στην εν λόγω απόφαση, είναι η εξασφάλιση συνθηκών διαφάνειας, ισότιμης μεταχείρισης των μετόχων και εξασφάλισης των συμφερόντων τους καθώς και η διασφάλιση συνθηκών ορθής λήψης αποφάσεων.

Πρέπει ωστόσο να παρατηρηθεί, πως στο εσωτερικό της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν υφίσταται ενιαίο νομικό πλαίσιο για τις επιθετικές εξαγορές και κάθε κράτος μέλος διαθέτει τους δικούς του κανόνες. Ταυτόχρονα, ιδιαίτερα στη χώρα μας με τις παρούσες χρηματιστηριακές συνθήκες, η πιθανότητα «διασυνοριακών επιθετικών εξαγορών» (Cross - Border takeover bids), είναι σημαντική και η απουσία ενιαίας Ευρωπαϊκής νομοθεσίας συνιστά τροχοπέδη στην εξέλιξη της εσωτερικής αγοράς, καθώς επίσης και πρακτική ασυμβίβαστη με την ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ενοποίησης.

Είναι επομένως επιβεβλημένο να γίνει ιδιαίτερη αναφορά στην πρόσφατη απόρριψη από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο της πρότασης οδηγίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την εναρμόνιση της Ευρωπαϊκής νομοθεσίας επιθετικών εξαγορών (βλέπε Κεφ. 2 «*Εξουδετέρωση των Μέτρων Άμυνας – Οδηγία 2004/25/EK και Ν 3461/2006*»). Η εν λόγω οδηγία είχε τεθεί ως μία από τις

βασικές προτεραιότητες του «Σχεδίου Δράσης» της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, προτεραιότητα η οποία αναδιατυπώθηκε τον Μάρτιο του 2000 στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας.

Στη προκειμένη περίπτωση ίσχυσε η νομοθετική διαδικασία της Συναπόφασης, η οποία ως εξελίχθηκε οδήγησε στην σύσταση της προβλεπόμενης σε περίπτωση διαφωνίας μεταξύ Συμβουλίου και Κοινοβουλίου, Επιτροπής Συνδιαλλαγής, η οποία αν και κατέληξε σε «κοινό σχέδιο», το έχων τον τελευταίο λόγο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, απέρριψε τη συμβιβαστική συμφωνία.

Στόχος της οδηγίας ήταν η θέσπιση σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, συγκεκριμένων βασικών αρχών (minimum standard requirements) επί της διαδικασίας επιθετικών εξαγορών, αφήνοντας από εκεί και έπειτα τα εθνικά Κράτη ελεύθερα να νομοθετήσουν για περαιτέρω ζητήματα. Το υπάρχον νομοθετικό καθεστώς στα Κράτη μέλη εμφανίζει, σημαντικές αποκλίσεις από χώρα και πολλοί από τους στόχους της απορριφθείσας οδηγίας δεν ισχύουν σε ορισμένες κοινοτικές χώρες.

Πιο συγκεκριμένα η πρόταση οδηγίας περιελάμβανε την υποχρέωση του προτείνοντος νομικού ή φυσικού προσώπου να κάνει δημόσια προσφορά αγοράς για το σύνολο του (μετά την αποδοχή της αρχικής Δημόσιας πρότασης) εναπομείναντος μετοχικού κεφαλαίου, γεγονός το οποίο προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων της μειοψηφίας, διαδικασία η οποία σήμερα δεν ισχύει σε κράτη μέλη όπως η Ολλανδία και η Γερμανία. Μία άλλη σημαντική παρέμβαση αφορά στην απαγόρευση προς το ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρίας να προχωρήσει στη λήψη αμυντικών μέτρων κατά τη διάρκεια της περιόδου αποδοχής, δίχως την προηγούμενη έγκριση της γενικής συνέλευσης των μετόχων καθώς όπως ήδη προαναφέρθηκε η πιθανή διάσταση συμφερόντων μεταξύ ΔΣ και μετόχων αποτελεί έναν από τους βασικούς πονοκεφάλους της αποτελεσματικής Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Επίσης μία σειρά από άλλα μέτρα όπως η υποχρέωση ενημέρωσης των εργαζομένων, η υποχρέωση θέσπισης δικαιοδοτικών οργάνων επίλυσης των διαφορών, ο καθορισμός του εφαρμοστέου δικαίου σε περίπτωση διασυνοριακών προσφορών εξαγοράς, συνθέτουν μία γενική εικόνα των μέτρων στα οποία αλληπάλλληλοι συμβιβασμοί και συζητήσεις είχαν οδηγήσει. Αξίζει να σημειωθεί πως η ελληνική νομοθεσία σε γενικές γραμμές, ήταν ήδη ευθυγραμμισμένη με τις προτεινόμενες κοινοτικές ρυθμίσεις, στα βασικά θέματα της προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων και του εύρους της δυνατότητας λήψεως αμυντικών μέτρων εκ μέρους του ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας.

Οι προβληματισμοί όμως οι οποίοι ανακύπτουν από την απόρριψη της οδηγίας είναι ευρύτεροι. Η νομοθετική διαδικασία η οποία ακολουθήθηκε είχε ξεκινήσει από το 1989 και δεδομένου ότι η προτεινόμενη περίοδος ενσωμάτωσης της οδηγίας, ήταν τέσσερα χρόνια, πρόδηλο είναι πως ακόμα και αν το κείμενο είχε υπερψηφιστεί, η νομοθετική εναρμόνιση θα ίσχυε το νωρίτερο το 2005, χωρίς να ληφθούν υπόψιν ενδεχόμενες παραβάσεις κρατών (καθυστερήσεις ή ατέλειες στην εναρμόνιση) και γιατί όχι προσφυγές εκ μέρους της Επιτροπής στο Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Ο αρμόδιος Επίτροπος F. Volkenstein υπήρξε σαφής δηλώνοντας πως «...η αρνητική αυτή ψήφος αποτελεί ένα σημαντικό βήμα προς τα πίσω ... στην προσπάθεια δημιουργίας μίας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς ως το 2005 και μίας ανταγωνιστικής Ευρώπης ως το 2010».

Οι εκτιμήσεις για τους λόγους της απόρριψης ποικίλλουν, με επικρατέστερο σενάριο την διστακτικότητα της Γερμανίας και την εν γένει διαμόρφωση ενός ευρωπαϊκού μπλοκ αντίθετου στην ενθάρρυνση των επιθετικών εξαγορών.

Είτε σε εθνικό, είτε σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, τα συμφέροντα των μετόχων και δη των μικρομετόχων χρήζουν προστασίας από κακές εταιρικές διοικήσεις και η δαμόκλειος της επιθετικής εξαγοράς και της προστασίας των μετόχων κατά τη διάρκεια αυτής, σίγουρα αποτελεί βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση. Συνεπώς, η εναρμόνιση των νομοθετικών πλαισίων των κρατών-μελών που αφορούν στις επιθετικές εξαγορές, είναι πολύ πιθανό να αποτελούσε πανάκεια για το μέλλον μίας ενιαίας νομοθετικά Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ευρύτερα η λειτουργία της ONE, προϋποθέτει ενιαίο θεσμικό, κανονιστικό και οικονομικό περιβάλλον ενισχύοντας την σταθερότητα και την ασφάλεια δικαίου. Παλινωδίες αυτής της μορφής σε συνδυασμό με προηγούμενες όπως η το θέμα της φορολογικής εναρμόνισης, δίνουν στους επενδυτές εντός και εκτός Ε.Ε λάθος μηνύματα, σε μία στιγμή αδυναμίας του Ευρώ, σε μία στιγμή όπου οι εκροές κεφαλαίων προς τις Η.Π.Α είναι αναντίστοιχες προς τις εισροές και σε μία στιγμή όπου και η Ε.Ε αναζητά την προσέλκυση επενδυτών αλλά και οι ενδοευρωπαϊκές διασυνοριακές συναλλαγές πρέπει να ενθαρρυνθούν.

Σε μία ενιαία αγορά όπου ισχύει η ελεύθερη διακίνηση αγαθών, προσώπων, υπηρεσιών και εργαζομένων, σε μία αγορά όπου θα υπάρχει ένα νόμισμα, η ύπαρξη ποικίλων νομοθεσιών επί επιθετικών εξαγορών δεν συνεπικουρούν στην πραγματική και πολύπλευρη ένωση της Ευρώπης.

Κεφάλαιο 1:

Ορισμοί, Είδη και Αίτια των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

1.1 Εξαγορές¹

Οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με αγορά / ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου. Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, μπορεί να εξασφαλίζει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο, εάν με τη μεταβίβαση μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της Διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης, ή εάν τα λοιπά μερίδια ιδιοκτησίας αυτής της επιχείρησης είναι κατακερματισμένα. Για τη μελέτη των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεών τους, οι εξαγορές ομαδοποιούνται και αξιολογούνται συνήθως με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:

A) Είδος εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκει στο δημόσιο τομέα και αγοράζεται από ιδιωτική επιχείρηση, έχουμε, παράλληλα με την εξαγορά, τη λεγόμενη **ιδιωτικοποίηση**.

B) Προέλευση εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Η εξαγοράζουσα μπορεί να είναι ξένη, πολυεθνική ή εδρεύουσα σε άλλη χώρα, ή εγχώρια επιχείρηση.

Γ) Οικονομικοί και επιχειρηματικοί στόχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Τέτοιοι στόχοι μπορεί να είναι:

- αμυντική ή επιθετική προσπάθεια προσαρμογής στον ανταγωνισμό

¹ - *Mergers and Acquisitions*, Rosita P. Change και Keith M. Moore, CFA Institute, 2007,

- *Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: «Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις»* - Δρ. Βασιλική Ν. Γεωργακοπούλου

- *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Patrick A. Gaughan (2002)

- αύξηση μεγέθους για πιο αποδοτική λειτουργία
- απορρόφηση ανταγωνιστών
- ενίσχυση της θέσης της στην αγορά,
- αξιοποίηση συμπληρωματικότητας δραστηριοτήτων
- προοπτική συγχώνευσης και ολοκληρωμένης ανάπτυξης,
- συντονισμένη ανάπτυξη δραστηριοτήτων με τη μορφή ομίλου εταιρειών,
- ανάπτυξη και επικερδής μεταπώληση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- επιλεκτική συρρίκνωση ή κλείσιμο εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- είσοδος σε νέα αγορά /χώρα, περιοχή,
- διαφοροποίηση προϊόντων – υπηρεσιών κ.α.

1.2 Συγχωνεύσεις¹

Συγχώνευση είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών σε μία. Συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, συνήθως διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Οι συγχωνεύσεις αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης. Έτσι, η επιχειρησιακή ολοκλήρωση μπορεί να είναι κάθετη, οριζόντια ή συνδυασμός ετερόκλητων δραστηριοτήτων (τα λεγόμενα *conglomerates*).

¹ - Mergers and Acquisitions, Rosita P. Change και Keith M. Moore, CFA Institute, 2007,

- Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: «Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις» - Δρ. Βασιλική Ν. Γεωργακοπούλου

- Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Patrick A. Gaughan (2002)

Η **κάθετη ολοκλήρωση** αφορά σε συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που καλύπτουν διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας (λ.χ. άντληση – διύλιση και διανομή πετρελαίου).

Η **οριζόντια ολοκλήρωση** αφορά σε συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, που καλύπτουν την ίδια ή συναφή φάση της παραγωγικής αλυσίδας.

Τέλος, τα **conglomerates** καλύπτουν σε μια ενιαία οργανωτική δομή επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους, των οποίων οι δραστηριότητες δεν συνδέονται μεταξύ τους.

1.3 Τα κίνητρα των συγχωνεύσεων¹:

για τους ιδιοκτήτες που επιθυμούν να πουλήσουν:

- η ανάγκη εξασφάλισης επαρκών πηγών (οικονομικών) για επενδύσεις και ικανό μάνατζμεντ
- η έλλειψη διαδοχής από τους ιδιοκτήτες πολλών επιχειρήσεων
- η νομοθεσία και η φορολογική πολιτική που ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να συγχωνευτούν
- οι μικρές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα αποτυχίας απ' ό,τι οι μεγάλες επιχειρήσεις

για τους αγοραστές:

- η αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης
- η μείωση των εξόδων προώθησης
- η αύξηση της αποδοτικότητας μέσω της συνεργίας ή της αρχής (2+2=5)
- τα προσδοκώμενα κέρδη αναμένεται να αυξηθούν λόγω της μείωσης του ανταγωνισμού
- οι επιδιώξεις ορισμένων μάνατζερ να ικανοποιήσουν προσωπικά συμφέροντα.

¹ - Auerbach Alan J., "Mergers and Acquisitions". National Bureau of Economic Research, 1988

- Cooke T., "Mergers and Acquisitions", Basil Blackwell Editions Ltd, London U.K., 1999

- Milton L. Rock, Robert H. Rock, Martin Sikora, "The mergers and acquisitions handbook", N.Y. Mac Graw - Hill, 1994

Μια εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε σε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η επιχειρηματική πρακτική δείχνει ότι εάν η εξαγορά μιας επιχείρησης, η ένταξη και ο συντονισμός της στο πλαίσιο ενός ευρύτερου ομίλου είναι ήδη ένα σύνθετο εγχείρημα, η συγχώνευση με την εξαγοράζουσα εταιρεία ή και με άλλες θυγατρικές της είναι ακόμα δυσκολότερο και σπάνια αποφέρει τα αναμενόμενα οφέλη, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα

Η **υλοποίηση της συγχώνευσης** μπορεί να πάρει διαφορετικές μορφές στην πράξη. Μπορεί να είναι **άμεση** ή **σταδιακή**, **ολική** ή **επιλεκτική**, οδηγώντας αντίστοιχα σε ολική ή μερική συνένωση μονάδων, καταστημάτων, υπηρεσιών, με μεταπώληση ή κλείσιμο άλλων κλπ. Η διαδικασία της λειτουργικής συγχώνευσης, ολικής ή μερικής, δεν συμπίπτει απαραίτητα με την τυπική-νομική διαδικασία ολοκλήρωσής της. Έτσι, οι διάφορες συνέπειές της, ιδίως αυτές που αφορούν στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, μπορεί να εμφανίζονται πριν, κατά τη διάρκεια ή και πολύ μετά την τυπική ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης, κάτι που έχει ιδιαίτερη σημασία για τη ρύθμιση και την προστασία των αντίστοιχων εργασιακών δικαιωμάτων.

Συνήθως ο συνδυασμός εξαγοράς με συγχώνευση εξαρτάται:

- από τη στρατηγική και τους στόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης,
- από το αντικείμενο και ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (συναφής δραστηριότητα, συμπληρωματικότητα λειτουργιών, συμβατότητα πολιτισμικών, διοικητικών και εργασιακών δεδομένων, αλλά και της προϋπάρχουσας επιχειρησιακής κουλτούρας)
- από τη γενικότερη κοινωνική-οικονομική συγκυρία στη χώρα ή και διεθνώς.

Σε κάθε περίπτωση, η υπάρχουσα εμπειρία για τις συγχωνεύσεις αναδεικνύει τη δυσκολία τους και επισημαίνει, ανάμεσα στις σπουδαιότερες προϋποθέσεις επιτυχίας τους, τον προσεκτικό και λεπτομερή σχεδιασμό των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων (εφεξής, Ε&Σ) τη σημασία του παράγοντα «Ανθρώπινο Δυναμικό» και ειδικότερα της επιτυχούς ένταξής του στο νέο, ενιαίο επιχειρησιακό και διοικητικό πλαίσιο. Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, ο όρος Ε&Σ καλύπτει

μεγάλη ποικιλία πραγματικών καταστάσεων και επιλογών. Γι' αυτό το λόγο, οι συνέπειές τους στην οργάνωση και την πορεία των επιχειρήσεων, της απασχόλησης και των εργασιακών σχέσεων είναι στις περισσότερες περιπτώσεις ανάλογα διαφοροποιημένες.

1.4 Λόγοι που ωθούν στις Εξαγορές¹

Σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, τα **βασικά κίνητρα** που ωθούν στις εξαγορές είναι:

- Η δημιουργία και αξιοποίηση **λειτουργικών συνεργιών** ανάμεσα στις επιχειρήσεις, με συνέπεια την εξοικονόμηση κόστους και την εκμετάλλευση **οικονομιών κλίμακος** (με το ίδιο σταθερό κόστος παράγονται περισσότερες μονάδες προϊόντος/ υπηρεσίας) ή/ και **οικονομιών φάσματος** (διασφάλιση μικρότερου κόστους παραγωγής με προσθήκη συναφών - συμπληρωματικών παραγωγικών διαδικασιών ή δικτύων διανομής)
- Η δημιουργία και αξιοποίηση **χρηματοδοτικών συνεργιών**, λόγω μεγαλύτερου μεγέθους, βελτίωσης της αξιοπιστίας του συνόλου των επιχειρήσεων, καλύτερης πρόσβασης σε κεφάλαια
- Η **αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης**, με στόχο την εξυγίανση και ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρείας και ενδεχόμενη προοπτική την απορρόφηση ή τη μεταπώλησή της με κέρδος. Αυτό το κίνητρο είναι σύνηθες στις λεγόμενες «εχθρικές» (hostile) εξαγορές, δηλαδή σε αυτές που γίνονται χωρίς τη συναίνεση της εξαγοραζόμενης εταιρείας.
- Η **ενίσχυση της δύναμης της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην εθνική ή/ και στη διεθνή αγορά**, με στόχο τον περιορισμό του ανταγωνισμού και πρόσθετα, ολιγοπωλιακά κέρδη.
- **Προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης**, με στόχο να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές τους ή να διατηρήσουν τα προνόμιά τους.

¹ - Auerbach Alan J., "Mergers and Acquisitions". National Bureau of Economic Research, 1988

- Cooke T., "Mergers and Acquisitions", Basil Blackwell Editions Ltd, London U.K., 1999

- Milton L. Rock, Robert H. Rock, Martin Sikora, "The mergers and acquisitions handbook", N.Y. Mac Graw - Hill, 1994

Σε αντίθεση με όλες τις προηγούμενες περιπτώσεις, όπου κεντρικό κριτήριο είναι η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων και της συνολικής χρηματοοικονομικής αξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης ή του ομίλου της, το κίνητρο αυτό δεν εξυπηρετεί απαραίτητα τα συμφέροντα των μετόχων.

Σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι Ε&Σ φαίνεται να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς για δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων, ικανών:

- να αντεπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, στο διεθνή ανταγωνισμό και στις διαρκώς εντεινόμενες διεθνείς νομισματικές αναταράξεις και πιέσεις, μέσα και έξω από το χώρο της ΟΝΕ.
- να βελτιώσουν την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο τη διατήρηση - επέκταση των μεριδίων αγοράς, την αποτελεσματική προώθηση νέων προϊόντων, την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη, τη βελτίωση των επιτελικών λειτουργιών, την κεφαλαιακή τους εξυγίανση και ενίσχυση.
- να αξιοποιήσουν τις νέες τεχνολογίες συγκέντρωσης, διαχείρισης και διάχυσης της πληροφορίας, που ευνοούν και επιβάλλουν την αναδιοργάνωση, την ολοκλήρωση και τη δικτύωση στο διεθνές περιβάλλον.
- να αξιοποιήσουν τις συνεργίες που οφείλουν ν' αναπτύσσονται στα πλαίσια των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών, εξαλείφοντας τα μειονεκτήματα και τις γραφειοκρατικές αγκυλώσεις των επιχειρησιακών σχημάτων μεγάλου μεγέθους.

Στις περισσότερες περιπτώσεις Ε&Σ ωφελούνται οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης και, υπό προϋποθέσεις, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι συνέπειες των Ε&Σ για το σύνολο της οικονομίας είναι πολλαπλές, σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις αντιφατικές.

1.5 Συνολική αξιολόγηση των Ε&Σ

Οι Ε&Σ αντιμετωπίζονται σήμερα ως κάτι το αναπόφευκτο, ως απαραίτητη επιλογή ή ως «αναγκαίο κακό» μπροστά στις πιέσεις της συγκυρίας, τις ευκαιρίες και τις προκλήσεις της Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης και του διεθνούς ανταγωνισμού.

Όλα αυτά στο πλαίσιο μιας «νέας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας», που κυριαρχείται από την επανάσταση στους τομείς της πληροφορίας και των επικοινωνιών και από την κυριαρχία της γνώσης ως απαραίτητου στοιχείου ανταγωνιστικότητας και επιβίωσης στις διεθνείς αγορές. Μέρος της βιβλιογραφίας θεωρεί τις Ε&Σ φυσικό και υγιές επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς, που βοηθά τη μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις, δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αξία, επιταχύνει τον εκσυγχρονισμό και αυξάνει την απόδοση των επιχειρήσεων, βελτιώνοντας τη συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο. Η αντίθετη άποψη εστιάζεται σε θέματα διαφάνειας και πληροφόρησης των κεφαλαιαγορών για τις συντελούμενες επιχειρησιακές μεταβολές, αρνητικών επιπτώσεων των Ε&Σ στους μετόχους των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, μείωσης του ανταγωνισμού, ολιγοπωλιακής οργάνωσης της οικονομίας, στρέβλωσης των τιμών και επιβάρυνσης του καταναλωτή.

Εμμένει δε στην ανάγκη για κατάλληλες ρυθμίσεις ελέγχου και περιορισμού των καταχρήσεων από την απόκτηση μονοπωλιακής ή ολιγοπωλιακής δύναμης. Μέχρι σήμερα δεν έχει επιβεβαιωθεί από την εμπειρική έρευνα μόνο η μια ή η άλλη άποψη.

1.6 Σύντομο ιστορικό - σημασία των Ε&Σ σε διεθνές επίπεδο και στην Ελλάδα¹

1.6.1 Οι Ε&Σ διεθνώς

Οι Ε&Σ δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών και επιχειρησιακών εξελίξεων, στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών (διασυνοριακές Ε&Σ). Η οικονομική ιστορία αναφέρει τουλάχιστον 5 σημαντικά κύματα Ε&Σ στις ΗΠΑ: την περίοδο 1895-1904, την περίοδο 1922-1929, την περίοδο 1940-47, τη δημιουργία ομίλων ετερογενών επιχειρήσεων (conglomerates) της δεκαετίας του 1960 και το τελευταίο κύμα εξαγορών, που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα.

¹ Πηγές: Εφημερίδες Κέρδος, Ισοτιμία, Ημερησία, Τα Νέα, Το Βήμα.

Τα κύματα Ε&Σ στις ΗΠΑ φαίνεται να συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων μετά από λήξη πολέμων ή διεθνείς ανακατατάξεις, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιρειών.

1.6.2 Οι Ε&Σ στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα οι Ε&Σ συναντούσαν σημαντικά εμπόδια κατά το παρελθόν: μικρό αριθμό εταιρειών εισηγμένων στο ΧΑΑ, ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας και οικογενειακής οργάνωσης των επιχειρήσεων, κατακερματισμός, περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς, έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Με τη δημιουργία της Ενιαίας αγοράς το 1986, που οδήγησε σε ένα κύμα Ε&Σ στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Έτσι, μεταξύ 1987 και 1994, το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο Ε&Σ, με το ποσοστό αυτό να φτάνει το 13-24% στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Ανάλογα, αλλά μη προσδιορίσιμα ποσοστά εκτιμάται ότι σημειώθηκαν και σε κλάδους των υπηρεσιών. Μάλιστα, κατά την περίοδο 1985-1993, οι περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω Ε&Σ. Στην αμέσως επόμενη περίοδο (1994-σήμερα) οι Ε&Σ ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες φαίνεται να συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επενδύσεις, λ.χ. στην κινητή τηλεφωνία, στα καζίνο, στα υπερμάρκετ, στα έργα του Γ' ΚΠΣ. Με την ανάπτυξη του ΧΑΑ, την απελευθέρωση του Τραπεζικού συστήματος, την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, τη γενική βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας, τις ευκαιρίες των μεγάλων έργων, τη διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων, πολλαπλασιάστηκαν οι Ε&Σ στη χώρα μας, με αιχμή, τα τελευταία χρόνια, το ίδιο το τραπεζικό σύστημα. Το 1999 σημειώθηκε σημαντικό κύμα Ε&Σ, με επιπτώσεις σε όλους τους κλάδους. Ειδικά στον τραπεζικό τομέα, εμφανίζονται αξιοσημείωτες αλλαγές στα μερίδια αγοράς των Τραπεζών, με σημαντική άνοδο των μεριδίων των ιδιωτικών ομίλων. Οι περισσότεροι αναλυτές στη χώρα μας συμφωνούν ότι η τάση αυτή θα συνεχιστεί τόσο σε κλάδους αιχμής για τις Ε&Σ (όπως ο τραπεζικός), όσο και στο σύνολο της οικονομίας, σε συνδυασμό με τις ανάγκες εκσυγχρονισμού και ολοκλήρωσης του παραγωγικού ιστού, τις πιέσεις του διεθνούς ανταγωνισμού και την επέκταση, όπως διαφαίνεται, της πολιτικής αποκρατικοποιήσεων τα επόμενα χρόνια.

1.7 Οι εξαγορές στον τομέα των τηλεπικοινωνιών¹

Ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών είναι ένας ραγδαία αναπτυσσόμενος κλάδος, με έντονη δραστηριοποίηση όσον αφορά τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, όντας αυτή τη στιγμή σε κομβικό σημείο, τόσο στην ελληνική όσο και στην ευρωπαϊκή αγορά. Μετά από μία πτωτική τάση στον κλάδο, διαφαίνεται μία εκ νέου δραστηριοποίηση του τομέα, όσον αφορά στις εξαγορές. Στην Ελλάδα τρεις ιδιαίτερα σημαντικές συμφωνίες εξαγοράς πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια του 2007 συνολικής αξίας €6,4 δις. Ο ΟΤΕ εξαγόρασε την Cosmote έναντι €2,8 δις και η Wind εξαγόρασε την Tellas και την TIM Hellas έναντι 3,6 δις. Στο μεταξύ η κινητικότητα της France Telecom, της Deutsche Telecom, της Vodafone αλλά και κολοσσών του Διαδικτύου, όπως η Google και η Yahoo διατηρούν μέχρι στιγμής έντονο το ενδιαφέρον των επενδυτών στις διεθνείς χρηματαγορές. Οι αναλυτές εκτιμούν πως ο κλάδος εισέρχεται σε νέα φάση εξαγορών.

Οι τηλεπικοινωνίες είναι ένας κλάδος ο οποίος παρουσίαζε ανέκαθεν μεγάλη κινητικότητα στον τομέα των εξαγορών. Οι εξελίξεις που αναμένονται στην Ελλάδα και τη Γαλλία συνεπικουρούν στη συνέχιση της εν λόγω εξαγοραστικής δραστηριοποίησης στον ευρωπαϊκό κλάδο των τηλεπικοινωνιών. Τα κυοφορούμενα deals Deutsche Telekom-ΟΤΕ και France Telecom-TeliaSonera, εφόσον επιβεβαιωθούν, δεν αποκλείεται να πυροδοτήσουν νέο κύμα συμφωνιών στον κλάδο. Ενδιαφέροντα στοιχεία για το πώς διαμορφώνεται ο ευρωπαϊκός χάρτης των τηλεπικοινωνιών παρουσιάζονται με βάση μελέτη της PricewaterhouseCoopers².

Η συνολική προσοχή της ευρωπαϊκής αγοράς τηλεπικοινωνιών είναι στραμμένη προς το μεσογειακό νότο, αλλά και τον ευρωπαϊκό βορρά, προκειμένου να διακριβωθεί εάν βρίσκεται προ των πυλών ένα νέο ξεκίνημα μεγάλων deals στον κλάδο. Η στα καθ' ημάς κυοφορούμενη συμφωνία Deutsche Telekom - ΟΤΕ και στον Βορρά, η φημολογούμενη συμφωνία France Telecom - TeliaSonera δεν αποκλείεται να «πυροδοτήσουν» ένα νέο κύμα εξαγορών στον ευρωπαϊκό τομέα τηλεπικοινωνίας. «Δύο συμφωνίες δεν είναι αρκετές για να παγιώσουν μία τάση στην αγορά, αλλά είναι μία καλή αρχή για ακόμα περισσότερες στρατηγικές συμφωνίες στην ευρωπαϊκή βιομηχανία των τηλεπικοινωνιών», έγραφε σε πρόσφατο δημοσίευσμά της η βρετανική οικονομική εφημερίδα «Financial Times».

¹ Πηγές: Εφημερίδες Κέρδος, Ισοτιμία, Ημερησία, Τα Νέα, Το Βήμα.

² PricewaterhouseCoopers' Communication Review: "Shifting Hands", 2008

Η προαναφερθείσα εκτίμηση περιγράφει επακριβώς την υπάρχουσα κατάσταση, αφού τα δύο deals ηλεκτρίζουν ήδη την αγορά των τηλεπικοινωνιών. Ιδιαίτερα η συμφωνία France Telecom - TeliaSonera, εφόσον ευοδωθεί, θα δημιουργήσει έναν νέο όμιλο, η κεφαλαιοποίηση του οποίου θα διαμορφωθεί στα 125 δισ. δολ., έναντι 76,6 δισ. δολ. της Deutsche Telekom (χωρίς τον ΟΤΕ, του οποίου η κεφαλαιοποίηση υπολογίζεται στα 9,25 δισ. ευρώ) και ο οποίος θα υπολείπεται μόνο έναντι της Vodafone, η χρηματιστηριακή αξία της οποίας ανέρχεται στα 157 δισ. δολ. Να σημειωθεί ότι στην Ευρώπη η αλυσίδα μεγάλων συμφωνιών στις τηλεπικοινωνίες σταμάτησε πέρυσι, όταν η ισπανική Telefonica απέκτησε μερίδιο στην Telecom Italia, καταβάλλοντας τίμημα 4,4 δισ. ευρώ, ενώ έτερο μεγάλο deal ήταν η απόκτηση της ιταλικής Fastweb από την ελβετική Swisscom, έναντι 4 δισ. ευρώ.

Εν αναμονή των εξελίξεων, πάντως, η συγκέντρωση στην αγορά της Δυτικής Ευρώπης δείχνει να έχει ολοκληρωθεί προς το παρόν. Αυτό αντανακλά η μείωση, το 2007, των συμφωνιών στις τηλεπικοινωνίες, τόσο σε ό,τι αφορά στο μέγεθος της μέσης συμφωνίας, που διαμορφώθηκε σε 313 εκατ. ευρώ το 2007, σε σύγκριση με 502 εκατ. ευρώ το 2006, όσο και σε συνολική αξία, που κατήλθε σε 52 δισ. ευρώ το 2007 έναντι 82 δισ. ευρώ το 2006. Τα παραπάνω στοιχεία για την πορεία της συγκέντρωσης στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών αποτυπώνονται σε μελέτη, με τίτλο «Telecoms M&A Insights» της PricewaterhouseCoopers LLP. Η εν λόγω μελέτη επισημαίνει ότι στην αρχή του έτους, οι ανοδικά κινούμενες χρηματαγορές έδειξαν να τάσσονται υπέρ της άποψης ότι πολλοί Ευρωπαίοι πάροχοι, εκτός των 4 μεγάλων (Telefonica, Vodafone, France Telecom και Deutsche Telekom), ήταν στο έλεος των χρηματοοικονομικών επενδυτών. Το γεγονός ότι τίποτα από αυτά δεν πραγματοποιήθηκε πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση αποδεικνύει ότι, ενώ η χρηματοδότηση δανειακών υποχρεώσεων ήταν εφικτή, δεν θα μπορούσαν να υποστηριχθούν οι πιθανές αποδόσεις κεφαλαίων. Σε ό,τι αφορά στην ευρύτερη περιοχή μας, την Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, η ίδια μελέτη της PricewaterhouseCoopers αποτυπώνει μείωση της κινητικότητας (το 2007 πάντα) σε επίπεδο συμφωνιών στον τηλεπικοινωνιακό τομέα. Σε επίπεδο αριθμών, η αξία των εξαγορών στον κλάδο στην εν λόγω περιοχή το 2007 κατήλθε σε 4 δισ. ευρώ, έναντι του ογκώδους - για τα δεδομένα της περιοχής - ποσού των 12 δισ. ευρώ, που ήταν η αξία των deals το 2005.

1.7.1 Ο τομέας της κινητής τηλεφωνίας

Ωστόσο, η μελέτη της PricewaterhouseCoopers επισημαίνει ότι το 2007, οι συμφωνίες στον τομέα των δικτύων κινητής τηλεφωνίας παρουσίασαν τη μεγαλύτερη αναλογικά αύξηση, με τη συνολική αναλογία της αξίας όλων των συμφωνιών να ανεβαίνει στο 50% το 2007. Όσον αφορά στη σταθερή τηλεφωνία, οι πάροχοι στον ανεπτυγμένο κόσμο ήταν σχετικά σταθεροί, η προσοχή, όμως, που δόθηκε στις αναπτυσσόμενες αγορές υποδεικνύει ξεκάθαρα έμφαση στις ευκαιρίες ανάπτυξης, όπως αποδεικνύεται από την εξαγορά της France Telecom στην Κένυα αλλά και από τους στόχους που έχει θέσει στην Γκάνα, από το ενδιαφέρον της Deutsche Telekom για την Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη και από εκείνο της Telefonica για τη Λατινική Αμερική. Η ίδια μελέτη, δε, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι από το 2008 και μετά, ιδιαίτερα οι ταχύτατα αναπτυσσόμενοι παίκτες της Μέσης Ανατολής, της Ινδίας και της Κίνας, δεν αποκλείεται να επιστρέψουν στο «τραπέζι» των διαπραγματεύσεων, ενώ η κινητικότητα στη Μέση Ανατολή και στην Αφρική θα συνεχιστεί.

1.7.2 Οι εξελίξεις στην Ευρώπη¹

France Telecom - TeliaSonera

Στη σκανδιναβική αγορά έχει εστιάσει το ενδιαφέρον του ο γαλλικός τηλεπικοινωνιακός κολοσσός της France Telecom, εξετάζοντας το ενδεχόμενο απόκτησης ποσοστού στην TeliaSonera, μέσω ανταλλαγής μετοχών. Η συμμετοχή στη μεγαλύτερη εταιρεία τηλεπικοινωνιών της Σουηδίας θα μπορούσε να μετατρέψει τη France Telecom στον δεύτερο μεγαλύτερο διαχειριστή κινητής και σταθερής τηλεφωνίας στην Ευρώπη σε επίπεδο πωλήσεων. Παράλληλα, δημιουργεί τις βάσεις, ώστε να διεισδύσει ο γαλλικός τηλεπικοινωνιακός όμιλος στις αγορές σκανδιναβικών χωρών, καθώς επίσης και στη Ρωσία και την Τουρκία, αγορές που αποτελούσαν εδώ και καιρό στόχο της γαλλικής εταιρείας για να επεκτείνει τις δραστηριότητές της. Σημειώνεται ότι η Γαλλία κατέχει το 26,69% του μετοχικού κεφαλαίου της France Telecom, η σουηδική κυβέρνηση έχει στην κατοχή της το 37,3% της Telia, ενώ η Φινλανδία το 13,7% του σκανδιναβικού τηλεπικοινωνιακού ομίλου. Το τελευταίο της μεγάλο deal πραγματοποιήθηκε το 2005, όταν απέκτησε την Amena, τον τρίτο μεγαλύτερο διαχειριστή κινητής τηλεφωνίας της Ισπανίας.

¹ Πηγές: Εφημερίδες Κέρδος, , Ημερησία.

Telefonica – KPN

Στην Ισπανία, σενάρια που ήθελαν την Telefonica να συγχωνεύει την Telecom Italia, τον μεγαλύτερο τηλεπικοινωνιακό όμιλο της Ιταλίας, διαψεύστηκαν μόλις πρόσφατα. Η Telefonica είναι επενδυτής στην Telco, την εισηγμένη εταιρεία χαρτοφυλακίου που ελέγχει την Telecom Italia. Ετερα σενάρια, που είδαν το φως της δημοσιότητας την εβδομάδα που πέρασε, θέλουν την ισπανική Telefonica να υποβάλει προσφορά για την εξαγορά της ολλανδικής τηλεπικοινωνιακής εταιρείας KPN. Εάν και επίσημα δεν έχουν ξεκινήσει διαπραγματεύσεις ανάμεσα στις δύο πλευρές, πιθανή εξαγορά της ολλανδικής εταιρείας θα επιτρέψει τη συγχώνευση της μονάδας κινητής τηλεφωνίας O2 της Telefonica στη Γερμανία, με την αντίστοιχη μονάδα E-Plus της KPN, με προφανείς τις προσδοκώμενες συνεργίες.

Deutsche Telekom – OTE

Η πρόσβαση στα Βαλκάνια, που ανοίγει για την Deutsche Telekom η απόκτηση του OTE, η τεράστια ακίνητη περιουσία του ελληνικού οργανισμού αλλά και η δυνατότητα των Γερμανών να ενοποιήσουν στα αποτελέσματά τους την εταιρεία, είναι τα σημεία στα οποία κυρίως στρέφει το ενδιαφέρον του ο ανταγωνισμός στη Γηραιά Ήπειρο, εν αναμονή της κατάληξης των εν εξελίξει διαπραγματεύσεων. Άλλωστε η γερμανική επιχείρηση, με παρουσία σε περίπου 50 χώρες, με θυγατρικές στην Ευρώπη (T-Hrvatski Telekom - Κροατία, Magyar Telekom - Ουγγαρία, Slovak Telekom - Σλοβακία) κάθε άλλο παρά αμελητέος παίκτης είναι. Οι πελάτες της Deutsche Telekom αγγίζουν τα 119 εκατ. συνδρομητές κινητής τηλεφωνίας, περίπου 37 εκατ. σταθερές τηλεφωνικές γραμμές και περισσότερες από 13 εκατ. ευρυζωνικές γραμμές. Το 2007 ο κύκλος εργασιών της άγγιξε τα 62,5 δισ. ευρώ και τα EBITDA κέρδη της τα 19,4 δισ. ευρώ. Η εταιρεία που ιδρύθηκε το 1995 έχει τρία brands. Την T-Home με ολοκληρωμένες ιντερνετικές υπηρεσίες και multimedia υπηρεσίες για το σπίτι. Την T-Mobile, μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες κινητής τηλεφωνίας στον κόσμο και την T-Systems, η οποία απευθύνεται σε επιχειρήσεις. Το 51% της Deutsche Telekom ανήκει σε θεσμικούς επενδυτές, το 17% σε ιδιώτες, άλλο ένα 17% στον τραπεζικό όμιλο KfW Bankengruppe και το υπόλοιπο 15% στο γερμανικό κράτος.

1.7.3 Η κινητικότητα διεθνώς

Αναφορικά με τις εξελίξεις στη διεθνή αγορά των τηλεπικοινωνιών και στην αποτύπωση της κατάστασης το 2007, η μελέτη της PricewaterhouseCoopers εξηγεί ότι ένας από τους κύριους λόγους της μείωσης στη συνολική αξία των συμφωνιών το 2007 ήταν η έλλειψη μεγάλων συμφωνιών σε σύγκριση με το 2006. Η μόνη συμφωνία που έκλεισε το 2007 και υπερέβη τα 20 δισ. ευρώ ήταν η αξίας 23 δισ. ευρώ συγχώνευση της America Telecom με την America Movil στη Λατινική Αμερική, ενώ το 2006 υπήρχε η εξαγορά της Bell South από την AT&T, ύψους 58 δισ. ευρώ, ενώ η πολυσυζητημένη εξαγορά της Bell Canada, ύψους 25 δισ. ευρώ, μένει ακόμη να ολοκληρωθεί, παρά το γεγονός ότι οι πρόσφατες ρυθμιστικές εγκρίσεις είναι ενθαρρυντικές.

Μέση Ανατολή

Η μελέτη επισημαίνει ότι μερικοί από τους μεγαλύτερους παρόχους στη Μέση Ανατολή επεκτείνουν με ταχύ ρυθμό την παρουσία τους στην περιοχή. Η Zain του Κουβέιτ (πρώην MTC Group) επέκτεινε τις δραστηριότητές της στην περιοχή, με - πιθανότατα - πιο σημαντική κίνηση την εξασφάλιση της άδειας για τη λειτουργία του τρίτου δικτύου κινητής τηλεφωνίας στη Σαουδική Αραβία έναντι 4 δισ. ευρώ. Πλέον, έχει παρουσία σε 6 χώρες στη Μέση Ανατολή και σε 14 στην Αφρική, ανήκοντας μαζί με την Etisalat και τις εταιρείες με έδρα στη Νότιο Αφρική Vodacom, MTN καθώς και τη France Telecom στους σημαντικότερους παρόχους στην Αφρική. Η Qtel και η Saudi Telecom έχουν επίσης εμπλακεί στη «μάχη» με την εξαγορά από την Qtel της Watanyia (η οποία ήταν η μεγαλύτερη συμφωνία στην περιοχή με αξία 2,8 δισ. δολ.) και την εξαγορά από την Saudi Telecom του 35% της Oger Telecom.

Ινδία-Κίνα

Σε άλλες αναδυόμενες αγορές, όπως τονίζει η μελέτη, μόνο ένας δυτικός οργανισμός κατάφερε να εισέλθει στην Ινδία με την εξαγορά της Hutchison Essar από τη Vodafone. Παρ' όλα αυτά, μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζει η δυνατότητα των τεράστιων οργανισμών από την Ινδία και την Κίνα να κινηθούν έξω από την περιοχή αυτή. Ενώ τίποτα αξιοσημείωτο δεν έχει συμβεί ακόμη, υπάρχει μία αίσθηση αλλαγής σε επιχειρήσεις και των δύο χωρών που ενθαρρύνουν τις εξαγορές

σε άλλες χώρες. Εκτιμάται, δε, ότι τα μεγαλύτερα κεφάλαια από το Αμπό Ντάμπι, τη Σιγκαπούρη, την Κίνα και το Κουβέιτ διαθέτουν συνολικά κεφάλαια για επενδύσεις άνω των 4 τρισ. ευρώ, τα οποία θα φτάσουν τα 15 τρισ. ευρώ μέχρι το 2010.

Λατινική Αμερική

Στη Λατινική Αμερική έγινε η μεγαλύτερη συναλλαγή στον κόσμο για το 2007, με τη συγχώνευση ύψους 23 δισ. ευρώ της America Movil (ο μεγαλύτερος πάροχος κινητής τηλεφωνίας στη Λατινική Αμερική) με την America Telecom στο Μεξικό. Παρ' όλα αυτά, αυτή η συμφωνία ήταν 10 φορές μεγαλύτερη από την επόμενη μεγαλύτερη συμφωνία στην περιοχή, εκείνη που αφορά στην εξαγορά της Colombia Telecommunications από την Telefonica, ύψους 1,9 δισ. ευρώ. Η America Movil βρίσκεται πίσω από δύο από τις πέντε μεγαλύτερες συμφωνίες που έκλεισαν στην περιοχή, με την εξαγορά της Puerto Rico Telephone για περισσότερα από 1,3 δισ. ευρώ.

1.8 Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις για το 1ο Τρίμηνο του 2008¹

Στο χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας τετραετίας υποχώρησε η αξία εξαγορών και συγχωνεύσεων στο α' τρίμηνο του 2008, καθώς η πιστωτική κρίση και η «καταιγίδα» στις αγορές έβαλε φρένο στην εξαγοραστική δραστηριότητα. Σύμφωνα με προκαταρκτικά στοιχεία της Thomson Financial, οι παγκόσμιες συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&A) σημείωσαν πτώση σχεδόν 31% στο πρώτο τρίμηνο, καθώς οι τράπεζες χαλιναγώγησαν το δανεισμό και η οικονομική αβεβαιότητα κλόνισε την εμπιστοσύνη στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).

Η αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων στο α' τρίμηνο διαμορφώθηκε στα 652 δις. δολάρια, δηλαδή 40% χαμηλότερα σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2007. Ήταν το λιγότερο ενεργητικό τρίμηνο από το 2004 βάσει των προκαταρκτικών στοιχείων της εταιρίας Dealogic. Οι εταιρείες εξαγορών συνέβαλαν σε μια κατάρρευση των συμφωνιών, καθώς η αγοραστική τους δύναμη εξατμίσθηκε με αποτέλεσμα να δοκιμάσουν μια πτώση της τάξης του 77% στη δραστηριότητα εξαγορών μετά από μια εξαετία ανάπτυξης. Η πιστωτική κρίση έρχεται μετά από έτος ρεκόρ για τη δραστηριότητα M&A το 2007.

Οι εταιρείες επενδύσεων ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου (private equity) οδήγησαν την αύξηση ρεκόρ των εξαγορών που κορυφώθηκε στο πρώτο εξάμηνο του 2007, δανειζόμενες στο μέγιστο των αποδόσεών τους, ενώ ξεπέρασαν σε ανταγωνισμό αγορές στοιχείων ενεργητικού. Αλλά οι τράπεζες είναι τώρα διστακτικές να δανείσουν εύκολα για συμφωνίες λόγω της παρατεταμένης πιστωτικής κρίσης.

Η έναρξη της πιστωτικής κρίσης από το καλοκαίρι του 2007 είχε ήδη προκαλέσει μια πτώση πάνω από το ένα τέταρτο σε ετήσια βάση της δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών στο δεύτερο εξάμηνο. Η Ευρώπη είχε το προβάδισμα έναντι των ΗΠΑ σε όρους συμφωνιών και αντιμετώπισε καλύτερα την κρίση, με την πτώση στη δραστηριότητα όσον αφορά στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, να υποχωρεί μόλις 10% στην Ευρώπη, έναντι πτώσης 53% στις ΗΠΑ.

Τα στοιχεία δείχνουν ότι το τέλος της άνθησης του δανεισμού, σε συνδυασμό με τις έντονες διακυμάνσεις στις αγορές, έχει καταστήσει δυσκολότερη τη χρηματοδότηση αλλά και την αποτίμηση εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Η πιστωτική κρίση έχει καταστεί περισσότερο σαφής στις περιπτώσεις εξαγορών όπου συμμετέχουν ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equities), με την αξία της συγκεκριμένης δραστηριότητας να έχει υποχωρήσει 71% (ετησίως) και να φτάνει στα 52,6 δισ. δολάρια.

Οι τραπεζίτες αναγνωρίζουν ότι οι υπάρχουσες συνθήκες δεν είναι ευνοϊκές, αλλά προσθέτουν πως η δραστηριότητα στις αναδυόμενες αγορές εξακολουθεί να είναι έντονη, ενώ το ίδιο ισχύει και για τον κλάδο εμπορευμάτων.

Σύμφωνα με τον επικεφαλής της διεθνούς μονάδας εξαγορών και συγχωνεύσεων της Deutsche Bank, Tony Burgess, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις έχουν υποχωρήσει εξαιτίας και της σχετικής αποχώρησης των private equities από το παιχνίδι.

Ο κ. Burgess τονίζει: «Παρά ταύτα, στρατηγικές συμφωνίες λαμβάνουν χώρα κυρίως στους κλάδους μετάλλων, ενέργειας και κοινής ωφελείας καθώς και στις αναδυόμενες αγορές. Οι διευθύνοντες σύμβουλοι στην Ευρώπη και στην Ασία εξακολουθούν να εξετάζουν στρατηγικές συνεργασίες, ενώ αντίθετα οι Αμερικανοί είναι λιγότερο πρόθυμοι και αισιόδοξοι».

Η εμφάνιση των κρατικών επενδυτικών ταμείων (SWFs) είναι μία φωτεινή διέξοδος. Αυτά πραγματοποίησαν στρατηγικές επενδύσεις αξίας 25 δισ. δολαρίων στο α' τρίμηνο, δηλαδή υψηλότερα από το 50% των 48,5 δισ. δολαρίων που επένδυσαν το 2007.

Η Goldman Sachs ήταν ο κορυφαίος ανάδοχος σε παγκόσμιο επίπεδο αλλά και στις ΗΠΑ. Η JP Morgan Chase συμμετείχε στις μεγαλύτερες συμφωνίες, ενώ η UBS κυριάρχησε στην ασιατική αγορά.

¹ Πηγές: Εφημερίδες Κέρδος, , Ημερησία.

Κεφάλαιο 2:

Εξουδετέρωση των Μέτρων Άμυνας – Οδηγία 2004/25/EK και N 3461/2006

2.1 Το ιστορικό της Οδηγίας 2004/25/EK¹

Εδώ και πολλά χρόνια, στόχος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήταν η έκδοση μίας Οδηγίας για την εναρμόνιση των διατάξεων των κρατών μελών που διέπουν τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς και κατ' επέκταση τις επιθετικές εξαγορές, αλλά και τα μέτρα αμύνης έναντι αυτών.

Τη δημοσίευση τριών σχεδίων Οδηγίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το 1989, το 1990 και το 1996, καθώς και την έκδοση δύο προτάσεων Οδηγίας τα έτη 2000 και 2002, ακολούθησε η έκδοση στις 30 Απριλίου 2004 της Οδηγίας 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς, σύμφωνα με το προοίμιο της οποίας «είναι αναγκαίο να προστατεύονται τα συμφέροντα των κατόχων τίτλων εταιρειών που διέπονται από το δίκαιο ενός κράτους μέλους, όταν οι εταιρείες αυτές αποτελούν αντικείμενο δημόσιας πρότασης εξαγοράς ή μεταβίβασης του ελέγχου τους και τουλάχιστον ένα μέρος των τίτλων τους είναι εισηγμένο προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κράτους μέλους». Η μεταφορά της Οδηγίας στα εθνικά δίκαια των κρατών μελών, είχε οριστεί να γίνει το αργότερο μέχρι τις 20 Μαΐου 2006.

Θεμελιώδη σκοπό της θέσπισης της Οδηγίας 2004/25/EK αποτελεί η εξασφάλιση ενός ενιαίου πλαισίου για τις εξαγορές (level playing field), βασικό χαρακτηριστικό του οποίου θα είναι η εξάλειψη των εθνικών εμποδίων.² Για την επίτευξη του ανωτέρω σκοπού, θα πρέπει να ακολουθούνται δύο βασικές αρχές: η αρχή ότι η απόφαση για την επιτυχία ή αποτυχία της δημόσιας πρότασης ανήκει στους μετόχους και η αρχή ότι ο εταιρικός έλεγχος πρέπει να ασκείται από εκείνον που κατέχει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου.³

¹ Αυγητίδης Δημήτρης Κ., «Η Οδηγία 2004/25/EK για τις επιθετικές εξαγορές», 2006

² Report of the High Level Group of Company law Experts on Issues Related to Takeover Bids (Winter Report), 10/01/2002, 18 επ.

³ Winter Report, ό.π., 20-21.

Η πρώτη αρχή διατυπώνεται ρητά στο άρθρο 3 παρ. 1 στοιχ. γ' της Οδηγίας, σύμφωνα με το οποίο «το συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας πρέπει να ενεργεί προς το συμφέρον της εταιρείας εν τω συνόλω της και δεν πρέπει να αφαιρεί από τους κατόχους τίτλων τη δυνατότητα να αποφασίζουν για το αξιόλογο της προσφοράς».

Οι προσπάθειες του τότε αρμοδίου επιτρόπου σε θέματα εσωτερικής αγοράς, Fritz Bolkestein, για τη δημιουργία ενός φιλελεύθερου ευρωπαϊκού δικαίου εξαγοράς επιχειρήσεων, το οποίο θα στηριζόταν στην ισότητα των όπλων (level playing field) και θα διευκόλυνε τις συγχωνεύσεις ευρωπαϊκών επιχειρήσεων μέσω της κατάργησης όλων των εθνικών αμυντικών μέτρων και διατάξεων, δεν στέφθηκαν με επιτυχία. Τα περισσότερα κράτη μέλη ενέμειναν στις θέσεις τους να διατηρηθούν οι προστατευτικές διατάξεις που υφίστανται στα εθνικά τους δίκαια και δίνουν τη δυνατότητα να εμποδίζονται οι εχθρικές μορφές εξαγοράς ημεδαπών επιχειρήσεων από αλλοδαπές επιχειρήσεις.

Η στάση αυτή των κρατών μελών οδήγησε στην υιοθέτηση μίας συμβιβαστικής λύσης με τη θέσπιση στην Οδηγία του λεγόμενου προαιρετικού μοντέλου (optionsmodell). Έτσι ο κοινοτικός νομοθέτης από τη μία μεριά εισήγαγε στην Οδηγία διατάξεις για την εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας (breakthrough) και την υποχρέωση ουδετερότητας του ΔΣ της εταιρείας στόχος, από την άλλη όμως έδωσε την επιλογή στα κράτη μέλη να επιλέξουν εάν θα εφαρμόσουν αυτές τις διατάξεις στα εθνικά τους δίκαια (opt-out). Έτσι, στην περίπτωση που ένα κράτος μέλος αποφάσιζε να μην ενσωματώσει τις διατάξεις εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας και της ουδετερότητας του ΔΣ, όσον αφορά στις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς, ως διατάξεις αναγκαστικού χαρακτήρα στο εσωτερικό του δίκαιο, τότε παρέχεται το δικαίωμα στην πλειοψηφία των μετόχων να αποφασίζει μέσω των γενικών συνελεύσεων την αποδοχή μίας δημόσιας πρότασης εξαγοράς, με βάση τις κοινοτικές διατάξεις (opt in).

Ο προαιρετικός αυτός χαρακτήρας της εν λόγω Οδηγίας κρίνεται ανεπιτυχής για τη δημιουργία ενός ενιαίου και ομοιόμορφου ευρωπαϊκού κοινοτικού δικαίου που να αφορά στην εξαγορά των επιχειρήσεων.

2.2 Ο Κανόνας Εξουδετέρωσης των Μέτρων Αμόνης (breakthrough rule)¹

Από την έναρξη των συζητήσεων για την πρόταση Οδηγίας του 2002, κατέστη προφανές ότι τα κρίσιμα σημεία, γύρω από τα οποία θα υπήρχαν αντιπαραθέσεις και αντιδράσεις όσον αφορά στην ενσωμάτωση της Οδηγίας, θα ήταν η προβλεπόμενη ως υποχρεωτική αδυναμία του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας-στόχου να λάβει αμυντικά μέτρα έναντι μίας επερχόμενης επιθετικής εξαγοράς, χωρίς την πρότερη έγκριση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, καθώς και επίσης η προβλεπόμενη υποχρεωτική αποδυνάμωση των αμυντικών μηχανισμών. Τελικά, οι ρυθμίσεις αυτές παρέμειναν στο κείμενο της Οδηγίας 2004/25/EK, ωστόσο η εφαρμογή έγκειται στη διακριτική ευχέρεια του κάθε κράτους μέλους.

Οι ρυθμίσεις που περιλαμβάνονται στην Οδηγία εμπίπτουν σε δύο κατηγορίες: Η πρώτη κατηγορία αφορά στα μέσα πρόληψης και άμυνας που νομιμοποιείται να χρησιμοποιήσει η διοίκηση μίας εταιρείας προκειμένου είτε να αποτρέψει τη δυνατότητα υποβολής δημόσιας πρότασης, είτε να αποκρούσει δημόσια πρόταση η οποία έχει ήδη υποβληθεί. Συνεπώς, σύμφωνα με την Οδηγία, το ΔΣ της εταιρείας στόχος δεν θα έχει τη δυνατότητα υιοθέτησης οιοδήποτε αμυντικού μέτρου προς αντίκρουση της δημόσιας πρότασης, πλην της αναζήτησης εναλλακτικών προσφορών, χωρίς τη λήψη προηγούμενης έγκρισης από τη γενική συνέλευση των μετόχων (άρθρο 9 παρ. 2). Επίσης, γίνεται ιδιαίτερη αναφορά «στην έκδοση μετοχών με σκοπό τη μακροχρόνια παρεμπόδιση του προσφέροντος να αποκτήσει τον έλεγχο της υπό εξαγορά εταιρείας».

Με τη δεύτερη κατηγορία ρυθμίσεων εισάγεται το μη αντιτάξιμο των περιορισμών στη μεταβίβαση των μετοχών έναντι του προτείνοντος, κατά τη διάρκεια ισχύος της δημόσιας πρότασης. Οι περιορισμοί αυτοί δεν ισχύουν, ανεξάρτητα εάν προβλέπονται στο καταστατικό της εταιρείας ή σε εξωεταιρικές συμφωνίες μεταξύ της εταιρείας και των μετόχων της ή μεταξύ των τελευταίων. Καταργούνται επίσης οιοδήποτε περιορισμοί στην άσκηση δικαιωμάτων ψήφου και άλλων καταστατικών ή συμβατικών αποκλίσεων από την αρχή «μία μετοχή = μία ψήφος», τόσο όσον αφορά στη γενική συνέλευση που αποφασίζει για τη λήψη αμυντικών μέτρων κατά τη διάρκεια της δημόσιας πρότασης, όσο και κατά την πρώτη συνέλευση μετά την επιτυχή έκβασή της, εφόσον ο επιχειρούν την εξαγορά αποκτήσει συνολικά το 75% των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας.

¹ Αυγητίδης Δημήτρης Κ., «Η Οδηγία 2004/25/EK για τις επιθετικές εξαγορές», 2006

Οι ρυθμίσεις αυτές στηρίχθηκαν στις προτάσεις της επιτροπής Winter και θεωρήθηκαν, προσωρινά, ως η αρχή της εγκαθίδρισης μίας ενιαίας αγοράς εταιρικού ελέγχου στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Θεωρήθηκε, δηλαδή, ότι με τις ρυθμίσεις αυτές θα μπορούσαν να αντιμετωπισθούν τα σημαντικότερα προβλήματα στην ενοποίηση των αγορών εταιρικού ελέγχου, όπως η δυνατότητα λήψης αμυντικών μέτρων από τα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών χωρίς την πρότερη προσφυγή στη γενική τους συνέλευση και οι περιορισμοί στα δικαιώματα ψήφου και στη μεταβίβαση μετοχών, τα οποία ανέχονταν τα εθνικά δίκαια των κρατών μελών. Η επιτροπή Winter, με το σύστημα των κανόνων που πρότεινε αποσκοπούσε στην εδραίωση δύο αρχών, της μετοχικής δημοκρατίας (shareholder decision making) και της αντιστοιχίας μεταξύ κατεχομένου κεφαλαίου και δυνατότητας ελέγχου (proportionality between risk bearing and control).

Η εισαγωγή των ανωτέρω ρυθμίσεων ως άρθρα 9 και 11 του σχεδίου της Οδηγίας χωρίς την πρόβλεψη ευχέρειας απόκλισης των κρατών μελών, συνάντησε τη σφοδρή αντίδραση των σκανδιναβικών κυρίως χωρών, στην οποία αντίδραση προσχώρησαν και άλλες χώρες, οδηγώντας στην εγκατάλειψη των άρθρων αυτών ως υποχρεωτικών για τα κράτη μέλη. Στη θέση των ρυθμίσεων αυτών προτάθηκε και τελικά έγινε δεκτό, ένα σύστημα διαδοχικών σταδίων προαιρετικής επιλογής για τα κράτη μέλη, που ήταν πρωτόγνωρο για τα κοινοτικά δεδομένα.

Έτσι, με τον συμβιβασμό που επετεύχθη, οι ρυθμίσεις των άρθρων 9 και 11 παρέμειναν στο κείμενο της Οδηγίας, απέκτησαν όμως προαιρετικό χαρακτήρα σύμφωνα με το Άρθρο 12 αυτής, το οποίο αναιρεί την πρακτική τους χρησιμότητα. Σύμφωνα με το Άρθρο 12, τα κράτη μέλη διατηρούν το δικαίωμα να μην υποχρεώσουν τις εταιρείες οι οποίες έχουν την καταστατική τους έδρα στην επικράτειά τους να εφαρμόσουν το άρθρο 9 ή/και το άρθρο 11. Προβλέπεται, επίσης, ότι στην περίπτωση που τα κράτη μέλη κάνουν χρήση του παραπάνω δικαιώματος, πρέπει να παράσχουν στις εταιρείες που έχουν την καταστατική τους έδρα στην επικράτειά τους, το δικαίωμα να εφαρμόσουν τα άρθρα αυτά, τα οποία και πάλι θα δύνανται να μην εφαρμόσουν όταν αμύνονται κατά δημόσιας πρότασης από επιτιθέμενο που δεν τα εφαρμόζει.

2.3 Μέτρα αμύνης που αποτελούν αντικείμενο απαγόρευσης¹

Η παράγραφος 2 του άρθρου 9 της Οδηγία 2004/25/EK αναφέρει ως αντικείμενο της απαγόρευσης της, το σύνολο των μέτρων τα οποία δια της λήψης τους δύνανται να οδηγήσουν στη ματαίωση της προσφοράς, εξαιρουμένης ρητώς της αναζήτησης εναλλακτικών προσφορών (βλέπε μέτρο αμύνης *White Knight*). Ενδεικτικά αναφέρεται στην έκδοση νέων μετοχών με σκοπό τη μακροχρόνια παρεμπόδιση του προσφέροντος να αποκτήσει τον έλεγχο της υπό εξαγορά εταιρείας, ως μέτρο το οποίο μπορεί να ληφθεί αποκλειστικά κατόπιν απόφασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Οριοθετώντας την έννοια του αμυντικού μέτρου, το οποίο αποτελεί αντικείμενο απαγόρευσης του άρθρου 9, η παράγραφος 16 του προοιμίου της Οδηγίας εξηγεί τα ακόλουθα: «Για να αποφεύγονται οι πράξεις οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν σε ματαίωση της προσφοράς, θα πρέπει να περιοριστούν οι εξουσίες του συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας, όσον αφορά στη διενέργεια πράξεων εξαιρετικού χαρακτήρα, χωρίς να παρακωλύεται αδικαιολόγητα η υπό εξαγορά εταιρεία στην άσκηση των κανονικών της επιχειρηματικών δραστηριοτήτων». Διαβάζοντας το ανωτέρω απόσπασμα, κατανοούμε με σαφήνεια ότι ο νομοθέτης, κατά την περίοδο μετά τη δημοσιοποίηση της δημόσιας πρότασης, επιβάλλει στο διοικητικό συμβούλιο να μην προβεί σε διαχειριστικές ενέργειες οι οποίες παρεκκλίνουν των συνηθισμένων διεργασιών και της καθημερινής διοίκησης της εταιρείας, καθώς και σε ενέργειες οι οποίες έχουν εξαιρετικό χαρακτήρα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η παράγραφος 2 του άρθρου 9, στην οποία γίνεται αναφορά στην έκδοση νέων μετοχών, κίνηση η οποία δεν αποτελεί μέρος της συνήθους πορείας εργασιών.

Επίσης, κατανοούμε ότι με την περιγραφική προσέγγιση που υιοθετεί, ο κοινοτικός νομοθέτης επιθυμεί να εστιάσει στα αποτελέσματα των μέτρων αμύνης παρά στη φύση ή στο μηχανισμό λειτουργίας τους. Συνεπώς, θεωρεί αμυντικά μέτρα όλα εκείνα τα οποία το διοικητικό συμβούλιο μίας εταιρείας δύνανται να επινοήσει, προκειμένου να αποκρούσει μία δημόσια πρόταση εξαγοράς, και τα οποία είναι πρόσφορα να παράγουν το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα. Έτσι, η εξειδίκευση και ο ακριβής προσδιορισμός των μέτρων αυτών, εναποτίθεται στη διακριτική ευχέρεια των κρατών μελών.

¹ - Αυγητίδης Δημήτρης Κ., «Η Οδηγία 2004/25/EK για τις επιθετικές εξαγορές», 2006

- Αυγητίδης Δημήτρης Κ., «Αμυντικά μέτρα κατά της δημόσιας πρότασης αγοράς μετοχών - Η νομιμότητα υποβολής αντιπρότασης σύμφωνα με το κοινοτικό και εφαρμοστέο δίκαιο (γνομ.)», 2007

2.4 Ενσωμάτωση της Οδηγίας στα Κράτη Μέλη

Παρακάτω, παρατίθενται ενδεικτικά κάποιες περιπτώσεις κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, οι οποίες ενσωμάτωσαν την Οδηγία 2004/25/EK, καθώς και τι ορίζει ο νόμος με τον οποίο ενσωματώθηκαν στα εθνικά του δίκαια, ενώ διατίθεται και μία σύντομη επισκόπηση του ελληνικού νόμου 3461/2006, ο οποίος αναλύεται περαιτέρω σε ενότητα που ακολουθεί.

Σύμφωνα με το αγγλικό δίκαιο (έβδομη γενική αρχή του City Code on Takeovers and Mergers σε συνδυασμό με τον κανόνα 21), απαγορεύεται στο διοικητικό συμβούλιο να λάβει μέτρα τα οποία ενδέχεται να οδηγήσουν στη ματαίωση της προσφοράς ή στη στέρηση από τους μετόχους της δυνατότητας να αποφασίσουν γι' αυτή, εάν δεν έχουν λάβει την πρότερη εξουσιοδότηση της γενικής συνέλευσης. Η απαγόρευση ισχύει, εν μέσω άλλων, για την δυνατότητα απόκτησης ή πώλησης περιουσιακών στοιχείων σημαντικής αξίας, για την έκδοση ή μεταβίβαση μετοχών, καθώς και για τη σύναψη συμφωνιών οι οποίες δεν εντάσσονται στη συνήθη πορεία εργασιών της εταιρείας.

Όσον αφορά στον γερμανικό εθνικό δίκαιο, στο άρθρο 33 του γερμανικού νόμου για την απόκτηση αξιογράφων και τις εξαγορές (Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz, WpÜG) ορίζεται ότι από τη δημοσίευση της απόφασης για την υποβολή δημόσιας πρότασης και μέχρι τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων της, το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας δε δύναται να διενεργήσει πράξεις οι οποίες μπορούν να παρακωλύσουν την επιτυχία της προσφοράς, εάν προηγουμένως δεν έχει λάβει σχετική εξουσιοδότηση από τη γενική συνέλευση. Η απαγόρευση αυτή δεν ισχύει για τις πράξεις τις οποίες θα διενεργούσε ένας συνετός και ευσυνείδητος διαχειριστής μίας εταιρείας έναντι της οποίας δεν έχει υποβληθεί δημόσια πρόταση. Επίσης, η απαγόρευση δεν ισχύει όταν πρόκειται για πρωτοβουλίες του διοικητικού συμβουλίου με σκοπό την αναζήτηση ανταγωνιστικών προτάσεων.

Στο ελληνικό εθνικό δίκαιο, το άρθρο 14 του Ν.3461/2006 προβλέπει ότι το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας, από την ενημέρωσή του σχετικά με την απόφαση του προτείνοντος για δημοσιοποίηση του αποτελέσματος της δημόσιας πρότασης ή της ανάκλησής της, δε μπορεί να προβεί σε οιαδήποτε ενέργεια που δεν εντάσσεται στη συνήθη πορεία των δραστηριοτήτων της εταιρείας και ενδέχεται να οδηγήσει στη ματαίωση της δημόσιας πρότασης,

χωρίς την προηγούμενη εξουσιοδότηση της γενικής συνέλευσης εξαιρουμένης της αναζήτησης εναλλακτικών προσφορών.

2.5 Επεξήγηση των διατάξεων της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ και των ρυθμίσεων των κρατών μελών

Από τη ρύθμιση της Οδηγίας, τις προαναφερθείσες εθνικές ρυθμίσεις, καθώς και από τη σχετική βιβλιογραφία, προκύπτει ότι για τη λήψη μίας απόφασης ώστε να υιοθετηθούν μέτρα αμύνης τα οποία ενδέχεται να οδηγήσουν στη ματαίωση της προσφοράς για εξαγορά, απαιτείται η πρότερη εξουσιοδότηση της γενικής συνέλευσης. Ως **ματαίωση** της προσφοράς, δεν εννοείται αποκλειστικά η μη επίτευξη των στόχων μίας δημόσιας πρότασης, γεγονός που δύναται να πραγματοποιηθεί ανεξαρτήτως στάσης του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας, αλλά η πραγματική εκείνη κατάσταση η οποία εξουδετερώνει ή παρεμποδίζει την πιθανότητα επιτυχούς έκβασής της. Συνεπώς, η ματαίωση της δημόσιας πρότασης για την εξαγορά μετοχών, μπορεί να προκύψει είτε από την αδυναμία του προσφέροντος να ολοκληρώσει και να υλοποιήσει την πρότασή του εξαιτίας των μέτρων αμύνης που έχουν ληφθεί από το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας, είτε από την αδυναμία των μετόχων να αποφασίσουν για την αποδοχή ή μη της δημόσιας πρότασης, εξαιτίας, και πάλι, της λήψης των εν λόγω μέτρων.

Συνεπώς, **αμυντικά μέτρα**¹ θα πρέπει να θεωρούνται οιοσδήποτε ενέργειες, οι οποίες μπορούν να μεταβάλουν τις οικονομικές και εταιρικής φύσεως σχέσεις της υπό εξαγορά εταιρείας, σε τέτοιο βαθμό ώστε να αναιρείται ουσιαστικά το δικαιοπρακτικό θεμέλιο της απόφασης του προτείνοντος να υποβάλει δημόσια πρόταση για την απόκτηση μετοχών της. Ως αμυντικά μέτρα θα πρέπει επίσης να θεωρούνται και οι ενέργειες οι οποίες ενδέχεται να προκαλέσουν σύγχυση στους μετόχους της υπό εξαγορά εταιρείας σχετικά με τους όρους της δημόσιας πρότασης, με αποτέλεσμα να καθίσταται ανέφικτη η αξιολόγηση και εκτίμηση των όρων της εν λόγω δημόσιας πρότασης εξαγοράς.

Πρέπει να θεωρείται αυτονόητο, ότι τα μέτρα τα οποία ενδέχεται να επιφέρουν τα προαναφερθέντα αποτελέσματα, δεν εντάσσονται στη συνήθη πορεία δραστηριοποίησης της εταιρείας, ενώ έχουν εξαιρετικό χαρακτήρα.

¹ - Αυγητίδης Δημήτρης Κ., «Η Οδηγία 2004/25/ΕΚ για τις επιθετικές εξαγορές», 2006

- Αυγητίδης Δημήτρης Κ., «Αμυντικά μέτρα κατά της δημόσιας πρότασης αγοράς μετοχών - Η νομιμότητα υποβολής αντιπρότασης σύμφωνα με το κοινοτικό και εφαρμοστέο δίκαιο (γνωμ.)», 2007

Αν λάβουμε υπόψη και πάλι το παράδειγμα της έκδοσης μετοχών (τακτική η οποία χρησιμοποιείται από το μέτρο αμύνης poison pill), η οποία πραγματοποιείται στα πλαίσια αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, θα κατανοήσουμε ότι πρόκειται αναμφισβήτητα για ένα μέτρο το οποίο αφενός δεν εντάσσεται στη συνήθη πορεία δραστηριοτήτων της επιχείρησης, και αφετέρου εμποδίζει την επίτευξη του στόχου της απόκτησης του ελέγχου της υπό εξαγοράς εταιρείας.

Σε κάθε περίπτωση όμως, το κριτήριο του εξαιρετικού χαρακτήρα δεν θα πρέπει να θεωρείται ασφαλές, καθώς ενδέχεται και κάποιες από τις συνήθεις δραστηριότητες της επιχείρησης να δύνανται να λειτουργήσουν ως μέτρα αποτροπής της δημόσιας πρότασης εξαγοράς. Εντούτοις, κάποιες άλλες ενέργειες, όπως η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ή η πώληση και απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες ενδέχεται να κριθούν απαραίτητες για τη βέλτιστη διενέργεια των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της εταιρείας, δεν θα πρέπει να παρακωλύονται (όπως αναφέρεται και στο άρθρο 3 παρ. 1 στ' της Οδηγίας) εξαιτίας της προαναφερθείσας απαγόρευσης. Επομένως, η αξιολόγηση του μέτρου ως ικανού για ματαίωση της δημόσιας πρότασης, θα εξαρτάται από τις συνθήκες της εκάστοτε περίπτωσης και θα αποτελεί προϊόν ad hoc στάθμισης και αξιολόγησης.

Κάποια από τα μέτρα τα οποία φέρουν τα ανωτέρω χαρακτηριστικά και περιλαμβάνονται στο παράρτημα 4 του Winter Report, αναφέρονται περιληπτικά παρακάτω (λεπτομερής ανάλυση ακολουθεί σε επόμενο κεφάλαιο):

- α) Πώληση σημαντικών περιουσιακών στοιχείων της υπό εξαγορά εταιρείας (Crown Jewel Options).
- β) Απόκτηση περιουσιακών στοιχείων από την υπό εξαγορά εταιρείας.
- γ) Σύναψη συμφωνιών οι οποίες προβλέπουν την καταβολή υψηλών αποζημιώσεων στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας (Golden Parachutes).
- δ) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της υπό εξαγορά εταιρείας.

ε) Πρόσκληση υποβολής δημόσιας πρότασης από τρίτο, οποίος διάκειται φιλικά απέναντι στην υπό εξαγορά εταιρεία. Αυτό το αμυντικό μέτρο μπορεί να συνδυαστεί με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου από το διοικητικό συμβούλιο και διάθεση των νέων μετοχών στον τρίτο με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης παλαιών μετόχων (*White Knight Defense*).

στ) Απόκτηση αριθμού μετοχών του προτείνοντος ικανού να προκαλέσει, μέσω άσκησης πίεσης, απόσυρση της δημόσιας πρότασης (*Green Mail*).

ζ) Ανακοινώσεις ευνοϊκών πληροφοριών προκειμένου να επηρεαστεί θετικά η τιμή των μετοχών της υπό εξαγορά εταιρείας και να δυσχερανθεί η δημόσια πρόταση.

2.6 Διάρκεια ισχύος της απαγόρευσης

Συνδυάζοντας τις διατάξεις της παρ.2 εδ. β' του άρθρου 9 και του άρθρου 6 παρ. 1 της Οδηγίας, προκύπτει ότι η απαγόρευση λήψης αμυντικών μέτρων από το διοικητικό συμβούλιο χωρίς εξουσιοδότηση από τη γενική συνέλευση, υφίσταται από τη στιγμή που το ΔΣ έλαβε πληροφορίες σχετικά με την υποβολή προσφοράς και μέχρι να δημοσιοποιηθεί το αποτέλεσμα της ή η προσφορά εκπέσει. Η απαγόρευση, δηλαδή, λήψης αμυντικών μέτρων τίθεται σε ισχύ από τότε που θα γνωστοποιηθεί στο διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας η απόφαση του προτείνοντος να υποβάλει δημόσια πρόταση, ακόμη και εάν δεν έχουν ενημερωθεί πρωτίτερα οι αρμόδιες εποπτικές αρχές.

Ωστόσο, η τελευταία αυτή περίπτωση εγκυμονεί τον κίνδυνο να πραγματοποιούνται δημόσιες προτάσεις χωρίς της ενημέρωση των εποπτικών αρχών, απλώς και μόνο για την εξουδετέρωση των μέτρων αμύνης υποψήφιων στόχων, ή την οχύρωση της προτείνουσας εταιρείας, απέναντι σε επικείμενη δημόσια πρόταση κατά αυτής.

Συνεπώς, θα πρέπει να γίνει ερμηνευτικά δεκτό, για λόγους ασφαλείας δικαίου, ότι μόνον εφόσον ενημερωθούν οι αρμόδιες αρχές για την υποβολή δημόσιας πρότασης, τίθεται σε ισχύ η απαγόρευση λήψης αμυντικών μέτρων καθώς τότε μόνο εκδηλώνεται σοβαρή πρόθεση απόκτησης μετοχών (πάντα υπό την προϋπόθεση ότι έχει ενημερωθεί σχετικά το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας).

2.7 Απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για παροχή εξουσιοδότησης

Η Οδηγία 2004/25/ΕΚ δεν περιέχει λεπτομερείς ρυθμίσεις όσον αφορά στο ποσοστό πλειοψηφίας που απαιτείται για τη λήψη της απόφασης της γενικής συνέλευσης για την εξουσιοδότηση λήψης αμυντικών μέτρων, αφήνοντας προφανώς τα κράτη μέλη να αποφασίσουν για το εν λόγω ζήτημα κατά τη διακριτική τους ευχέρεια. Ωστόσο, η κοινοτική Οδηγία περιέχει ειδικότερες ρυθμίσεις όσον αφορά σε τυχόν περιορισμούς στα δικαιώματα ψήφου, οι οποίοι προβλέπονται στο καταστατικό, σε συμφωνίες μεταξύ της εταιρείας και των μετόχων ή των μετόχων μεταξύ τους. Πιο συγκεκριμένα, στο άρθρο 11 παρ. 3 της Οδηγίας ορίζεται ότι τέτοιοι περιορισμοί δεν παράγουν αποτελέσματα στη γενική συνέλευση των μετόχων που αποφασίζει τη λήψη αμυντικών μέτρων, στην οποία ισχύει απαρτίως η αρχή της ισοδυναμίας των δικαιωμάτων ψήφου που απορρέουν από κάθε μετοχή.

Αντίστοιχη ρύθμιση περιλαμβάνει και το άρθρο 17 παρ. 3 του ελληνικού Ν. 3461/2006 περί δημοσίων προτάσεων εξαγοράς, το οποίο ορίζει ως απαιτούμενο ποσοστό πλειοψηφίας για τη λήψη απόφασης υιοθέτησης αμυντικών μέτρων, την αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία των άρθρων 29 παρ. 3 και 31 παρ. 2 του Ν. 2190. Η αντίστοιχη ρύθμιση στο γερμανικό δίκαιο (άρθρο 33 WpÜG) προβλέπει αυξημένη πλειοψηφία για τη χορήγηση της εξουσιοδότησης και συγκεκριμένα τουλάχιστον πλειοψηφία τριών τετάρτων (3/4) του εκπροσωπούμενου στη γενική συνέλευση μετοχικού κεφαλαίου.

Ωστόσο, η λήψη της απόφασης της γενικής συνέλευσης για την υιοθέτηση μέτρων αμύνης με σκοπό τη ματαίωση της προσφοράς, δεν συνεπάγεται απεριόριστη εξουσία της Γ.Σ. για τη λήψη οιασδήποτε μέτρων δια των οποίων προσβλέπουν στην επίτευξη του προαναφερθέντος σκοπού. Τα αμυντικά μέτρα είναι επιτρεπτά, με απόφαση της γενικής συνέλευσης, αλλά η νομιμότητά τους θα κριθεί κατά τις γενικές διατάξεις. Από το γενικό εταιρικό ή ιδιωτικό δίκαιο δεν συνάγεται κάποιος κανόνας απαγόρευσης ή περιορισμού των μέτρων αμύνης, εφόσον όμως οι αντίστοιχες ενέργειες αποτελούν δικαιώματα ή νομικές ευχέρειες της υπό εξαγορά εταιρείας. Εάν υφίσταται πράξη αντίθετη σε διάταξη νόμου ή του καταστατικού ή στα χρηστά ήθη, τότε η σχετική πράξη ενδέχεται να είναι άκυρη. Γενικότερα, υποστηρίζεται ότι μία απόφαση της γενικής συνέλευσης για τη λήψη αμυντικών μέτρων δύναται να θεωρηθεί άκυρη εάν, παρά το ότι οδηγεί στη ματαίωση της προσφοράς, επιφέρει αρνητικές συνέπειες στην εταιρική περιουσία. Αυτό συμβαίνει επειδή το εταιρικό συμφέρον, ως κανόνας συμπεριφοράς των οργάνων της

ανώνυμης εταιρείας, δε δεσμεύει μόνο το διοικητικό συμβούλιο, αλλά και τη γενική συνέλευση κατά τη λήψη των αποφάσεών της.

2.8 Η αντιπρόταση ως αμυντικό μέτρο¹

Ένα ιδιαίζον αμυντικό μέτρο, το οποίο συμπεριλαμβάνεται στα αμυντικά μέτρα με την έννοια που αναπτύχθηκαν ανωτέρω, αποτελεί και η υποβολή πρότασης από την υπό εξαγορά εταιρεία για την απόκτηση των μετοχών της προτείνουσας εταιρείας (pac man defense). Η αντιπρόταση λειτουργεί πρωτίστως όπως και στην περίπτωση απόκτησης περιουσιακών στοιχείων ή της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, καθώς η προοπτική επιτυχίας της πρότασης αυξάνει την αξία της υπό εξαγορά εταιρείας, στα περιουσιακά στοιχεία της οποίας θα προστεθεί και η συμμετοχή σε μία άλλη εταιρεία, ανεξάρτητα εάν η τελευταία είναι αυτή που υπέβαλε την αρχική δημόσια πρόταση.

Έτσι, η αντιπρόταση μεταβάλλει τις συνθήκες στις οποίες είχε στηριχθεί η προτείνουσα εταιρεία κατά την υποβολή της πρότασής της, με αποτέλεσμα να αυξάνεται το κόστος για την απόκτηση του ελέγχου στην υπό εξαγορά εταιρεία.

Επιπροσθέτως, η δημόσια πρόταση ενδέχεται να οδηγήσει σε έντονες προς άνω διακυμάνσεις της τιμής της μετοχής της υπό εξαγορά εταιρείας και συνεπώς να καταστήσει μη ελκυστική την πρώτη δημόσια πρόταση. Συνεπώς, εξαιτίας του γεγονότος αυτού, οι μέτοχοι της υπό εξαγορά εταιρείας θα τείνουν να απορρίψουν την πρώτη αυτή δημόσια πρόταση, προτιμώντας να εκποιήσουν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο, εκτός της περίπτωσης που βελτιωθεί η εν λόγω προσφορά, με αύξηση του ανταλλάγματος.

Επίσης η υποβολή αντιπρότασης στερεί από τους μετόχους της υπό εξαγορά και ταυτοχρόνως αντιπροτείνουσας εταιρείας τη δυνατότητα να εκτιμήσουν ορθά την πρώτη πρόταση, εξαιτίας της αβεβαιότητας που προκαλεί η ίδια η αντιπρόταση. Η αντιπρόταση λειτουργεί πειστικά και δημιουργεί καχυποψία και ως προς την ορθότητα της παρεχόμενης από το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας πληροφόρησης, η οποία είναι υποχρεωτική βάσει της παραγράφου 3 του άρθρου 9 της Οδηγίας.

¹ Αυγητίδης Δημήτρης Κ, «Αμυντικά μέτρα κατά της δημόσιας πρότασης αγοράς μετοχών - Η νομιμότητα υποβολής αντιπρότασης σύμφωνα με το κοινοτικό και εφαρμοστέο δίκαιο, 2007

Αυτό αναφέρεται εξαιτίας του γεγονότος ότι το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας αναμένεται να μην τοποθετηθεί αντικειμενικά απέναντι στους μετόχους σχετικά με την πρώτη δημόσια πρόταση, καθώς και αυτό με τη σειρά του έχει υποβάλει πρόταση για την εξαγορά της προτεινόμενης εταιρείας. Συνεπώς, οι μέτοχοι περιέρχονται σε σύγχυση όσον αφορά στο να αποδεχτούν την πρώτη δημόσια πρόταση και στο εάν έχουν λάβει τη δέουσα αντικειμενική πληροφόρηση από το Δ.Σ. της εταιρείας στην οποία μετέχουν.

2.9 Ανάλυση των διατάξεων του Ν. 3461/2006 και της προβλεπόμενης εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας¹

Με το Ν. 3461/2006 "Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις" ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη η Οδηγία 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς.

Οι διατάξεις του Ν. 3461 δημιουργούν ένα νέο πλαίσιο διενέργειας δημόσιων προτάσεων για την απόκτηση εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, αντικαθιστώντας τις ρυθμίσεις της Απ. Δ.Σ. Ε.Κ. 2/258/5.12.2002, χωρίς να ακυρώνονται οι βασικές δικαιολογικές επιλογές της, τροποποιώντας όμως και συμπληρώνοντας όπου αυτό κρίνεται επιβεβλημένο, είτε για λόγους συμμόρφωσης με την Οδηγία, είτε εξαιτίας της ανάγκης προσαρμογής στις σύγχρονες συνθήκες της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Πιο συγκεκριμένα, το άρθρο 17 του Ν.3461/2006 περιέχει τις ενσωματωθείσες διατάξεις της Οδηγίας 2004/25/EK περί εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας σε περίπτωση επιθετικής εξαγοράς. Στο άρθρο αυτό ενσωματώνονται πλήρως οι διατάξεις της κοινοτικής Οδηγίας όσον αφορά στις νέες υποχρεώσεις του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας, ως αναλύεται παρακάτω.

¹ Βελέντζας Ιωάννης Ε., «Δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών. Οι νέες νομοθετικές ρυθμίσεις (Ν. 3461/2006)

Κατ' ενάσκηση της διακριτικής ευχέρειας που προβλέπεται στο άρθρο 12 της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ, οι εταιρείες που έχουν τις μετοχές τους εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα, μπορούν προαιρετικά να εφαρμόζουν μέτρα κατάργησης αμυντικών μηχανισμών κατά δημοσίων προτάσεων, πριν και μετά την εκδήλωσή τους.

Ειδικότερα:

Άρθρο 17 παρ. 1 του Ν. 3461

Με απόφαση της γενικής συνέλευσης, η οποία λαμβάνεται με την αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία των άρθρων 29 παράγραφος 3 και 31 παράγραφος 2 του κ.ν. 2190/1920, αντίστοιχα, εταιρεία της οποίας η καταστατική έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα μπορεί, με δυνατότητα ανάκλησης της σχετικής απόφασης, να επιλέξει την εφαρμογή των προβλεπόμενων στις παραγράφους 2 έως 6.

Συνεπώς, οι διατάξεις αυτές εφαρμόζονται μόνο στις εταιρείες οι οποίες έχουν λάβει τη σχετική απόφαση. Επίσης, η εταιρεία οφείλει να γνωστοποιήσει την απόφασή της στην Ε.Κ. χωρίς υπαίτια καθυστέρηση, καθώς και στις αρμόδιες εποπτικές αρχές των κρατών μελών, στις οργανωμένες αγορές των οποίων έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση κινητές αξίες της ή ζητείται η εισαγωγή τους.

Άρθρο 17 παρ. 2 του Ν. 3461

Περιορισμοί στη μεταβίβαση κινητών αξιών, οι οποίοι περιλαμβάνονται στο καταστατικό εταιρείας της παραγράφου 1, δεν ισχύουν έναντι του προτείνοντος κατά τη διάρκεια της περιόδου αποδοχής δημόσιας πρότασης. Περιορισμοί στη μεταβίβαση κινητών αξιών, οι οποίοι περιλαμβάνονται σε συμφωνία που έχει συναφθεί μεταξύ εταιρείας της παραγράφου 1 και κατόχων των κινητών αξιών της ή μεταξύ κατόχων κινητών αξιών της, οι οποίοι συνάπτονται μετά την 21 η Απριλίου 2004, δεν ισχύουν έναντι του προτείνοντος κατά τη διάρκεια της περιόδου αποδοχής δημόσιας πρότασης.

Βάσει αυτού του άρθρου, οιαδήποτε αμυντικά μέτρα έχουν ληφθεί και αφορούν σε περιορισμούς μεταβίβασης κινητών αξιών της εταιρείας-στόχου, δεν ισχύουν κατά την περίοδο αποδοχής της δημόσιας πρότασης εξαγοράς.

Άρθρο 17 παρ. 3 του Ν. 3461

Οι περιορισμοί στα δικαιώματα ψήφου που περιλαμβάνονται στο καταστατικό εταιρείας της παραγράφου 1 δεν παράγουν αποτελέσματα στη γενική συνέλευση των μετόχων που αποφασίζει τη λήψη αμυντικών μέτρων σύμφωνα με το άρθρο 14. Οι περιορισμοί στο δικαίωμα ψήφου οι οποίοι περιλαμβάνονται στις συμφωνίες που συνάπτονται μεταξύ εταιρείας της παραγράφου 1 και κατόχων κινητών αξιών της ή στις συμφωνίες που συνάπτονται μεταξύ κατόχων κινητών αξιών της, οι οποίοι τίθενται σε ισχύ μετά την 21 η Απριλίου 2004, δεν παράγουν αποτελέσματα στη γενική συνέλευση των μετόχων που αποφασίζει τη λήψη αμυντικών μέτρων σύμφωνα με το άρθρο 14.

Όπως και στο προηγούμενο άρθρο, έτσι και στο παρόν άρθρο, εάν έχουν ληφθεί μέτρα αμύνης που αφορούν σε περιορισμούς στα δικαιώματα ψήφου (βλέπε Κεφ. 3 «Μορφές Αμύνης έναντι των Επιθετικών Εξαγορών»), παύουν να έχουν ισχύ στη γενική συνέλευση των μετόχων που αποφασίζει για τη λήψη αμυντικών μέτρων σύμφωνα με το άρθρο 14 του Ν.3461 «Υποχρεώσεις του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας», το οποίο ορίζει ως απαραίτητη την έγκριση της γενικής συνέλευσης των μετόχων για τη λήψη αμυντικών μέτρων.

Άρθρο 17 παρ. 4 του Ν. 3461

Σε περίπτωση που, μετά από δημόσια πρόταση, ο προτείνων κατέχει κινητές αξίες εταιρείας της παραγράφου 1, οι οποίες αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον ποσοστό εβδομήντα πέντε τοις εκατό (75%) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου, οι περιορισμοί στη μεταβίβαση κινητών αξιών ή στην άσκηση δικαιωμάτων ψήφου, οι οποίοι αναφέρονται στις παραγράφους 2 και 3 του παρόντος, καθώς και τα έκτακτα δικαιώματα των μετόχων ως προς το διορισμό ή την παύση μελών του διοικητικού συμβουλίου, που προβλέπονται στο καταστατικό της εταιρείας, δεν ισχύουν κατά την πρώτη γενική συνέλευση των μετόχων που πραγματοποιείται μετά τη λήξη της περιόδου αποδοχής και συγκαλείται από τον προτείνοντα με αντικείμενο την τροποποίηση του καταστατικού της εταιρείας ή την παύση ή το διορισμό μελών του διοικητικού της συμβουλίου.

Αυτή η ρύθμιση έχει εισαχθεί προφανώς για να προστατευθεί ο κατέχων τουλάχιστον το 75% των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας-στόχου από οιοσδήποτε ρυθμίσεις που προβλέπει το καταστατικό της εταιρείας και λειτουργούν ως αμυντικά μέτρα για την αποτροπή μίας επιθετικής εξαγοράς. Συνεπώς, ο κατέχων το εν λόγω ποσοστό μπορεί να ασκήσει ελεύθερα τα δικαιώματά του κατά την πρώτη γενική συνέλευση των μετόχων που πραγματοποιείται μετά τη λήξη της περιόδου αποδοχής, απαλλαγμένος από οιοσδήποτε περιορισμούς που επιφέρουν οιοσδήποτε ρυθμίσεις του καταστατικού.

Άρθρο 17 παρ. 5 του Ν. 3461

Οι κάτοχοι των δικαιωμάτων που αίρονται με βάση τις παραγράφους 2 έως 4 δικαιούνται αποζημίωση για τη ζημία που υπέστησαν από την αιτία αυτή.

Αυτό συμβαίνει εφόσον ο προτείνων είναι πραγματικά ο υπεύθυνος για την ζημία και είναι υπόχρεος για την καταβολή της αποζημίωσης. Το υπόχρεο προς αποζημίωση πρόσωπο, το ύψος της και ο τρόπος καταβολής θα εξαρτηθούν από τη φύση του αρθέντος δικαιώματος.

Άρθρο 17 παρ. 6 του Ν. 3461

Οι παράγραφοι 3 και 4 δεν έχουν εφαρμογή σε κινητές αξίες για τις οποίες οι περιορισμοί των δικαιωμάτων ψήφου αντισταθμίζονται από ειδικά χρηματικά πλεονεκτήματα.

Άρθρο 17 παρ. 7 του Ν. 3461

Οι εταιρείες που έχουν επιλέξει την εφαρμογή των προβλεπομένων στις παραγράφους 2 έως 6 δύνανται, με απόφαση της γενικής τους συνέλευσης, η οποία έχει ληφθεί όχι νωρίτερα από δεκαοκτώ (18) μήνες πριν από τη δημοσιοποίηση της δημόσιας πρότασης, να μην εφαρμόζουν τις παραγράφους 2 έως 6 όταν η δημόσια πρόταση προέρχεται από εταιρεία η οποία δεν εφαρμόζει τις παραγράφους αυτές ή από εταιρεία η οποία ελέγχεται, σύμφωνα με την παράγραφο 5 του άρθρου 42ε του κ.ν. 2190/1920, από εταιρεία η οποία δεν εφαρμόζει τις παραγράφους αυτές.

Με αυτή τη ρύθμιση διασφαλίζεται ότι οι ελληνικές εταιρείες που αποφασίζουν να εφαρμόσουν τη δυνατότητα που παρέχει το άρθρο 17 δεν θα αποτελέσουν εύκολο στόχο αλλοδαπών εταιρειών, που δεν εφαρμόζουν προαιρετικά ή υποχρεωτικά παρόμοια ρύθμιση.

Άρθρο 17 παρ. 8 του Ν. 3461

Το άρθρο αυτό δεν εφαρμόζεται στην περίπτωση που το Ελληνικό Δημόσιο κατέχει κινητές αξίες στην υπό εξαγορά εταιρεία οι οποίες του παρέχουν ειδικά δικαιώματα.

Κεφάλαιο 3:

Μορφές Αμύνης Έναντι των Επιθετικών Εξαγορών

Τα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών έχουν ως πρωταρχικό στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, καθώς και την προστασία των συμφερόντων των τελευταίων. Συνεπώς, η ίδια αρχή θα πρέπει να τηρηθεί και στην περίπτωση της εμφάνισης μίας πρότασης για εξαγορά της εταιρείας. Αντίθετα με τις φιλικές εξαγορές, όπου η πρόταση από την εξαγοράζουσα εταιρεία τυγχάνει θετικής αποδοχής από τους μετόχους και τη διοίκηση της εταιρείας-στόχος, οι επιθετικές εξαγορές συνιστούν μία διαφορετική και περίπλοκη περίπτωση. Αυτό συμβαίνει καθώς η επιθετική εξαγορά ενδέχεται να φαίνεται ότι θα έχει θετικές επιπτώσεις για την τιμή της μετοχής της εταιρείας-στόχος, ωστόσο, μακροπρόθεσμα υπάρχει το ενδεχόμενο να επέλθουν τα αντίθετα και δυσμενή για την εξαγοραζόμενη εταιρεία αποτελέσματα, εξαιτίας των αλλαγών που θα επιφέρει η εξαγορά της εταιρείας στον επιχειρηματικό σχεδιασμό αλλά και σε διοικητικό επίπεδο.

Η διοίκηση της εταιρείας-στόχος καλείται να αποφασίσει εάν η εν λόγω εξέλιξη διαφαίνεται ότι θα λειτουργήσει προς όφελος των μετόχων της εταιρείας ή όχι, στην οποία τελευταία περίπτωση θα πρέπει να λάβει αμυντικά μέτρα έναντι της επιθετικής εξαγοράς, ή απλώς να ενεργοποιήσει τους ήδη υπάρχοντες αμυντικούς μηχανισμούς.

3.1 Κίνητρα αντίστασης της διοίκησης της εταιρείας στόχος στην επιθετική εξαγορά

Η διοίκηση μίας εταιρείας θα πρέπει να προασπίζεται τα συμφέροντα αυτής, καθώς και να καταβάλει κάθε δυνατή προσπάθεια για την αύξηση του πλούτου των μετόχων. Δεν είναι πάντα, όμως, τα κίνητρα τόσο ξεκάθαρα και ανιδιοτελή. Υπάρχουν αντικρουόμενες απόψεις και τα αποτελέσματα ερευνών είναι πολλές φορές αντιφατικά, σχετικά με τα κίνητρα που μπορεί να διέπουν την απόφαση της διοίκησης μίας εταιρείας για να προσπαθήσει να αμυνθεί έναντι μίας προσπάθειας για επιθετική εξαγορά.

Η μία άποψη συνάδει με τα ιδανικά μίας επιχείρησης και η απόφαση της διοίκησης είναι ακόλουθη προς τις αρχές που πρέπει να διέπουν ένα διοικητικό συμβούλιο μίας επιχείρησης.

Σύμφωνα λοιπόν με αυτή την άποψη, (η οποία υποστηρίζεται και από τη θεωρία των De Angelo και Rice (1983)), με το να αντιδράσει το διοικητικό συμβούλιο μίας εταιρείας στην προσπάθεια μίας επιθετικής εξαγοράς της τελευταίας, προωθούνται και προασπίζονται τα συμφέροντα των μετόχων της εταιρείας-στόχος, ενώ, είτε πιέζεται η επιχειρούσα την επιθετική εξαγορά εταιρείας να επαναπροσαρμόσει προς τα επάνω το τίμημα της εξαγοράς, είτε επιτυγχάνεται η διατήρηση του μακροπρόθεσμου στρατηγικού σχεδιασμού της εταιρείας, καθώς και η ανεξαρτησία αυτής. Θα πρέπει να επισημανθεί, ότι πολλές φορές τα συμφέροντα της εξαγοράζουσας δεν συμπίπτουν με τα συμφέροντα της εξαγοραζόμενης εταιρείας, με αποτέλεσμα η λήψη αμυντικών μέτρων να κρίνεται αναγκαία. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση που η προσφέρουσα εταιρεία επιθυμεί τη διάσπαση της εταιρείας-στόχος και η μετέπειτα πώλησή της σε τρίτους, γεγονός που δε συνάδει με τα συμφέροντα των εργαζομένων, της διοίκησης και των μετόχων της εταιρείας στόχος.

Ωστόσο, σύμφωνα με την ετέρα άποψη, (θεωρία των Byrd και Stammerjohan (1997)), το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχος αντιτίθεται στην επιθετική εξαγορά εξυπηρετώντας προσωπικά συμφέροντα, όπως η διατήρηση των θέσεων που κατέχουν στην εταιρεία. Συνεπώς, ενδέχεται να μην εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων, με πιθανή συνέπεια την επίτευξη αρνητικών αποδόσεων.

Συμπερασματικά, τα κίνητρα της διοίκησης μίας εταιρείας-στόχος, είναι εύλογο να τίθενται υπό αμφισβήτηση από τους επενδυτές, φοβούμενοι για την προσπάθεια εκ μέρους των πρώτων, διατήρησης ατομικών προνομίων. Εντούτοις, με την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/25/EK με το Ν.3461, επιτυγχάνεται η μεγαλύτερη αντικειμενικότητα στη λήψη των αποφάσεων, όσον αφορά στην ανταπόκριση σε μία επιθετική εξαγορά, καθώς απαιτείται η συναίνεση των μετόχων για την αποσόβηση της εξαγοράς της εταιρείας-στόχος, με των τελευταίων τα συμφέροντα να είναι αυτά που θα πρέπει να προασπίζονται σε κάθε περίπτωση. Ακολούθως παρουσιάζονται τα μέτρα αμύνης που μπορεί να λάβει μία εταιρεία (εθνικού δικαίου επιτρέποντος) εάν αποφασίσουν οι μέτοχοι ότι θα πρέπει να ληφθούν μέτρα για την απόκρουση μίας μη συμβαδίζουσας με τα συμφέροντά τους, επιθετικής εξαγοράς.¹

¹ - *Change Rosita P. and Keith M. Moore, "Mergers and Acquisitions", CFA Institute, 2007*

- *Αυγητίδης Δημήτρης Κ., «Αμυντικά μέτρα κατά της δημόσιας πρότασης αγοράς μετοχών - Η νομιμότητα υποβολής αντιπρότασης σύμφωνα με το κοινοτικό και εφαρμοστέο δίκαιο, 2007*

- *Hopkins D. H., "Acquisition Strategy and the Market Position of Acquiring Firms", 1987*

3.2 Μέτρα Άμυνας¹

Ως αμυντικά μέτρα νοούνται τα μέτρα που λαμβάνει το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας που δέχεται δημόσια πρόταση για εξαγορά, με σκοπό να αποσοβήσει το αποτέλεσμα της εν λόγω πρότασης, ήτοι την παράδοση του ελέγχου στην προτείνουσα εταιρεία. Από δημιουργίας των μέτρων αμύνης, οι εταιρείες που επιθυμούσαν να προβούν σε εξαγορές, έχουν προσπαθήσει πολλές φορές να υπερκεράσουν τα εμπόδια που προβάλλουν τα διοικητικά συμβούλια των υπό εξαγορά εταιρειών με τα εν λόγω μέτρα, άλλες φορές με επιτυχία και άλλες όχι. Ωστόσο, αυτό που προκάλεσαν οι προσπάθειες αυτές είναι η συνεχής εφεύρεση νέων μέτρων άμυνας, τα οποία αναδύονταν κάθε φορά που οι εξαγοράζουσες εταιρείες κατάφερναν να «υπερπηδήσουν» τα ήδη υπάρχοντα εμπόδια. Έτσι, φτάνουμε σήμερα να υπάρχουν δεκάδες μέτρα αμύνης τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν έναντι των επιθετικών εξαγορών, τα οποία κρίνονται νόμιμα ή όχι, αναλόγως με το εθνικό δίκαιο της εκάστοτε χώρας στην οποία χρησιμοποιούνται.

Συνεπώς, η πλειάδα αυτή των αμυντικών μέτρων δύναται να κατηγοριοποιηθεί ως κατωτέρω, αναλόγως τα χαρακτηριστικά που διέπουν το εκάστοτε μέτρο αμύνης και τη χρονική στιγμή που χρησιμοποιείται.

3.2.1 Γενικές Κατηγορίες - Επισκόπηση των Αμυντικών Μέτρων²

Οι μορφές αμύνης μπορούν να κατηγοριοποιηθούν, ανάλογα με τη χρονική περίοδο κατά την οποία λαμβάνουν χώρα, ήτοι, είτε πριν από τη δημοσιοποίηση της δημόσιας πρότασης εξαγοράς (pre-bid defenses) και οι οποίες υιοθετούνται για τη θωράκιση της εταιρείας έναντι μίας επερχόμενης επιθετικής πρότασης εξαγοράς, είτε μετά από τη δημοσιοποίηση της δημόσιας πρότασης εξαγοράς και πριν από την ολοκλήρωσή της (post-bid defenses), ώστε να αποσοβήσουν την εξαγορά της εταιρείας.

¹ - Kokot Katerina S., "The Art of Takeover Defense", *The Ukrainian Journal of Business Law*, 2006

- Ruback Richard S., "An Overview of the Takeover Defenses", 1988

- Milton L. Rock, Robert H. Rock, Martin Sikora, "The mergers and acquisitions handbook", N.Y. Mac Graw - Hill, 1994

- Tsur Michal, "THE INTERNAL REPLICATIVE FORCE OF STRATEGIES: Evolutionary Insights Into The Widespread Use of Anti-Takeover Defenses"

² "Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids", Brussels, 10 January 2002

3.2.1.1 Pre-bid defenses

Τα μέτρα άμυνας που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία, υιοθετούνται από τα στελέχη μίας επιχείρησης όταν αυτά διαβλέπουν ότι η εταιρεία τους είναι ευάλωτη σε μία ενδεχόμενη επιθετική εξαγορά, είτε λόγω της χαμηλής τιμής της μετοχής της, είτε λόγω συγκριτικού πλεονεκτήματος των ανταγωνιστών της, είτε σε καθαρά προληπτική βάση, προκειμένου να μην καταληφθούν εξαπίνης, στην περίπτωση μιας αιφνίδιας προσφοράς για εξαγορά. Η έγκαιρη λήψη των εν λόγω μέτρων είναι μείζονος σημασίας, καθώς, αφενός τα μέτρα δεν ενεργοποιούνται άμεσα και, αφετέρου, η εταιρεία διαμηνύει στην αγορά μέσω αυτών, ότι τόσο η διοικητική ομάδα, όσο και οι μέτοχοι της εταιρείας επιθυμούν την διατήρηση της αυτονομίας της.

3.2.1.2 Post-bid defenses

Κάποιες εταιρείες επιλέγουν να μην υιοθετήσουν προληπτικά μέτρα αμύνης έναντι των επιθετικών εξαγορών (pre-bid defenses), με την αιτιολογία ότι θεωρούν πως τα συμφέροντα των μετόχων εξυπηρετούνται καλύτερα στην περίπτωση κατά την οποία κάποιος θελήσει να αγοράσει τις μετοχές τους προσφέροντας ένα premium σε σχέση με την τρέχουσα αξία τους, ένα φαινόμενο αρκετά σύνηθες στις περιπτώσεις των επιθετικών εξαγορών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι εταιρείες αυτές να είναι περισσότερο ευάλωτες στο ενδεχόμενο επιθετικής εξαγοράς τους εν σχέση με τις εταιρείες που έχουν ενεργοποιήσει τους προαναφερθέντες προληπτικούς μηχανισμούς.

Με τα μέτρα αμύνης μετά τη δημοσιοποίηση της δημόσιας πρότασης εξαγοράς, η εταιρεία-στόχος δύναται, σε περίπτωση κατά την οποία κριθεί ότι η πρόταση εξαγοράς δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα της εταιρείας, να ενεργοποιήσει διάφορους αμυντικούς μηχανισμούς, προκειμένου να προστατευθεί από την επικείμενη ανεπιθύμητη εξαγορά της.

Παρακάτω θα αναφερθούν και θα αναλυθούν οι ακόλουθες μορφές αμύνης έναντι των επιθετικών εξαγορών:

1. PRE-BID

ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

- Περιορισμοί στην κυριότητα των μετοχών («ownership caps»)
- Golden shares (κάποια είδη)
- Περιορισμοί στη μεταβίβαση των μετοχών («transferability restrictions»)
- Αραίωση των μετοχών που έχουν αποκτηθεί από τον bidder ή από έναν ενδεχόμενο bidder (poison pills, ορισμένες κατηγορίες poison debt)
- Μείωση στις διαθέσιμες μετοχές μέσω απόκτησης ιδίων μετοχών, cross shareholdings και pyramiding.

ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΣΤΗ Γ.Σ.

- Περιορισμοί στα δικαιώματα ψήφου («voting caps»)
- Μετοχές με διπλά ή πολλαπλά δικαιώματα ψήφου
- Μετοχές με περιορισμένα ή χωρίς καθόλου δικαιώματα ψήφου
- Υψηλά ποσοστά πλειοψηφίας ή απαρτίας («supermajorities»)
- Golden shares (κάποια είδη)

ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΣΤΟ Δ.Σ.

- Συμμετοχή των εργαζομένων στις αποφάσεις της εταιρείας (co-determination)
- Μετοχές με ειδικά δικαιώματα διορισμού μελών του Δ.Σ.
- Όροι περί «ελαστικής θητείας» του Δ.Σ., όπως συνέχιση της θητείας των μελών του Δ.Σ. και στο νέο Δ.Σ. (staggered boards)
- Διορισμός του Δ.Σ. για συγκεκριμένη θητεία
- Απαραίτητα προσόντα για την ιδιότητα μέλους του διοικητικού συμβουλίου (π.χ. προηγούμενη κατοχή μετοχών για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα)
- Golden parachutes
- Υψηλά ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας για τη διάλυση ή/και την εκλογή του Δ.Σ.

ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΣΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

- Διάθεση περιουσιακών στοιχείων («scorched earth»)
- Spin-offs

- Μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων σε τρίτα πρόσωπα («lock-up options»)
- Αλλαγή στους όρους ελέγχου σε μη οικονομικές συμβάσεις

ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΒΑΡΩΝ ΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ ΜΕΤΑ ΤΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ

- Poison debt
- Golden and tin parachutes
- Αλλαγή των όρων ελέγχου σε συμβάσεις δανείου

ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ

- Απόκτηση από την εταιρεία άλλων εταιρειών ώστε να εγείρεται ζήτημα νόθευσης του ανταγωνισμού ή να δημιουργούνται νέες επιχειρήσεις που υπόκεινται σε ειδικό ρυθμιστικό καθεστώς

2. POST BID (κάποια pre-bid defenses δύνανται να υιοθετηθούν και μετά τη δημοσιοποίηση της δημόσιας πρότασης εξαγοράς)

2.1 ΜΕΙΩΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

- Αγορά ιδίων μετοχών
- Έκδοση μετοχών (ή δικαιωμάτων προαίρεσης) προς τρίτο φιλικό πρόσωπο («white squire», «lock-up options»)

2.2 ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

- Έκδοση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων

2.3 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ

- Προσφυγή στα δικαστήρια (litigation)

2.4 ΑΝΑΖΗΤΗΣΗ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ

- «White knight»

2.5 ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΑΝΤΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΣΤΟΝ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΑ ΠΡΟΚΕΙΜΕΝΟΥ ΝΑ ΑΠΟΣΥΡΘΕΙ / ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ ΣΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΣΤΟΧΟ

- «Greenmail»

2.6 ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΣΤΟΧΟ

- «Pacman defense»

3.3 Ανάλυση των μέτρων αμύνης¹

Ακολούθως, πραγματοποιείται μία ανάλυση των μέτρων αμύνης έναντι των επιθετικών εξαγορών, παρουσιάζοντας τους μηχανισμούς λειτουργίας των εν λόγω μέτρων, ενώ γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στο μέτρο άμυνας poison pill, όντας το πιο διαδεδομένο μέτρο και έχοντας αποτελέσει αντικείμενο πολλών μελετών όσον αφορά στην ιδιαιτερότητα, τη λειτουργία και την αποτελεσματικότητά του. Επίσης, η διαδρομή του poison pill από την επινόησή του έως σήμερα, είναι αντιπροσωπευτική των υπολοίπων μέτρων αμύνης, ενώ ο μηχανισμός λειτουργίας του αναφέρεται ενδεικτικά στην ενσωματωθείσα με το Ν. 3461, Οδηγία 2004/25/ΕΚ (καθώς αφορά στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου – μία προϋπόθεση για την εφαρμογή του μέτρου αμύνης poison pill).

3.3.1 Pre bid

3.3.1.1 ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ:

3.3.1.1.1 Περιορισμοί στην κυριότητα των μετοχών (ownership caps)

Αυτό το μέτρο άμυνας αφορά σε περιορισμούς στη δυνατότητα που έχει κάποιος για απόκτηση μετοχών της εταιρείας-στόχος μίας επιθετικής εξαγοράς. Με το μέτρο αυτό θεσπίζονται ανώτατα

¹ - Ruback Richard S., "An Overview of the Takeover Defenses", 1988

- Simon C.E., and J.M. Bryan. Corporate Anti-Takeover Defenses: The Poison Pill Device. St. Paul, MN: Thomson West., 2004

- Tsur Michal, "THE INTERNAL REPLICATIVE FORCE OF STRATEGIES: Evolutionary Insights Into The Widespread Use of Anti-Takeover Defenses"

όρια μετοχών της εταιρείας που μπορεί κάποιος να έχει στην κυριότητά του (το οποίο συνήθως είναι αρκετά χαμηλό), με αποτέλεσμα να καθίσταται αδύνατον για την εταιρεία που επιχειρεί την επιθετική εξαγορά να αποκτήσει ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας-στόχος, ικανό για την απόκτηση του ελέγχου της τελευταίας.

3.3.1.1.2 Golden shares (κάποια είδη)

Οι golden shares («χρυσές μετοχές») είναι μετοχές οι οποίες φέρουν κάποιες ιδιαίτερες ιδιότητες, όπως π.χ. η δυνατότητα άσκησης veto σε μία εξαγορά ή σε οιαδήποτε αλλαγή στο καταστατικό της εταιρείας, ενώ γενικότερα παρέχουν αυξημένες εξουσίες στους κατόχους αυτών, με αποτέλεσμα να δυσχεραίνεται κατά πολύ η απόκτηση του ελέγχου της εταιρείας στόχος. Αυτό το μέτρο άμυνας ήταν ιδιαίτερα δημοφιλές κατά τη δεκαετία του 1980, όταν οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούσαν τις golden shares ώστε να διατηρούν τον έλεγχο σε εταιρείες που είχαν ιδιωτικοποιηθεί. Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται οι golden shares που παρέχουν στον κάτοχό τους τη δυνατότητα να ασκήσουν veto στην απόκτηση μετοχών της εταιρείας-στόχος.

3.3.1.1.3 Περιορισμοί στη μεταβίβαση των μετοχών («transferability restrictions»)

Αυτοί οι περιορισμοί ασκούνται υπό τη μορφή περιορισμών στην πώληση μετοχών της εταιρείας-στόχου, μόνο σε συγκεκριμένα πρόσωπα ή βάσει προτεραιοτήτων. Αυτό το μέτρο αμύνης μπορεί να εφαρμοστεί με: α) εξωεταιρικές συμφωνίες, σύμφωνα με τις οποίες απαγορεύεται η μεταβίβαση μετοχών σε πρόσωπα άλλα από εκείνα που έχουν συμφωνηθεί, αλλιώς, σε περίπτωση μεταβίβασης, δικαίωμα προτίμησης σε πρόσωπα που έχουν συμφωνηθεί, β) εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά ενός ορισμένου μόνον τμήματος του συνόλου των μετοχών με δικαιώματα ψήφου και διατήρηση του υπόλοιπου τμήματος με τη μορφή μη-εισηγμένων μετοχών, ή δημιουργία δύο κατηγοριών μετοχών (εισηγμένων, μη-εισηγμένων) σε συνδυασμό με περιορισμούς στη μεταβίβαση των μη-εισηγμένων μετοχών, γ) έκδοση μετοχών προς τρίτο πρόσωπο (trust, administration office) το οποίο εκδίδει εισηγμένα παραστατικά των μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου («depository receipts for shares») σε συνδυασμό με τον αποκλεισμό ή περιορισμό της δυνατότητας ανταλλαγής των παραστατικών με τις υποκείμενες μετοχές.

3.3.1.1.4 Αραιώση των μετοχών που έχουν αποκτηθεί από τον bidder ή από έναν ενδεχόμενο bidder (poison pills)¹

Το poison pill είναι το περισσότερο διαδεδομένο μέτρο άμυνας έναντι των επιθετικών εξαγορών. Εφευρέτης του ήταν ο δικηγόρος, ειδικός σε θέματα Σ&Ε, Martin Lipton, ως απάντηση στις επιθετικές εξαγορές. Η ονομασία του προέρχεται από τον χώρο της κατασκοπίας, όπου οι κατάσκοποι είχαν εντολή να καταπιούν αυτό το κυριολεκτικά δηλητηριώδες χάπι (poison pill) με κύανιο, παρά να αντιμετωπίσουν την αιχμαλωσία. Στο τομέα των εξαγορών, το χάπι αποδεικνύεται εξίσου θανάσιμο.

Το poison pill πρόκειται για μία μορφή αμύνης, η οποία όταν εφαρμοστεί (συνήθως μετά την εξαγορά ενός συγκεκριμένου ποσοστού από τον επιχειρούντα την επιθετική εξαγορά) δίνει τη δυνατότητα στους μετόχους της εταιρείας-στόχος να αποκτήσουν νέες μετοχές της εταιρείας, με σημαντική έκπτωση. Με τον τρόπο αυτό, επιτυγχάνεται η αραιώση των μετοχών, γεγονός που καθιστά μη συμφέρουσα την εξαγορά της εταιρείας, δυσκολότερη την ανάληψη του εταιρικού ελέγχου (με αποτέλεσμα η εξαγοράστρια εταιρεία να προσεγγίζει το διοικητικό συμβούλιο για την εξαγορά της εταιρείας και όχι τους μετόχους), καθώς και δυσκολότερη την εξαγορά της εταιρείας με δανειακά κεφάλαια (leveraged buyout).

Υπάρχουν πολλά είδη poison pill, τα περισσότερα εκ των οποίων δημιουργήθηκαν μετά το 1985, με την απόφαση του Δικαστηρίου του Delaware, μία απόφαση ορόσημο για τις Η.Π.Α. Η νομιμότητα του μέτρου άμυνας έναντι των επιθετικών εξαγορών με το ψευδώνυμο «poison pill», επικυρώθηκε ρητά με την απόφαση του Delaware που λήφθηκε αναφορικά με την υπόθεση *Moran v. Household International*. Με την ομόφωνη γνώμη των τριών δικαστών, το δικαστήριο αποφάσισε ότι μία εταιρεία διατηρεί το δικαίωμα να απειλήσει να πλημμυρίσει την αγορά με νεοεκδοθείσες μετοχές σε περίπτωση που κάποιος εχθρός αρχίσει να αγοράζει ένα μεγάλο μέρος των μετοχών της, με αποτέλεσμα την αραιώση των μετοχών της εταιρείας, καθιστώντας την εξαγορά απαγορευτικά ακριβή. Το poison pill μεταμόρφωσε γρήγορα τη νομοθεσία περί εξαγορών και θωράκισε τη φήμη του ιδρυτή του, Martin Lipton.

¹ - Velasco Julian, "Just Do It: An Antidote to the Poison Pill", 2002

- Velasco, J. "The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill" *Journal of Corporation Law* 27, no. 3, Spring 2002

- Lowry, J.P. "Poison Pills in U.S. Corporations-A Re-examination." *Journal of Business Law*, May 1992

- Malatesta P. and Walkling R., "Poison Pill securities: Stockholder wealth, profitability and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 1988

- Costa Len, "The Perfect Pill: A small innovation that transformed corporate takeovers"

- Davis Gerald, "Agents Without Principles? The Spread of The Poison Pill Through The Inter-Corporate Network", *Administrative Science*, 1991

Πριν από την εν λόγω απόφαση, υπήρχαν μόνο τρία είδη poison pill, ενώ σήμερα τα εν λόγω είδη φτάνουν τα 200. Αυτά δημιουργήθηκαν ως απάντηση στις πολλές προσπάθειες που έχουν γίνει μέχρι σήμερα να ξεπεραστεί το εμπόδιο του poison pill. Οι σημαντικότερες από τις poison pill στρατηγικές αναλύονται παρακάτω.

Το poison pill άντεξε στο χρόνο, με αποτέλεσμα την ευρεία σημερινή του χρήση. Ωστόσο, οι αντιπαραθέσεις που αφορούν σε αυτό συνεχίζονται μεταξύ των υποστηρικτών του και των ασκούντων κριτική σε αυτό. Οι τελευταίοι, υποστηρίζουν ότι με τη χρήση του poison pill, το συμβούλιο της εταιρείας δεν λαμβάνει υπόψη του τη θέληση των μετόχων της, ενώ μπορεί να προστατέψει τους ιθύνοντες της εταιρείας που δεν είναι ικανοί να αποδώσουν τα αναμενόμενα. Δεν είναι λίγοι και αυτοί που υποστηρίζουν τη μη νομιμότητα της χρήσης του poison pill. Αντίθετα, οι «συνήγοροι» του υποστηρίζουν ότι το χάπι βοηθάει στην επίτευξη μίας υψηλότερης τιμής εξαγοράς, η οποία αποφέρει στους μετόχους περισσότερα χρήματα από αυτά που θα λάμβαναν σε περίπτωση μη χρήσης του poison pill.

Εντούτοις, αμφότερες οι πλευρές συμφωνούν ότι το χάπι είναι μια ιδιοφυής δημιουργία. «Από νομικής απόψεως, το χάπι είναι απλά εξαιρετικό», αναφέρει ο καθηγητής νομικής στο Stanford University, Ronald Gilson, ο οποίος αν και επί μακρόν ενάντιος στη χρήση του poison pill, το θεωρεί ως το πιο σημαντικό νομικό καλλιτέχνημα του 20^{ου} Αιώνα.

Παρακάτω αναλύονται οι κυριότερες και πιο διαδεδομένες στρατηγικές του poison pill:

i. Poison Pill with Flip Over Rights

Η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη στρατηγική poison pill, είναι η «flip over». Σύμφωνα με αυτήν τη στρατηγική, οι κάτοχοι κοινών μετοχών μίας εταιρείας, λαμβάνουν έναν αριθμό δικαιωμάτων για κάθε μετοχή που κατέχουν, το οποίο τους επιτρέπει να έχουν την επιλογή να αγοράσουν περισσότερες μετοχές της εταιρείας. Τα δικαιώματα αυτά, έχουν μία καθορισμένη ημερομηνία λήξης και δεν αντιπροσωπεύουν δικαιώματα ψήφου. Ουσιαστικά, είναι άχρηστα κατά την τιμή της προσφοράς, καθώς η τιμή άσκησής τους έχει οριστεί αρκετά υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή των κοινών μετοχών στην αγορά. Ένας μέτοχος, δεν μπορεί να πουλήσει ξεχωριστά αυτά τα δικαιώματα, καθώς συναλλάσσονται μαζί με τις μετοχές.

Όταν μία εταιρεία επιχειρήσει μία επιθετική εξαγορά, τα δικαιώματα αρχίζουν να εμπορεύονται ξεχωριστά από τις μετοχές. Εάν η προσφορά για την εξαγορά αποδειχθεί επιτυχής, τα δικαιώματα των μετόχων μπορούν να ασκηθούν για την αγορά μετοχών με έκπτωση, η οποία μπορεί να φτάσει το πενήντα τοις εκατό της τρέχουσας τιμής στην αγορά. Όλοι οι μέτοχοι εκτός του εξαγοράζοντος, μπορούν να ασκήσουν τα προαναφερθέντα δικαιώματα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα μία σημαντική αραίωση των μετοχών του εξαγοράζοντος, πιθανότατα θέτοντας σε κίνδυνο τον έλεγχο της εταιρείας.

Συνεπώς, η προσπάθεια εξαγοράς της εταιρείας που έχει χρησιμοποιήσει αυτή τη μέθοδο αμύνης, αποβαίνει ακριβή. Τέλος, εάν η εξαγορά εγκαταλειφθεί, η εταιρεία μπορεί να εξαργυρώσει τα δικαιώματα, για παράδειγμα στην τιμή των πέντε σεντς ανά μετοχή.

Βασικό μειονέκτημα της εν λόγω μεθόδου αμύνης, αποτελεί το γεγονός ότι τα δικαιώματα των μετόχων της εταιρείας στόχος, για την αγορά των πρόσθετων μετοχών, δεν μπορούν να εξασκηθούν, παρά μόνο όταν η επιχειρούσα την εξαγορά εταιρεία αποκτήσει το 100% της εταιρείας στόχος, ήτοι κατόπιν της εξ' ολοκλήρου εξαγοράς της. Συνεπώς, μία συνήθης στρατηγική παράκαμψης της στρατηγικής flip over, είναι η απόκτηση ενός πλειοψηφικού πακέτου μετοχών και όχι του συνόλου των μετοχών, ώστε να μην ενεργοποιηθεί το προαναφερθέν μέτρο αμύνης. Συνεπώς, η επιχειρούσα την εξαγορά εταιρεία, θα αποκτήσει τον εταιρικό έλεγχο της εταιρείας στόχος, αλλά δεν θα υποχρεωθεί σε εξαγορά των δικαιωμάτων των μετόχων. Εν κατακλείδι, η στρατηγική αμύνης flip over poison pill, απευθύνεται κυρίως σε εταιρείες η οποίες επιθυμούν την αποσόβηση της πλήρους εξαγοράς τους.

ii. Flip in Poison Pill

Αντίθετα προς την προηγούμενη poison pill στρατηγική, όπου οι μέτοχοι λάμβαναν δικαιώματα απόκτησης μετοχών στην εταιρεία του προσφέροντος (ήτοι κατόπιν της εξ' ολοκλήρου εξαγοράς της εταιρείας στόχος), η παρούσα μορφή αμύνης ενεργοποιείται κατά την εξαγορά εκ μέρους μίας εταιρείας, ενός ποσοστού της εταιρείας στόχος (παλαιότερα το πιο συνηθισμένο ποσοστό ήταν το 20% του μετοχικού κεφαλαίου, ενώ αργότερα μειώθηκε στο 15-20%) το οποίο έχει οριστεί από τη διοίκηση της τελευταίας, ως το οριακό ποσοστό, καθ' υπέρβαση του οποίου ενεργοποιείται η εν λόγω poison pill στρατηγική.

Συνεπώς, τα flip in poison pills δίνουν την επιλογή άσκησης των δικαιωμάτων που έχουν χορηγηθεί στους μετόχους για απόκτηση επιπλέον μετοχών (σε αναλογία με τις παλαιές μετοχές που έχουν στην κατοχή τους) σε μειωμένη τιμή, κατά πολύ κατώτερη της τρέχουσας τιμής τους στην αγορά. Οι νέες μετοχές που αποκτώνται είναι της εταιρείας στόχος, με συνέπεια την επέλευση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της τελευταίας, με δυσμενή για τον επιχειρούντα την επιθετική εξαγορά, αποτελέσματα. Τα δικαιώματα έχουν ημερομηνία λήξης, δηλαδή η άσκησή τους μπορεί να πραγματοποιηθεί, συνήθως, εντός 10 ετών.

Σκοπός της εν λόγω μορφής αμύνης είναι η αραίωση των μετοχών της εταιρείας στόχος, με απώτερο στόχο την αποτροπή της εξαγοράς της εταιρείας, λόγω μη συμφέρουσας, πλέον, τιμής, ή την επίτευξη μίας μεγαλύτερης προσφοράς εκ μέρους του bidder.

Παρόλο που η παρούσα στρατηγική αμύνης έχει αποδειχτεί εξαιρετικά αποτελεσματική για την αποτροπή μίας επιθετικής εξαγοράς, ή την επίτευξη μίας μεγαλύτερης προσφοράς εκ μέρους του bidder, με στόχο την απενεργοποίηση του poison pill από την εταιρεία στόχος, ένα βασικό μειονέκτημα για την εταιρεία που υιοθετεί τη συγκεκριμένη μορφή αμύνης είναι ότι, βραχυπρόθεσμα έστω, η τιμή της μετοχής της ενδεχομένως να υποστεί πτώση. Κάποιες εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι η τιμή της μετοχής πέφτει κατόπιν της ανακοίνωσης της υιοθέτησης ενός flip in poison pill, χωρίς ωστόσο να έχει εξακριβωθεί ότι αυτό είναι το αποτέλεσμα της λήψης του εν λόγω μέτρου αμύνης. Αυτό συμβαίνει καθώς υπάρχουν αρκετές έρευνες οι οποίες επιδεικνύουν τα αντίθετα αποτελέσματα, ή απλώς τη μη εξάρτηση της τιμής της μετοχής από τη λήψη ή όχι ενός τέτοιου μέτρου αμύνης.

Οι δύο προαναφερθείσες στρατηγικές είναι οι κυριότερες και συνηθέστερες μορφές που παίρνει μία στρατηγική αμύνης poison pill. Ωστόσο, λόγω της προσπάθειας υπερκέρασης του εμποδίου των poison pills, προς αντίκρουση αυτής έχουν δημιουργηθεί πολλές περισσότερες εκδοχές του poison pill, οι οποίες σήμερα ξεπερνούν τις 200. Αυτές λειτουργούν είτε εναλλακτικά, είτε και συνδυαστικά με άλλες, για την αποτροπή μίας επιθετικής εξαγοράς.

3.3.1.1.5 Μείωση στις διαθέσιμες μετοχές μέσω απόκτησης ιδίων μετοχών, cross shareholdings και pyramiding

Με το μέτρο αυτό, πραγματοποιείται μείωση των διαθέσιμων προς απόκτηση μετοχών με τους τρεις ακόλουθους τρόπους: α) απόκτηση ιδίων μετοχών από την εταιρεία-στόχος, β) cross-

shareholdings, τα οποία χρησιμοποιούνται ευρέως στην Ιαπωνία, όπου το περιοδικό Nihon Keizai Shimbun ορίζει το εν λόγω μέτρο ως τη σταυρωτή διατήρηση μετοχών μεταξύ εισηγμένων οικονομικών οργανισμών και μη-οικονομικών οργανισμών, δηλαδή ο ένας οργανισμός να διαθέτει στην κυριότητά του μετοχές του άλλου, γ) pyramiding, με την οποία μέθοδο η εταιρεία χρησιμοποιεί τα κέρδη της από την επιτυχή συναλλαγή μετοχών, για την απόκτηση νέων μετοχών της, ώστε να αυξήσει το ποσοστό που κατέχει, με το σχήμα αυτό να επαναλαμβάνεται με τα κέρδη που θα προέλθουν από την νέα αγορά των μετοχών κ.ο.κ.

3.3.1.2 ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΣΤΗ Γ.Σ.:

3.3.1.2.1 Περιορισμοί στα δικαιώματα ψήφου («voting caps»)

Αυτό το μέτρο άμυνας περιλαμβάνει περιορισμούς στα δικαιώματα ψήφου πέραν ενός ορίου, ανεξάρτητα από τον αριθμό των κατεχόμενων μετοχών με δικαιώματα ψήφου. Οι εν λόγω περιορισμοί μπορούν να επιβάλλονται i) ως ποσοστό επί του συνόλου των μετοχών, ή ii) ως ποσοστό επί του παριστάμενου στη γενική συνέλευση μετοχικού κεφαλαίου.

Case Study: Ο «Νόμος Volkswagen»

Σε αυτό το σημείο θα γίνει μια ειδική αναφορά σε μία χαρακτηριστική και διάσημη περίπτωση εφαρμογής του μέτρου αμύνης «voting cap», τον επονομαζόμενο «νόμο Volkswagen».

Η περίπτωση αυτή αφορά σε έναν νόμο που ψηφίστηκε το 1960 σχετικά με την ιδιωτικοποίηση της Volkswagen. Η υπόψη κρατική ρύθμιση, η οποία βασιζόταν σε συμφωνία του 1959 μεταξύ της ομοσπονδιακής κυβέρνησης της Γερμανίας και του ομόσπονδου κρατιδίου της Κάτω Σαξονίας, παραχωρεί ιδιαίτερα δικαιώματα στους μετόχους οι οποίοι κατέχουν το 20% των δικαιωμάτων ψήφου. Επιπροσθέτως, ο νόμος παραχωρεί στην ομοσπονδιακή κυβέρνηση και στο ομόσπονδο κρατίδιο ειδικό δικαίωμα υποχρεωτικής εκπροσώπησης στο εποπτικό συμβούλιο της εταιρείας, ανεξαρτήτως του αριθμού μετοχών που κατέχουν. Κατά το παρελθόν, τόσο η ομοσπονδιακή κυβέρνηση όσο και το ομόσπονδο κρατίδιο κατείχαν παγίως το 20% περίπου των δικαιωμάτων ψήφου στη VW, ενώ σήμερα το ομόσπονδο κρατίδιο αποτελεί τον βασικό μέτοχο, με το 20% περίπου των δικαιωμάτων ψήφου και 2 υποχρεωτικά μέλη στο συμβούλιο. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υποστηρίζει ότι οι εν λόγω διατάξεις του νόμου VW μειώνουν σε σημαντικό βαθμό την ελκυστικότητα που

παρουσιάζει γι' άλλους κοινοτικούς επενδυτές η απόκτηση μετοχών της εταιρείας (βλέπε Κεφάλαιο 2 της παρούσης: «Εξουδετέρωση των Μέτρων Άμυνας - Οδηγία 2004/25/EK») με σκοπό την ουσιαστική συμμετοχή στις αποφάσεις περί της διοίκησής της ή τον έλεγχο της εταιρείας.

Το ανώτατο όριο του 20% που τίθεται στα δικαιώματα ψήφου, σε συνδυασμό με ελέγχουσα μειοψηφία 20%

Κατά παρέκκλιση των γενικών διατάξεων του γερμανικού δικαίου των εταιρειών, οποιοσδήποτε μέτοχος ο οποίος κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο από το 20% των μετοχών της VW που προσπορίζουν δικαίωμα ψήφου δύναται να ασκεί μόνο το 20% κατ' ανώτατο όριο των ψήφων κατά τις συνελεύσεις των μετόχων («**voting cap**»). Σε συνδυασμό με αυτό το ανώτατο όριο του 20% που τίθεται στα δικαιώματα ψήφου, ανεξαρτήτως του αριθμού μετοχών που κατέχει ο μέτοχος, απαιτείται πλειοψηφία άνω του 80% των ψήφων των μετόχων για τη λήψη σημαντικών εταιρικών αποφάσεων (μέτρο άμυνας «**supermajority**» - βλέπε επακόλουθη ανάλυση). Τούτο σημαίνει ότι κάθε μέτοχος ο οποίος κατέχει το 20% των δικαιωμάτων ψήφου δύναται να εμποδίζει τη λήψη αποφάσεων που αφορούν στην εταιρεία.

Παράνομος ο «Νόμος Volkswagen»

Όπως έχει αναφερθεί πολλές φορές σε αυτή την εργασία, δεν επαρκεί μόνο η σύμφωνη γνώμη των μετόχων (πλέον) για τη λήψη αμυντικών μέτρων, καθώς την κάθε χώρα διέπει το αντίστοιχο εθνικό της δίκαιο, με αποτέλεσμα πολλές φορές η λήψη ενός αμυντικού μέτρου να έρχεται σε αντίθεση και να παραβαίνει την ισχύουσα νομοθεσία του εκάστοτε κράτους. Η προκειμένη περίπτωση αφορά σε παράβαση των κανόνων της συνθήκης της ΕΕ περί της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων.

Ειδικότερα, όπως απεφάνθη το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο, «Η ελέγχουσα μειοψηφία του 20% και το ανώτατο όριο του 20% που τίθεται στα δικαιώματα ψήφου έχουν ως αποτέλεσμα να προσπορίζει ο νόμος VW ιδιαίτερες εξουσίες σε κάθε μέτοχο ο οποίος κατέχει ποσοστό όχι μεγαλύτερο από το 20% των δικαιωμάτων ψήφου (όπως ισχύει σήμερα για το ομόσπονδο κρατίδιο), σε σύγκριση με όλους τους υπόλοιπους μετόχους της Volkswagen, υφιστάμενους ή δυνητικούς. Οι ιδιαίτερες αυτές εξουσίες είναι ικανές να αποτρέψουν τους προερχόμενους από άλλα κράτη μέλη δυνητικούς επενδυτές, πράγμα που σημαίνει ότι περιστέλλουν τις διασυνοριακές άμεσες επενδύσεις στο εσωτερικό της ΕΕ κατά παράβαση των κανόνων της

συνθήκης για την ΕΕ σχετικά με την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων και το δικαίωμα εγκατάστασης (άρθρα 56 και 43, αντιστοίχως)».

3.3.1.2.2 Μετοχές με διπλά ή πολλαπλά δικαιώματα ψήφου

Αυτό το μέτρο αφορά σε μετοχές των οποίων οι κάτοχοι έχουν διπλά ή περισσότερα δικαιώματα ψήφου στη γενική συνέλευση, με αποτέλεσμα να μην είναι εύκολη η άσκηση του ελέγχου της εξαγοράζουσας εταιρείας στη Γ.Σ. Οι μετοχές αυτές είναι i) Μετοχές διαφορετικής κλάσης (Σουηδία, Ολλανδία): κατά την Οδηγία 2004/25/ΕΚ, καλύπτονται μόνο αυτού του είδους οι μετοχές, ii) Μετοχές ίδιας κλάσης (Γαλλία, «loyalty shares»: απονομή πρόσθετων δικαιωμάτων ψήφου σε μετοχές τις οποίες διατηρεί στην κατοχή του για ορισμένο χρονικό διάστημα μέτοχος της εταιρείας)

3.3.1.2.3 Μετοχές με περιορισμένα ή χωρίς καθόλου δικαιώματα ψήφου

Αντιστοίχως με τα ανωτέρω μέτρα αμύνης, το παρόν μέτρο μπορεί να χρησιμοποιηθεί ώστε να καταστεί αδύνατος ο έλεγχος στη γενική συνέλευση των μετόχων, εκδίδοντας μετοχές της εταιρείας-στόχος με περιορισμένα ή καθόλου δικαιώματα ψήφου.

3.3.1.2.4 Υψηλά ποσοστά πλειοψηφίας ή απαρτίας («supermajorities»)

Με αυτό το μέτρο η άσκηση ελέγχου στη γενική συνέλευση δυσχεραίνεται καθώς απαιτείται πλέον, κατόπιν ενεργοποίησης αυτού του αμυντικού μηχανισμού, αυξημένη πλειοψηφία ή απαρτία στη γενική συνέλευση, ώστε να ληφθούν αποφάσεις που αφορούν στην εταιρεία-στόχος.

3.3.1.2.5 Golden shares (κάποια είδη)

Όπως προαναφέρθηκε ανωτέρω, οι golden shares είναι μετοχές οι οποίες παρέχουν κάποια ειδικά δικαιώματα και εξουσίες στους κατόχους τους. Στην παρούσα κατηγορία εμπίπτουν οι golden shares που παρέχουν στους κατόχους τους ιδιαίτερα δικαιώματα ψήφου ή δυνατότητες άσκησης veto στη γενική συνέλευση.

3.3.1.3 ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΣΤΟ Δ.Σ.:

3.3.1.3.1 Συμμετοχή των εργαζομένων στις αποφάσεις της εταιρείας (co-determination)

Η μεγαλύτερη συνεισφορά της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο co-determination είναι Κοινοτική Οδηγία 94/45/ΕΚ περί Συμβουλίων των Εργαζομένων. Το co-determination είναι μία πρακτική σύμφωνα με την οποία οι εργαζόμενοι συμμετέχουν στη διοίκηση της εταιρείας. Τα δικαιώματα συμμετοχής στη διοίκηση (co-determination) διαφέρουν αναλόγως με τα ποικίλα νομικά περιβάλλοντα. Σε ορισμένες χώρες, όπως οι Η.Π.Α, οι εργαζόμενοι δεν έχουν ουσιαστικά κάποιο ρόλο στη διοίκηση των εταιρειών, ενώ το αντίθετο ακριβώς συμβαίνει στη Γερμανία, όπου ο ρόλος τους είναι πολύ σημαντικός. Στα εν λόγω συστήματα διοίκησης, οι εργαζόμενοι στις μεγάλες εταιρείες σχηματίζουν ειδικά σώματα – συμβούλια εργαζομένων. Αυτά λειτουργούν ως μεσάζοντες για την άσκηση των δικαιωμάτων των εργαζομένων, καθώς επίσης εκλέγουν ή επιλέγουν εκπρόσωπους των εργαζομένων στα διοικητικά ή εποπτικά όργανα της εταιρείας. Στα συστήματα co-determination, οι εργαζόμενοι λαμβάνουν δια των εκπροσώπων τους θέσεις στο Διοικητικό Συμβούλιο, με αποτέλεσμα να συμμετέχουν στην εκλογή νέων μελών του Δ.Σ., καθώς και στις αποφάσεις του, ειδικά αυτών που αφορούν στα εργατικά ζητήματα. Το εν λόγω σύστημα διοίκησης αποτελεί ένα επιπλέον εμπόδιο στον επιζητούμενο από την προτείνουσα εταιρεία, έλεγχο του Διοικητικού Συμβουλίου.

3.3.1.3.2 Μετοχές με ειδικά δικαιώματα διορισμού μελών του Δ.Σ.

Αυτό το μέτρο άμυνας αφορά αποτελεί μία κατηγορία των golden shares, οι οποίες μετοχές δίνουν στον κάτοχός τους ειδικά δικαιώματα στην εκλογή μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο. Συνεπώς, και πάλι δυσχεραίνεται η προσπάθεια για έλεγχο στο Δ.Σ., όταν υπάρχουν κάτοχοι αυτών των ειδικών μετοχών, οι οποίοι έχουν τον πρώτο λόγο στο διορισμό μελών του Δ.Σ. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να υπενθυμίσουμε ακόμα μία φορά ότι πολλά από τα μέτρα αμύνης που αναλύονται χρησιμοποιούνται συνδυαστικά. Αυτό συνεπάγεται ότι π.χ. η χρήση των golden shares (εθνικού δικαίου επιτρέποντος) μαζί με το co-determination αποτελούν έναν πολύ ισχυρό αμυντικό μηχανισμό στα χέρια της διοίκησης της εταιρείας, καθώς η πιθανότητα για πλήρη έλεγχο στο Δ.Σ. μειώνεται κατά πολύ.

3.3.1.3.3 Όροι περί «ελαστικής θητείας» του Δ.Σ.: συνέχιση της θητείας των μελών του Δ.Σ. και στο νέο Δ.Σ. (staggered boards)¹

Το staggered board of directors (γνωστό επίσης και ως classified board) είναι ένα διοικητικό συμβούλιο το οποίο αποτελείται από μέλη τα οποία ανήκουν σε διαφορετική κατηγορία. Συνήθως, υπάρχουν τρεις κατηγορίες, η χρονική διάρκεια της θητείας κάθε μίας είναι διαφορετική από αυτή της άλλης. Οι εκλογές για τα μέλη των staggered boards πραγματοποιούνται συνήθως σε ετήσια βάση, ζητώντας από τους μετόχους να εκλέξουν μέλος για οιαδήποτε κενή θέση, ή για οιαδήποτε επανεκλέξιμη θέση. Η θητεία κάθε εκλεγμένου μέλους ποικίλει, με συνηθέστερες τις θητείες του ενός, των τριών και των πέντε ετών, αναλόγως με την κατηγορία στην οποία εμπίπτουν. Γενικότερα, τα staggered boards προσφέρουν ασφάλεια και συνέχεια στην ηγεσία.

Όσον αφορά στις εισηγμένες εταιρείες, τα staggered boards έχουν ως επίπτωση να δυσχεραίνουν τις προσπάθειες εξαγοράς. Όταν ένα διοικητικό συμβούλιο είναι staggered, τότε οι επιχειρούντες την επιθετική εξαγορά πρέπει να κερδίσουν περισσότερες από μία proxy fights σε διαδοχικές συνελεύσεις των μετόχων, ώστε να αποκτήσουν τον έλεγχο στην εταιρεία-στόχος. Ειδικά σε συνδυασμό με τα poison pills, τα staggered boards αποτελούν ένα από τα πιο αποτελεσματικά μέτρα αμύνης στις Η.Π.Α.

Οι θεσμικοί επενδυτές ζητούν επανειλημμένως την κατάργηση των staggered board of directors (γνωστή επίσης ως «αποκατηγοριοποίηση» των διοικητικών συμβουλίων). Τον Ιανουάριο του 2007, η Wall Street Journal ανέφερε ότι το 2006 ήταν ένα έτος μεγάλων αποκατηγοριοποιήσεων των διοικητικών συμβουλίων. Περισσότερες από τις μισές (55%) εταιρείες του S&P 500 δεν διέθεταν πλέον staggered boards, σε σύγκριση με το 47% το 2005.

3.3.1.3.4 Διορισμός του Δ.Σ. για συγκεκριμένη θητεία

Βάσει αυτού του μέτρου αμύνης, ο έλεγχος στο Δ.Σ. γίνεται πιο δύσκολος, καθώς το υπάρχον Δ.Σ. έχει διοριστεί για συγκεκριμένη θητεία, με αποτέλεσμα εάν η εταιρεία εξαγοραστεί, αυτό να παραμείνει ως έχει. Το εν λόγω μέτρο αμύνης, όπως και αυτό που ακολουθεί, λαμβάνεται με τροποποίηση του καταστατικού της εταιρείας, με αποτέλεσμα να συμπεριληφθούν ορισμένοι

¹ *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, των Lucian Bebchuk, John C. Coates IV και Guhan Subramanian, (2002)

όροι οι οποίοι καθιστούν ανέφικτο ή πολύ δύσκολη τον έλεγχο του Δ.Σ. από την εταιρεία που επιχειρεί την επιθετική εξαγορά.

3.3.1.3.5 Απαραίτητα προσόντα για την ιδιότητα μέλους του διοικητικού συμβουλίου

Ένα μέτρο που επίσης δυσχεραίνει τη συμμετοχή στο Δ.Σ., είναι ότι το καταστατικό της εταιρείας στόχος ορίζει πως για να αποκτήσει κάποιος την ιδιότητα του μέλους του διοικητικού συμβουλίου τής εταιρείας-στόχος, το εν λόγω πρόσωπο θα πρέπει να φέρει κάποιες ιδιότητες. Μία συνήθης ρύθμιση του καταστατικού, απαιτεί το υποψήφιο μέλος του Δ.Σ. να κατέχει προηγουμένως μετοχές της εταιρείας για κάποιο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Συνεπώς, εύλογα για τους νέους αγοραστές των μετοχών της εταιρείας-στόχος, η συμπερίληψη στο διοικητικό συμβούλιο καθίσταται αδύνατη.

3.3.1.3.6 Golden parachutes

Αυτό το μέτρο αμύνης περιλαμβάνει καταστατικούς ή συμβατικούς όρους, σύμφωνα με τους οποίους τα μέλη του Δ.Σ. λαμβάνουν υψηλές αμοιβές ως αποζημίωση σε περίπτωση αλλαγής τού ελέγχου τής εταιρείας, οι οποίες αμοιβές ποικίλουν ανάλογα με τη θέση στην ιεραρχία και την προϋπηρεσία του εκάστοτε μέλους του Δ.Σ. Αυτές οι αμοιβές δίνονται συνήθως μετά την παρέλευση ενός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος από την αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς, η οποία και ενεργοποίησε τον εν λόγω αμυντικό μηχανισμό. Τέτοιου είδους συμφωνίες κρίνεται ότι ευθυγραμμίζουν τα συμφέροντα των στελεχών τής εταιρείας με τα αντίστοιχα των μετόχων σε περίπτωση κατά την οποία εκδηλωθεί μία επιθετική εξαγορά. Αυτό συμβαίνει καθώς, όπως έχουμε επισημάνει σε προηγούμενη ενότητα, σε περίπτωση προσφοράς για εξαγορά τής εταιρείας-στόχος, ελλοχεύει ο κίνδυνος οι διοικούντες την εταιρεία να αξιολογήσουν την πρόταση εξαγοράς σύμφωνα με τα δικά τους συμφέροντα, και όχι σύμφωνα με τα συμφέροντα των μετόχων. Αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα να απορρίψουν μία πρόταση εξαγοράς, προασπίζοντας τα δικά τους συμφέροντα και λειτουργώντας εις βάρος του πλούτου των μετόχων της εταιρείας-στόχος. Αυτό υποστηρίζεται και από την μελέτη των *Walking και Long (1984)*, σύμφωνα με την οποία τα στελέχη μίας εταιρείας αξιολογούν μία πρόταση εξαγοράς βάσει της επίπτωσης που θα έχει στον προσωπικό τους πλούτο. Εν κατακλείδι, εφαρμόζοντας τα golden parachutes, επέρχεται αντιστάθμιση της αβεβαιότητας που θα προκύψει στο Δ.Σ. μίας εταιρείας με μία επιθετική πρόταση εξαγοράς, από τα οικονομικά

οφέλη που θα προσποριστούν οι διοικούντες την επιχείρηση, με αποτέλεσμα να επιτυγχάνεται μία αντικειμενικότερη αξιολόγηση της πρότασης εξαγοράς.

3.3.1.3.7 Υψηλά ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας για τη διάλυση ή/και την εκλογή του Δ.Σ.

Ως συμβαίνει και στην περίπτωση των «supermajorities», έτσι και το παρόν μέτρο αμύνης δημιουργείται με την πρόβλεψη στο καταστατικό της εταιρείας-στόχος ότι για να διαλυθεί ή/και να εκλεγεί νέο διοικητικό συμβούλιο, απαιτούνται υψηλό ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας στη γενική συνέλευση των μετόχων. Με αυτόν τον τρόπο, και συνήθως συνδυάζοντας και κάποιο άλλο μέτρο άμυνας το οποίο δεν θα επιτρέπει την απόκτηση μεγάλου ποσοστού των δικαιωμάτων ψήφου από κάποιον επίδοξο εξαγοραστή της εταιρείας-στόχος, καθίσταται πολύ δύσκολη, αν όχι αδύνατη, η ανάληψη του ελέγχου στο Δ.Σ. της εταιρείας-στόχος.

3.3.1.4 ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΣΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

3.3.1.4.1 Διάθεση περιουσιακών στοιχείων («scorched earth»)

Χρησιμοποιώντας αυτόν τον αμυντικό μηχανισμό, η εταιρεία-στόχος προβαίνει στη ρευστοποίηση (ή κάποιες φορές ακόμα και στην καταστροφή) των περιουσιακών της στοιχείων που την καθιστούν ελκυστική (γνωστά και ως «crown jewels») για την εταιρεία που επιχειρεί την επιθετική εξαγορά. Με αυτόν τον τρόπο η εταιρεία-στόχος απωθεί την προτείνουσα εταιρεία από το να την εξαγοράσει. Κάποιες φορές το εν λόγω μέτρο αμύνης ενδέχεται να καταλήξει σε μία ακραία μορφή («suicide pill»), με την εταιρεία-στόχος να οδηγείται σε διάλυση.

3.3.1.4.2 Spin-offs

Με τα spin-offs, μία εταιρεία αποφασίζει να αποσπάσει από αυτήν κάποια τμήματα, δημιουργώντας μία θυγατρική εταιρεία (spin-off εταιρεία) η οποία θα περιλαμβάνει τα τμήματα που έχουν αποσχιστεί από τη μητρική εταιρεία. Αυτή η ενέργεια καθιστά πλέον τη μητρική εταιρεία ως έναν μη ελκυστικό στόχο για την εταιρεία που επιθυμεί την εξαγορά της. Επίσης, οι μετοχές της νέα spin-off εταιρείας διανέμονται στους μετόχους της μητρικής εταιρείας.

3.3.1.4.3 Μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων σε τρίτα πρόσωπα («lock-up options»)

Με αυτή την αμυντική τακτική, η διοίκηση της εταιρείας συνάπτει συμβατικές σχέσεις και δίνει το δικαίωμα προαίρεσης τρίτα πρόσωπα (συνήθως εταιρείες οι οποίες έχουν κοινή διοίκηση με την εταιρεία-στόχος ή απλώς διατηρούν φιλικές σχέσεις), να αποκτήσουν, σε περίπτωση εξαγοράς, περιουσιακά στοιχεία (επίσης «lock-up of crown jewels») ή μετοχές της εταιρείας στόχος. Με αυτόν τον τρόπο η εταιρεία-στόχος δεν μπορεί να πουλήσει μετοχές σε άλλη εταιρεία εκτός από αυτήν στην οποία έχει εκχωρήσει το δικαίωμα προαίρεσεως αγοράς μετοχών (stock option), ενώ στην περίπτωση της πώλησης των περιουσιακών στοιχείων, η εταιρεία-στόχος καθίσταται λιγότερο ελκυστική καθώς η προσφιλή σε αυτήν εταιρεία θα μπορέσει να αγοράσει τα πιο σημαντικά περιουσιακά στοιχεία («crown jewels»).

3.3.1.4.4 Όροι «αλλαγής στον έλεγχο» σε μη οικονομικές συμβάσεις

Οι «συμβάσεις αλλαγής ελέγχου», γνωστές και ως «συμβάσεις golden parachute», εμφανίστηκαν ως απόρροια των επιθετικών εξαγορών, που ξεκίνησαν στη δεκαετία του 1970. Οι συγκεκριμένοι όροι «αλλαγής στον έλεγχο» που συμπεριλαμβάνονται σε μη οικονομικές συμβάσεις, ώστε να αποφευχθεί να περιέλθουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας-στόχος στα χέρια της προτείνουσας εταιρείας, ενδέχεται να αναφέρουν ότι σε περίπτωση αλλαγής στο ποσοστό ιδιοκτησίας των μετοχών ή των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας-στόχος, τότε ουσιαστικά όλα τα περιουσιακά στοιχεία της τελευταίας πωλούνται ή διατίθενται.

Επισημαίνεται ότι αυτή είναι μόνο μία από τις περιπτώσεις όρων «αλλαγής στον έλεγχο» της εταιρείας (βλέπε παρακάτω όροι «αλλαγής στον έλεγχο» που περιέχονται σε συμβάσεις δανείου), καθώς σε άλλες περιπτώσεις ενδέχεται να επέλθουν διαφορετικά αποτελέσματα σε περίπτωση αλλαγής στο ιδιοκτησιακό καθεστώς ή στη διοίκηση της εταιρείας-στόχος, ακόμη και η λύση και εκκαθάριση της τελευταίας.

3.3.1.5 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΒΑΡΩΝ ΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ ΜΕΤΑ ΤΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ

3.3.1.5.1 Poison debt

Με αυτό το μέτρο άμυνας η εταιρεία-στόχος μίας επιθετικής εξαγοράς επιβαρύνει τη δανειακή της θέση σε περίπτωση εξαγοράς άνω ενός συγκεκριμένου ποσοστού. Ο τρόπος που το επιτυγχάνει αυτό είναι η έκδοση ομολογιών, ή ο απευθείας δανεισμός από κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, κατευθύνοντας τα κεφάλαια σε λειτουργικές ή μη δραστηριότητες. Συνεπώς, η δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας-στόχος καθιστά ασύμφορη οικονομικά την εξαγορά της. Σε αυτή τη μέθοδο καταφεύγουν συνήθως εταιρείες οι οποίες εμφανίζουν χαμηλό δείκτη Ξένα / Ίδια κεφάλαια (συνεπώς μεγάλη πιστοληπτική ικανότητα), γεγονός που τους εξασφαλίζει εύκολη πρόσβαση σε δανειακά κεφάλαια. Επισημαίνεται, ωστόσο, ότι ο εν λόγω μηχανισμός αμύνης ενέχει τον κίνδυνο χρεοκοπίας της εταιρείας μέσω της αύξησης των δανειακών υποχρεώσεών της.

3.3.1.5.2 Golden and tin parachutes

Επιπλέον των golden parachutes, τα οποία αναλύθηκαν ανωτέρω και αφορούν σε αποζημίωση των μελών του Δ.Σ. σε περίπτωση αλλαγής στον έλεγχο της εταιρείας (γεγονός που στη συγκεκριμένη περίπτωση επιβαρύνει την οικονομική θέση της εταιρείας-στόχος σε περίπτωση που εξαγοραστεί η τελευταία), υφίσταται το μέτρο αμύνης που ονομάζεται «tin parachute». Με το εν λόγω μέτρο αμύνης, εν μέρει όπως και στην περίπτωση των golden parachutes, οι εργαζόμενοι της εταιρείας-στόχος δικαιούνται αποζημίωση σε περίπτωση απόλυσής τους (ακόμα και στην περίπτωση της εύλογης απόλυσης) μετά την εξαγοράς της εταιρείας.

Case Study: Το «tin parachute» της Yahoo!

Σε αυτό το σημείο θα γίνει αναφορά σε μία πολύ γνωστή περίπτωση επιθετικής εξαγοράς στις Η.Π.Α, στην οποία έχει χρησιμοποιηθεί το μέτρο αμύνης «tin parachute». Πρόκειται για την επικείμενη εξαγορά της Yahoo! από τη Microsoft. Αντιδρώντας στην επικείμενη πρόταση για εξαγορά της, η Yahoo! υιοθέτησε έναν αμυντικό μηχανισμό ο οποίος προβλέπει την αποζημίωση των υπαλλήλων της τελευταίας σε περίπτωση διακοπής των εργασιακών σχέσεων (severance plan), είτε εκ μέρους της Yahoo!, είτε εκ μέρους των

ιδίων των υπαλλήλων με εύλογη παραίτηση. Αυτό το μέτρο καλύπτει το σύνολο των 14.000 υπαλλήλων της Yahoo!, με αποτέλεσμα οιαδήποτε εξαγορά να επαυξηθεί κατά \$2,4 δισεκατομμύρια σε αποζημιώσεις, γεγονός που κατά πολλούς την καθιστά μη συμφέρουσα. Ωστόσο, η Microsoft υποστηρίζει ότι το εν λόγω μέτρο λειτουργεί αποκλειστικά υπέρ των μελών του διοικητικού συμβουλίου της Yahoo!, καθώς και εις βάρος των μετόχων, γεγονός που την καθιστά παράνομη. Η υπόθεση έχει οδηγηθεί στα δικαστήρια του Delaware, το οποίο θα αποφανθεί για τη νομιμότητα των «tin parachutes». Επίσης, θα πρέπει να επισημανθεί ότι σε προηγούμενη περίπτωση, το Ανώτατο Δικαστήριο του Delaware έχει κηρύξει παράνομο το εν λόγω μέτρο αποζημίωσης των υπαλλήλων, μόνο, όμως, στην περίπτωση που λειτουργήσει αποτρεπτικά για μία επικείμενη εξαγορά. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, εντούτοις, πολλοί ειδικοί τονίζουν ότι θα είναι δύσκολο να αποδείξουν ότι ένα μέτρο αποζημίωσης των υπαλλήλων των \$2,4 δισεκατομμυρίων μπορεί να λειτουργήσει αποτρεπτικά σε μία περίπτωση εξαγοράς της τάξεως των \$44,6 δισεκατομμυρίων.¹

3.3.1.5.3 Όροι «αλλαγής στον έλεγχο» σε συμβάσεις δανείου

Σε αυτή την περίπτωση, η εταιρεία στόχος περιλαμβάνει στις συμβάσεις δανείου που έχει συνάψει, κάποιους όρους περί «αλλαγής στον έλεγχο της εταιρείας». Με τους συγκεκριμένους όρους επισύρεται, π.χ., απαγόρευση στην «άμεση ή έμμεση» αλλαγή στην ιδιοκτησία των μετοχών, στον έλεγχο ή στη διοικητική δομή της εταιρείας. Αυτός ο όρος προβλέπει, συνήθως, ότι εάν άτομα ή πρόσωπα σε οιαδήποτε στιγμή κατέχουν λιγότερο από ένα συγκεκριμένο ποσοστό της διοίκησης, της ιδιοκτησίας, ή των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας που έχει δανειστεί, ή το δανειζόμενο πρόσωπο πουλήσει, μεταβιβάσει ή εκχωρήσει περισσότερο από ένα συγκεκριμένο ποσοστό αυτών των συμφερόντων, θα προκύψει μία αθέτηση υποχρέωσης και ο ενυπόθηκος δανειστής δύναται να επιταχύνει το δάνειο ή/και να εισπράξει το premium προεξόφλησης. Συνεπώς, τα οικονομικά βάρη που συνεπάγεται μία τέτοια μεταβολή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς, καθιστά την εξαγορά ασύμφορη και δανειακά επιβαρυνμένη.

¹ *Directorship.com*, «A Close Look At Yahoo's 'Tin Parachute'» του Django Glod, της 17^{ης} Ιουνίου 2008, και *Today.com*, «Yahoo's Tin Parachute» του Steven Davidoff, της 4^{ης} Ιουνίου 2008.

3.3.1.6 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ

3.3.1.6.1 Απόκτηση από την εταιρεία άλλων εταιρειών ώστε να εγείρεται ζήτημα νόθευσης του ανταγωνισμού ή να δημιουργούνται νέες επιχειρήσεις που υπόκεινται σε ειδικό ρυθμιστικό καθεστώς

Σε αυτήν την περίπτωση, η εταιρεία-στόχος, προκειμένου να αποτρέψει την επιθετική εξαγορά της, προβαίνει στην εξαγορά άλλης ή άλλων εταιρειών, ώστε η μετέπειτα εξαγορά της από την επιχειρούσα την επιθετική εξαγορά εταιρεία, να συνιστά νόθευση του ανταγωνισμού. Επίσης, από την εν λόγω αμυντική εξαγορά ενδέχεται να προκύψει μία νέα επιχείρηση, η οποία να υπόκειται σε ειδικό ρυθμιστικό καθεστώς, το οποίο δε συνάδει με τις βλέψεις της επιχειρούσας την επιθετική εξαγορά εταιρείας.

3.3.2 Post Bid (κάποια *pre-bid defenses* δύνανται να υιοθετηθούν και μετά τη δημοσιοποίηση της δημόσιας πρότασης εξαγοράς)

3.3.2.1 ΜΕΙΩΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

3.3.2.1.1 Επαναγορά ιδίων μετοχών

Αυτή η μορφή αμύνης εμφανίζει αρκετά και σημαντικά πλεονεκτήματα, υπό την προϋπόθεση ότι η εταιρεία διαθέτει τα ίδια ή τα ξένα κεφάλαια, ώστε να προβεί σε αυτή την αγορά. Ένα εξ αυτών, είναι ότι η επαναγορά ιδίων μετοχών μειώνει τις μετοχές της εταιρείας-στόχος που βρίσκονται σε κυκλοφορία, με αποτέλεσμα η επιχειρούσα την επιθετική εξαγορά εταιρεία, να βρίσκει λιγότερες διαθέσιμες μετοχές που να μπορεί να αγοράσει ώστε αποκτήσει τον έλεγχο της πρώτης. Ένα άλλο πλεονέκτημα εμφανίζεται στην περίπτωση που η εταιρεία διαθέτει πλεονάζουσα ρευστότητα. Οι εταιρείες με μεγάλα ταμειακά διαθέσιμα καθίστανται ελκυστικός στόχος επίδοξων εξαγοραστών, με αποτέλεσμα, όταν προβαίνει στην επαναγορά των ιδίων μετοχών με ίδια κεφάλαια να αποδιώχνει αυτήν την ιδιότητα.

Για να εφαρμοστεί το εν λόγω μέτρο αμύνης, θα πρέπει να έχει πραγματοποιηθεί πρότερος λεπτομερής σχεδιασμός, ώστε να μην επέλθουν τα εκ διαμέτρου αντίθετα αποτελέσματα.

Συνεπώς, η εταιρεία στόχος προβαίνει, πολλές φορές, για στρατηγικούς λόγους, σε αγορά μετοχών από συγκεκριμένες ομάδες μετόχων.

Πιο συγκεκριμένα, υφίστανται τρεις μέθοδοι τις οποίες εφαρμόζουν οι εταιρείες για να προβούν σε επαναγορά ιδίων μετοχών:

- i. Επαναγορά μετοχών χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο μέτοχος,
- ii. Στοχευμένες αγορές μετοχών από συγκεκριμένους μετόχους, οι οποίοι εμφανίζονται περισσότερο θετικοί σε μία επιθετική πρόταση εξαγοράς,
- iii. Δημόσια προσφορά στους μετόχους για την επαναγορά του συνόλου των μετοχών, καταβάλλοντας ένα τίμημα ανταγωνιστικό της επιθετικής πρότασης εξαγοράς των μετοχών. Ένα άλλο ενδεχόμενο, είναι η εταιρεία να προβεί σε δημόσια προσφορά για έναν συγκεκριμένο αριθμό μετοχών. Η συγκεκριμένη μέθοδος έχει, συνήθως, θετική επίπτωση στον πλούτο των μετόχων που αποδέχονται τη δημόσια προσφορά της εταιρείας.

Εντούτοις, ως πιο δραστικό μέτρο άμυνας θεωρείται η επαναγορά του συνόλου των μετοχών και η έξοδος της εταιρείας από το χρηματιστήριο. Επίσης, η εταιρεία έχει περισσότερες πιθανότητες να ακολουθήσει αυτή την οδό εάν πιστεύει ότι η μετοχή της είναι υποτιμημένη στην αγορά. Τέλος, μία συνήθης τακτική των εταιρειών είναι, μετά την επαναγορά ιδίων μετοχών και την έξοδο από τη χρηματιστηριακή αγορά, να απευθύνονται εκ νέου στο επενδυτικό κοινό, προσφέροντας τις μετοχές τους με δημόσια εγγραφή.

3.3.2.1.2 Έκδοση μετοχών (ή δικαιωμάτων προαίρεσης) προς τρίτο φιλικό πρόσωπο («white squire», «lock-up options»)

Σε αυτή την περίπτωση, η εταιρεία στόχος προσφέρει μέρος των μετοχών της σε φιλική τρίτη εταιρεία, ώστε να μειωθούν οι διαθέσιμες μετοχές. Η μέθοδος αυτή μοιάζει κατά πολύ με τη μέθοδο «White Knight» (η οποία αναλύεται παρακάτω), με τη διαφορά ότι σε αυτή την περίπτωση, η τρίτη εταιρεία (white squire) δεν αποκτά το πλειοψηφικό πακέτο μετοχών, αλλά ένα μέρος μόνο των μετοχών, με σκοπό να μειωθούν οι διαθέσιμες προς εξαγορά μετοχές.

Το ίδιο μπορεί να συμβεί με τα lock-up options (αναλύθηκαν σε προηγούμενη κατηγορία μέτρων), τα οποία έχουν την ίδια επίπτωση στις διαθέσιμες μετοχές, καθώς κλειδώνουν ένα μέρος των μετοχών της εταιρείας στόχος, όταν μία προσφιλής στη διοίκηση της τελευταίας,

εταιρεία, διατηρεί το δικαίωμα να προβεί στην αγορά μετοχών σε περίπτωση εμφάνιση μία ανεπιθύμητης εξαγοράς.

3.3.2.2 ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

3.3.2.2.1 Έκδοση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων

Ένα από τα περισσότερο συνήθη αμυντικά μέτρα για την αποφυγή μίας επιθετικής εξαγοράς, είναι η έκδοση νέων μετοχών, με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων. Με αυτόν τον τρόπο το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχος προσπαθεί να καταστήσει ακριβότερη την εξαγορά της, αυξάνοντας τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία, αλλά δίνει δικαίωμα προτίμησης στους παλαιούς μετόχους, με αποτέλεσμα η επιχειρούσα την επιθετική εξαγορά εταιρεία, να μην μπορέσει να επωφεληθεί της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Το εν λόγω μέτρο αποτελεί μία από τις πιο συνηθισμένες πρακτικές αμύνης στην Ελλάδα, η οποία (ως προαναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο), ωστόσο, απαιτεί την πρότερη έγκριση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, σύμφωνα με το άρθρο 14 παρ. 1 του Ν. 3461/2006: «Με εξαίρεση την αναζήτηση εναλλακτικών προσφορών, το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας, από την ενημέρωσή του σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 10 και μέχρι τη δημοσιοποίηση του αποτελέσματος της δημόσιας πρότασης ή την ανάκλησής της, δεν μπορεί να προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια που δεν εντάσσεται στη συνήθη πορεία των δραστηριοτήτων της εταιρείας και ενδέχεται να οδηγήσει στη ματαίωση της δημόσιας πρότασης, χωρίς προηγούμενη εξουσιοδότηση από τη γενική συνέλευση». Σε αυτό το σημείο, πρέπει να υπενθυμίσουμε η εν λόγω προϋπόθεση ορίζεται για λόγους προστασίας των συμφερόντων των μετόχων, αποφεύγοντας τον κίνδυνο της λήψης μέτρων εκ μέρους του διοικητικού συμβουλίου για ίδιον όφελος.

3.3.2.3 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ

3.3.2.3.1 Προσφυγή στα δικαστήρια (litigation)

Το συγκεκριμένο μέτρο αμύνης αφορά σε προσπάθεια απαγόρευσης της εξαγοράς από τις δικαστικές αρχές. Με αυτόν τον τρόπο η εταιρεία-στόχος προσφεύγοντας στα δικαστήρια επιτυγχάνει την καθυστέρηση του προτείνοντος την επιθετική εξαγορά, αλλά σε βάθος χρόνου,

είναι σπάνιο το φαινόμενο της ματαίωσης της εξαγοράς. Οι εταιρείες που υιοθετούν το εν λόγω μέτρο αμύνης, καταθέτουν μηνύσεις κατά της προτείνουσας εταιρείας, ενώ ζητούν ασφαλιστικά μέτρα κατά της τελευταίας, αφαιρώντας από αυτήν τη δυνατότητα να αυξήσει προσωρινά το ποσοστό της στην εταιρεία-στόχος, έως ότου αποδειχθεί ότι οι κατηγορίες της υπό εξαγορά εταιρείας δεν ευσταθούν. Εδώ πρέπει να επισημανθεί πολλές φορές, η προτείνουσα εταιρεία ακολουθεί την ίδια μέθοδο και υποβάλλει με τη σειρά της μήνυση στην εταιρεία στόχος.

Έτσι, το χρονικό διάστημα κατά το οποίο η προτείνουσα εταιρεία προσπαθεί να άρει τους δικαστικούς περιορισμούς, η εταιρεία-στόχος συνήθως εφαρμόζει άλλες μορφές αμύνης για να αποτρέψει την εξαγορά κατόπιν της σχεδόν αναπόφευκτης επανέναρξης των διαδικασιών, ενώ πολλές φορές αναζητείται ένας λευκός ιππότης («white knight» - βλέπε επόμενη περίπτωση).

Υπάρχουν τρεις κατηγορίες ισχυρισμών που προβάλλει μία εταιρεία στόχος επιθετικής εξαγοράς στα δικαστήρια προκειμένου να καθυστερήσει την εξαγορά της. Ο πρώτος αφορά στην παραβίαση των αντιμονοπωλιακών κανονισμών, υποστηρίζοντας ότι, σε περίπτωση εξαγοράς της, το μέγεθος και η ισχύς της εταιρείας που θα προκύψει από αυτή την εξαγορά θα επιφέρει μεγάλη δυνατότητα παρεμβάσεων, δημιουργώντας συνθήκες μονοπωλίου. Αυτή η κατηγορία χρησιμοποιήθηκε ευρέως από τις εταιρείες των Η.Π.Α. κατά την περίοδο των δεκαετιών 1960 και 1970, όταν η αντιμονοπωλιακή νομοθεσία ήταν ιδιαίτερα αυστηρή. Ο δεύτερος ισχυρισμός που μπορεί να προβάλλει μία εταιρεία-στόχος, είναι η ύπαρξη μη επαρκούς πληροφόρησης, διατείνόμενη ότι η προτείνουσα εταιρεία είναι ασαφής όσον αφορά στην πρόταση εξαγοράς, ενώ παραλείπει αρκετά στοιχεία (π.χ. εκφράζει τις επιφυλάξεις της για την ικανότητα χρηματοδότησης και υλοποίησης της πρότασης εξαγοράς). Τέλος, η υπό εξαγορά εταιρεία μπορεί να ισχυριστεί εξαπάτηση ή παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού, κατηγορώντας την προτείνουσα εταιρεία ότι έχει εσκεμμένα παραπλανήσει τους κατόχους των μετοχών, προκειμένου να δεχτούν την προσφορά της, εμφανίζοντας αναληθή στοιχεία. Η τελευταία αυτή κατηγορία χρησιμοποιείται ευρέως, καθώς βρίσκει εφαρμογή σε πολλές περιπτώσεις, ενώ ταυτόχρονα είναι πιο δύσκολο αλλά και χρονοβόρο να καταρριφθεί.

3.3.2.4 ΑΝΑΖΗΤΗΣΗ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ

3.3.2.4.1 «White knight»

Μία ιδιαίτερη περίπτωση μέτρου αμύνης έναντι των επιθετικών εξαγορών, είναι αυτή του «λευκού ιππότη» (white knight). Στην εν λόγω περίπτωση, η εταιρεία-στόχος μίας επιθετικής εξαγοράς, προκειμένου να μην εξαγοραστεί από την επιχειρούσα την επιθετική εξαγορά

εταιρείας (γνωστή και ως «black knight»), βρίσκει μία εταιρεία η οποία θα λειτουργήσει ως διασώστρια της πρώτης, υποβάλλοντας μία εναλλακτική προσφορά για την επίτευξη μίας φιλικής εξαγοράς. Μοιάζει πολύ με το μέτρο «white squire» που αναφέρθηκε ανωτέρω, στην παρούσα περίπτωση, ωστόσο, η φιλική εταιρεία προβαίνει στην εξαγορά της πλειοψηφίας των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας-στόχος, και όχι στην εξαγορά, απλώς, ενός μεγάλου ποσοστού. Είναι επίσης πολύ σημαντικό να τονιστεί ότι το παρόν μέτρο αμύνης είναι το μόνο που εξαιρείται της απαιτούμενης συγκατάθεσης της γενικής συνέλευσης των μετόχων, καθώς ορίζεται ρητά ως εξαίρεση στην παράγραφο 1 του άρθρου 14 του Ν. 3461/2006: **«Με εξαίρεση την αναζήτηση εναλλακτικών προσφορών, το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας..., ...δεν μπορεί να προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια που δεν εντάσσεται στη συνήθη πορεία των δραστηριοτήτων της εταιρείας και ενδέχεται να οδηγήσει στη ματαίωση της δημόσιας πρότασης, χωρίς προηγούμενη εξουσιοδότηση από τη γενική συνέλευση».**

3.3.2.5 ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΑΝΤΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΣΤΟΝ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΑ ΠΡΟΚΕΙΜΕΝΟΥ ΝΑ ΑΠΟΣΥΡΘΕΙ / ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ ΣΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΣΤΟΧΟ

3.3.2.5.1 «Greenmail»

Το μέτρο αμύνης greenmail έχει αποτελέσει επί μακρόν θέμα συζήτησης. Όταν εφαρμόζεται, η εταιρεία-στόχος προβαίνει στην επαναγορά του συνόλου ή μέρους των μετοχών της που κατέχει η προτείνουσα εταιρεία, σε μία τιμή η οποία είναι μεγαλύτερη της μέσης τιμής κτήσης τους από την τελευταία, υπό την προϋπόθεση ότι θα αποσυρθεί από την εξαγορά της εταιρείας-στόχος (τουλάχιστον για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα). Η συγκεκριμένος τρόπος αμύνης απαιτεί προσεκτικό σχεδιασμό και αξιολόγηση, καθώς μπορεί να επιφέρει αρκετές αρνητικές επιπτώσεις, ιδιαίτερα εξαιτίας των φορολογικών επιπτώσεων που έχει. Επίσης, πολλές μελέτες (Bradley και Wakeman (1983), Giammarino, Heinkel και Hollifield (1997) έχουν δείξει ότι η υιοθέτηση του εν λόγω μέτρου έχει άμεσα αρνητικές επιπτώσεις στην τιμή της μετοχής της υπό εξαγορά εταιρείας. Επιπροσθέτως, η καταβολή ενός "ανεβασμένου" τιμήματος για την επαναγορά των μετοχών, έχει πολλάκις θεωρηθεί ως μη δίκαιη για τους μετόχους της εταιρείας. Ωστόσο, οι υποστηρικτές της μεθόδου υποστηρίζουν ότι είναι μία αποτελεσματική μέθοδος, όσον αφορά στην απόκρουση μίας επιθετικής πρότασης εξαγοράς, ενώ σε ειδικές περιπτώσεις βοηθά στην ανάδειξη της τιμής

της μετοχής της τελευταίας, καθώς προβαίνοντας σε αυτή την κίνηση, το διοικητικό συμβούλιο δείχνει ότι θεωρεί την μετοχή της εταιρείας του υποτιμημένη.

3.3.2.6 ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΟΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΣΤΟΧΟ

3.3.2.6.1 «Pacman defense»¹

Με αυτό το μέτρο άμυνας, η εταιρεία που έχει γίνει στόχος επιθετικής εξαγοράς, προβαίνει σε αντιπρόταση, προσπαθώντας να εξαγοράσει την επιχειρούσα την επιθετική εξαγορά εταιρεία.

¹ Το μέτρο άμυνας «pac-man defense» αναλύεται εκτενώς στο κεφάλαιο 2 της παρούσης, στην παράγραφο «Η αντιπρόταση ως αμυντικό μέτρο».

3.4 Τα Μέτρα Αμύνης που χρησιμοποιούνται στα Κράτη-Μέλη

Τα μέτρα αμύνης που συνήθως χρησιμοποιούν οι **γαλλικές**, οι **ολλανδικές** και οι **ιταλικές εταιρείες**, είναι οι golden shares, τα management friendly voting trusts και τα “ownership cascades”, ώστε να προστατευτούν από ενδεχόμενες πιέσεις και επιθετικές εξαγορές. Οι golden shares χρησιμοποιούνται ευρέως στη Γαλλία, όπου η κυβέρνηση δημιούργησε αυτά τα προστατευτικά μέτρα ως μέρος του προγράμματος ιδιωτικοποίησης, για την πρόληψη της μεταβίβασης του εγχώριου οικονομικού ελέγχου σε ξένα βιομηχανικά και οικονομικά συμφέροντα. Οι **γερμανικές εταιρείες**, ανέκαθεν προστατεύονταν από τα cross-ownership networks και περιστασιακά από τις golden shares. Ωστόσο, οι golden shares κηρύχθηκαν παράνομες το 1998 και οι περισσότεροι παρατηρητές, εντός κι εκτός των επιχειρήσεων, αναμένουν ότι οι πρόσφατες φορολογικές μεταρρυθμίσεις θα διαβρώσουν σύντομα τις cross-ownership εταιρικές δομές, καθώς οι εταιρείες επιζητούν να χρησιμοποιήσουν το κεφάλαιο που είναι “κλειδωμένο” εντός τους. Οι Γερμανοί μάνατζερ θεωρούσαν ότι είχαν ένα στρατηγικό μειονέκτημα, σε όρους δυνατοτήτων προστασίας των μετοχών και της ιδιοκτησίας, εξαιτίας των πρόσφατων εγχώριων πολιτικών μεταρρυθμίσεων. Στην Γαλλία, εν αντιθέσει, οι εταιρείες επωφελούνται από τη συνεχιζόμενη νομιμότητα των golden shares. Η επικράτηση των golden shares, προκάλεσε μεγάλη ανησυχία στην Ισπανία και την Ιταλία, όπου οι προσφάτως ιδιωτικοποιημένες γαλλικές εταιρείες αναζητούσαν την έναρξη υποβολής προσφορών εξαγοράς, υπό την προστασία των μετοχικών προστατευτικών δομών τους.

Οι **γερμανικές** και οι **ολλανδικές εταιρείες** λειτουργούν επίσης υπό ένα καθεστώς συμμετοχής των εργαζομένων στη λήψη των αποφάσεων, γεγονός το οποίο αποτελεί μία επιπλέον γραμμή αμύνης έναντι των επιθετικών εξαγορών. Η συμμετοχή των εργαζομένων στη λήψη αποφάσεων πληροί μία σημαντική λειτουργία αντιπροσώπευσης, η οποία καθιστά του μάνατζερ και τους υπαλλήλους “εσωτερικούς” σύμμαχους κατά των εξωτερικών πιέσεων οι οποίες ασκούνται από επίδοξους raiders, εξαγοραστές και μετόχους μειοψηφίας. Ωστόσο, η συμμετοχή των εργαζομένων στη λήψη αποφάσεων δεν αποτελεί αδιάσπαστη άμυνα έναντι των εξαγορών. Οι ανεπτυγμένες εταιρείες οι οποίες χρησιμοποιούν την προαναφερθείσα προσέγγιση, εκχωρούν σημαντικά οφέλη στο εργατικό δυναμικό (όσο και στη διοίκηση της εταιρείας), με αποτέλεσμα το τελευταίο να πασχίζει να τα διατηρήσει, προασπίζοντάς τα από τις απειλές που προκύπτουν από την Takeover Directive. Οι απαιτήσεις της Οδηγίας για ουδετερότητα, εξελήφθη ως επιβολή μίας μορφής «πρωτοκαθεδρίας των μετόχων», σύμφωνα με την οποία οι διευθυντές και οι μάνατζερ θα δεσμεύονταν νομικά να μην προβούν σε οιοσδήποτε ενέργειες εκ μέρους μη-

μετόχων, εν όψει μίας προσφοράς για εξαγορά. Ενώ η συμμετοχή των υπαλλήλων μπορεί να εκληφθεί ως μία εξουσιοδότηση δημιουργίας ενός ισχυρού εργατικού κινήματος, η εγχώρια πολιτική και οικονομική δύναμη του οργανωμένου εργατικού δυναμικού δεν αποτελεί κρίσιμο παράγοντα. Οι **σκανδιναβικές χώρες**, διαθέτουσες ακόμα ισχυρότερα εργατικά κινήματα και θεσμούς, αλλά λιγότερο αναπτυγμένες μορφές συμμετοχής των υπαλλήλων στις εταιρικές αποφάσεις, υποστήριξαν την ευρωπαϊκή Οδηγία (ίσως εξαιτίας του γεγονότος ότι τα εργατικά συμφέροντα θα μπορούσαν να προστατευθούν με άλλα μέσα, εντός του εθνικού συστήματος εργασιακών σχέσεων). Σύμμορφες προς τον περισσότερο σημαντικό ρόλο που παίζει η συμμετοχή των εργαζομένων στις εταιρικές αποφάσεις στα συστήματα εργασιακών σχέσεών τους, οι εργατικοί οργανισμοί στη **Γερμανία** και την **Ολλανδία** αντιτέθηκαν σθεναρά στην Κοινοτική Οδηγία, πιθανώς επειδή η συμμετοχή των εργαζομένων παίζει έναν πολύ μεγαλύτερο ρόλο στις εργασιακές σχέσεις, λόγω του ότι θα εξασθενούσε άμεσα και αυτούς τους θεσμούς.

Οι **βρετανικές εταιρίες**, λειτουργώντας υπό τον κώδικα περί των εξαγορών, ο οποίος ήδη απαγορεύει τις περισσότερες αμυντικές τακτικές και μη έχοντας καμία εμπειρία στη συμμετοχή των εργαζομένων στις εταιρικές αποφάσεις, προσαρμόστηκαν στις συνθήκες μίας συνεχούς εξαγοραστικής απειλής, ως ορίζεται στη Κοινοτική Οδηγία περί των Εξαγορών. Ως αποτέλεσμα, η καλύτερη άμυνά τους έναντι των εξαγορών ήταν η διατήρηση των τιμών των μετοχών σε υψηλά επίπεδα. Με τις εταιρίες να μην έχουν πολλά να χάσουν από την Κοινοτική Οδηγία και με τα παραδοσιακά πανίσχυρα βρετανικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και συμφέροντα να έχουν πολλά να κερδίσουν, η βρετανική πολιτική διαμορφώθηκε από τη δομή της ελεύθερης αγοράς που έχει υιοθετήσει και ευνόησε την επέκταση αυτής της δομής σε ολόκληρη την Ευρώπη. Αυτή η πολιτική προτίμηση απορρέει από κυρίαρχη θέση των καθοδηγούμενων από την αγορά χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην βρετανική πολιτική οικονομία, εις βάρος του εργατικού δυναμικού και, γενικότερα, του κατασκευαστικού τομέα. Οι Βρετανοί μανάτζερ προσαρμόστηκαν σε αυτό το περιβάλλον (συχνά αποσυρόμενοι από τους ανταγωνιστικούς κατασκευαστικούς τομείς) και κατά συνέπεια δεν συνασπίστηκαν με το εργατικό δυναμικό κατά της Ευρωπαϊκής Οδηγίας για τις Εξαγορές.

Σε αντίθεση με τις **Ηνωμένες Πολιτείες**, η χρήση των poison pills δεν είναι τόσο συνηθισμένη στην Ευρώπη. Μέχρι σήμερα, δεν υπήρχαν αρκετοί λόγοι ώστε να υιοθετηθούν. Οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές (με εξαίρεση το Χρηματιστήριο του Λονδίνου) ήταν σχετικά υποανάπτυκτες, οι μέτοχοι παρέμεναν ατάραχοι και οι λοιποί αμυντικοί μηχανισμοί επικρατούσαν και απέδιδαν. Αυτή η κατάσταση άρχισε να αλλάζει σε όλη την Ευρώπη κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του

1990. Οι εξελίξεις σε πολλές αγορές χρεογράφων αύξησαν τις πιέσεις από τους μετόχους (ειδικά από Βρετανούς και Αμερικανούς θεσμικούς επενδυτές) για υψηλότερες αποδόσεις και μεγαλύτερη διοικητική υπευθυνότητα. Με τις παραδοσιακές τους μορφές αμύνης να έχουν κηρυχθεί παράνομες εξαιτίας νομικών μετατροπών και αντιμετωπίζοντας αυξανόμενες πιέσεις από τους μετόχους, οι Γερμανοί μάνατζερ επιθυμούσαν να έχουν την επιλογή να υιοθετήσουν την, αμερικανικού στυλ, άμυνα poison pill. Μπορούμε εύκολα να υποθέσουμε ότι οι Ισπανοί και οι Ιταλοί μάνατζερ, οι οποίοι απειλούντο από τις γαλλικές εταιρείες, επιθυμούσαν το ίδιο.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι εξαγορές, παρόλο που παρουσιάζουν πολλές μεταβολές ως προς το μέγεθος, καθώς εξαρτώνται από πολλούς παράγοντες οι οποίοι τις επηρεάζουν, θα αποτελούν πάντοτε ένα κομμάτι της εταιρικής διακυβέρνησης και πρακτικής. Η μάχη για την οικονομική ευημερία των εταιρειών έχει κάνει την ανάγκη για εξαγορές περισσότερο επιτακτική από ποτέ, με αποτέλεσμα να παρακολουθούμε «επικές» μάχες διαπραγματεύσεων και αντιδικιών στις αίθουσες των δικαστηρίων, από τη στιγμή που θα υποβληθεί μία πρώτη δημόσια προσφορά, έως τη στιγμή που θα καταλαγιάσει η μάχη και θα έχει λυθεί η πολιορκία, είτε με παράδοση της εταιρείας στα χέρια του επιτιθέμενου, είτε με διατήρηση των κεκτημένων. Τα αμυντικά μέτρα παίζουν τον ρόλο των όπλων που διαθέτει μία εταιρεία για την απόκρουση μίας ανεπιθύμητης, επιθετικής εξαγοράς, ενώ οι νόμοι του εθνικού δικαίου αλλά και οι Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης προσπαθούν ορίσουν τους κανόνες του «παιχνιδιού», αλλά και να διασφαλίσουν ότι πραγματοποιείται μία μάχη η οποία θα είναι δίκαιη για όλους. Αυτά τα μέσα και οι κανόνες έγινε προσπάθεια να αποσαφηνιστούν αλλά και να αναλυθούν σε αυτή την εργασία, χρησιμοποιώντας έγκυρες, αλλά και ακριβείς πηγές οι οποίες προσπαθούν να ξεκαθαρίσουν κάπως ένα ομιχλώδες τοπίο.

Βιβλιογραφία

Ξένη Βιβλιογραφία

- Auerbach Alan J., “Mergers and Acquisitions”. National Bureau of Economic Research, 1988
- Bebchuk Lucian, John C. Coates IV και Guhan Subramanian, “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy”, 2002
- Bizjak John, “The Impact of Poison Pill Adoption on Managerial Compensation”, August 1998
- Change Rosita P. and Keith M. Moore, “Mergers and Acquisitions”, CFA Institute, 2007
- Child J., David Faulkner and Robert Pitkethly, “The management of international acquisitions”, Oxford University Press, 2001
- Cioffi John W., “The Collapse of the European Union Directive on Corporate Takeovers: The EU, National Politics, and the Limits of Integration”, 2001
- Cooke T., “Mergers and Acquisitions”, Basil Blackwell Editions Ltd, London U.K., 1999
- Costa Len, “The Perfect Pill: A small innovation that transformed corporate takeovers”
- Davis Gerald, “Agents Without Principles? *The Spread of The Poison Pill Through The Inter-Corporate Network*”, Administrative Science, 1991
- DeAngelo H. and Rice E., “Antitakeover charter amendments and stockholder wealth”, Journal of Financial Economics, 1994
- Dolbeck, A. "Hard to Swallow: Poison Pills on the Decline." *Weekly Corporate Growth Report*, 22 March 2004
- Gaughan Patrick A., “Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings”, 2002
- Haunschild Pamela R., “Interorganizational imitation: the impact of interlocks on corporate acquisition activity”, 1993
- Hopkins D. H., “Acquisition Strategy and the Market Position of Acquiring Firms”, 1987
- Kokot Katerina S., “The Art of Takeover Defense”, The Ukrainian Journal of Business Law, 2006
- Lambert R. and Larcker D., “Golden Parachutes, executive decision making and shareholder wealth”, Journal of accounting and economics, April 1985
- Lowry, J.P. "Poison Pills in U.S. Corporations-A Re-examination." *Journal of Business Law*, May 1992

- Malatesta P. and Walkling R., "Poison Pill securities: Stockholder wealth, profitability and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 1988
- Mavhlin J., Choe H. and Miles J., "The effects of Golden Parachutes on takeover activity", *Journal of Law and Economics*, Oct. 1993
- Milton L. Rock, Robert H. Rock, Martin Sikora, "The mergers and acquisitions handbook", N.Y. Mac Graw - Hill, 1994
- Palepu K., Healy P. and Bernard V., "Business Analysis and Valuation using financial Statements", South Western College Publishing, 2000
- P.F.C. Begg, "Corporate acquisitions and mergers: a practical guide to the legal, financial and administrative implications", 1993
- PricewaterhouseCoopers, "MA Survey 2007", www.pwc.com.gr, 2007
- "Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids", Brussels, 10 January 2002
- Ruback Richard S., "An Overview of the Takeover Defenses", 1988
- Simon C.E., and J.M. Bryan. *Corporate Anti-Takeover Defenses: The Poison Pill Device*. St. Paul, MN: Thomson West., 2004
- Tsur Michal, "THE INTERNAL REPLICATIVE FORCE OF STRATEGIES: Evolutionary Insights Into The Widespread Use of Anti-Takeover Defenses"
- Velasco Julian, "Just Do It: An Antidote to the Poison Pill", 2002
- Velasco, J. "The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill" *Journal of Corporation Law* 27, no. 3, Spring 2002

Ελληνική Βιβλιογραφία

- Αυγητίδης Δημήτρης Κ., Επίκουρος Καθηγητής Νομικής ΔΠΘ, «Αμυντικά μέτρα κατά της δημόσιας πρότασης αγοράς μετοχών - Η νομιμότητα υποβολής αντιπρότασης σύμφωνα με το κοινοτικό και εφαρμοστέο δίκαιο (γνωμ.)», 2007
- Αυγητίδης Δημήτρης Κ., Επίκουρος Καθηγητής Νομικής ΔΠΘ, «Η Οδηγία 2004/25/ΕΚ για τις επιθετικές εξαγορές», 2006
- Αυγητίδης Δημήτρης Κ., Επίκουρος Καθηγητής Νομικής ΔΠΘ, «Υποχρεωτική δημόσια πρόταση - Προσδιορισμός ανταλλάγματος με βάση την τιμή άσκησης δικαιώματος προαίρεσης μετά τη λήξη της περιόδου αποδοχής (γνωμ.)», 2007
- Βελέντζας Ιωάννης Ε., «Δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών. Οι νέες νομοθετικές ρυθμίσεις (Ν. 3461/2006)

- Γεωργακοπούλου Βασιλική Ν., Δρ Οικονομολόγος της Εργασίας, Μεσολαβητής – Διαιτητής Ο.ΜΕ.Δ., Ειδική Σύμβουλος της ΟΤΟΕ και του ΙΝΕ/ΟΤΟΕ, «Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις»
- Ντζούφας Κωνσταντίνος, «Acting in Concert και ο υπολογισμός των δικαιωμάτων ψήφου στη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών», 2005
- Παπαδημόπουλος Ιωάννης, «Τα δικαιώματα του squeeze-out και του sell-out υπό το φως της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς», 2005

Τύπος

Αξία
Ημερησία
Καθημερινή
Κέρδος
Ισοτιμία
Το Βήμα

The Economist

Ηλεκτρονικός Τύπος

www.ssrn.com
www.euro2day.gr
www.Capital.gr
www.naftemporiki.gr
www.BusinessWeek.com
www.ecb.eu