



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)**

Διπλωματική Εργασία

**Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Ανωνύμων Εταιρειών
Σημασία και προβλήματα της φορολογίας στα πλαίσια των
Συγχωνεύσεων και Εξαγορών**

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΚΩΝ/ΝΟΥ ΣΕΛΕΚΟΣ

Πειραιάς, 2007

Αφιερώνεται στους γονείς μου
Ως μικρό δείγμα της απέραντης αγάπης μου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Ανωνύμων Εταιρειών
Σημασία και προβλήματα της φορολογίας στα πλαίσια των Συγχωνεύσεων
και Εξαγορών

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΚΩΝ/ΝΟΥ ΣΕΛΕΚΟΣ

Σημαντικοί όροι: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Φορολογία, Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, Δικαιώματα μειοψηφίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον επιτάσσει δραστικές αλλαγές τόσο στις επιχειρήσεις που επιδιώκουν την επιβίωση όσο και σε αυτές που οραματίζονται την περαιτέρω ανάπτυξη. Μια πρακτική που ολοένα και συχνότερα επιλέγεται από τις επιχειρήσεις παγκοσμίως είναι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές. Σήμερα, οι συνθήκες όπως έχουν διαμορφωθεί πλέον στην Ελλάδα αλλά και στο εξωτερικό, ενεργούν ως καταλύτης για την πραγματοποίηση τέτοιων συναλλαγών, που σε συνδυασμό με την ελληνική επιχειρηματικότητα έχουν δημιουργήσει μια δυναμική.

Προς αυτήν την κατεύθυνση, η επιλογή μιας στρατηγικής θα αποτελέσει το επιχειρηματικό όχημα, προκειμένου να επιτύχει μια επιχείρηση το στόχο ή το όραμά της.

Καθοριστικό ρόλο μέσα σε αυτό το γαϊτανάκι επιβίωσης και εξάπλωσης έρχεται να διαδραματίσει το νομοθετικό και φορολογικό κυρίως πλαίσιο, το οποίο άλλοτε θέτει όρους, περιορισμούς και κανόνες, προκειμένου οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις να λάβουν θεσμοθετημένη μορφή και να πραγματοποιούνται με υγιείς όρους ανταγωνισμού εντός του κοινωνικού υπό ευρεία έννοια συνόλου, και άλλοτε υποβοηθά στη δημιουργία ισχυρών παραγωγικών μονάδων, ικανών να ανταποκριθούν στα ζητήματα που προκύπτουν από τη σύγχρονη οικονομική εξέλιξη με την παροχή κινήτρων.

Βέβαια, παρά το γεγονός ότι σε πολλές χώρες το νομοθετικό πλαίσιο θέτει αυστηρούς περιορισμούς και προστατεύει τον επενδυτή, τα τελευταία γεγονότα στις αμερικάνικες

και στις ευρωπαϊκές αγορές καταδεικνύουν ότι δεν επαρκεί ένα τέτοιο αυστηρό πλαίσιο. Μάλιστα έχουν καταστήσει την αναπόδραστη ανάγκη για την ορθή απεικόνιση της εταιρικής παρουσίας στις οικονομικές καταστάσεις, την προσήκουσα πληροφόρηση των ενδιαφερόμενων και την προστασία εν γένει των επενδυτών, υπαρχόντων και εν δυνάμει, ακόμα πιο επιτακτική. Εν προκειμένω, τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (IFRS) καθώς επίσης και τα αμερικάνικα λογιστικά πρότυπα (US GAAP), μετά από τις συνεχείς τροποποιήσεις τους και τις ερμηνευτικές που επιδέχονται, κατατείνουν να προασπίζονται κατά το δοκούν τα επενδυτικά συμφέροντα.

Ως προς τα εμπειρικά αποτελέσματα διαφόρων ερευνών, οι περισσότεροι ερευνητές διαπιστώνουν ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επιδρούν θετικά εν γένει στην αποτελεσματικότητα των κερδών, στην αποτελεσματικότητα του κόστους και στις οικονομίες κλίμακας. Επίσης η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις που αφορούσαν συγχωνεύσεις και εξαγορές υπήρξε θετική για τις αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζόμενων και των εξαγοραζουσών εταιρειών.

Σκοπό της παρούσας διπλωματικής εργασίας αποτελεί η ανάλυση και η παρουσίαση του γενικού πλαισίου (επιχειρηματικού, νομικού, φορολογικού, λογιστικού) που διέπει τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις ανωνύμων κυρίως εταιρειών, πλην τραπεζικών και ασφαλιστικών, στην Ελλάδα. Στο τέλος επίσης επιχειρείται η παρουσίαση μιας συγκεκριμένης περίπτωσης εξαγοράς στο χώρο των τηλεπικοινωνιών, η οποία έλαβε χώρα κατά τις χρήσεις 2005 και 2006, καθώς και συγκεκριμένα φορολογικά προβλήματα που προέκυψαν κατά την εξαγορά.

Κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι λόγω της ενδεχόμενης τροποποίησης στο μέλλον του επιχειρηματικού, νομικού, φορολογικού και λογιστικού πλαισίου που διέπει το καθεστώς των συγχωνεύσεων και εξαγορών των ανωνύμων εταιρειών στην Ελλάδα θα ήταν ενδιαφέρον να επανεξεταστεί το θέμα της παρούσας μελέτης σε ένα βάθος χρόνου και να γίνουν συγκριτικές προσεγγίσεις κάτω από τα νέα δεδομένα.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον κ.Ιωάννη Σώρρο, Λέκτορα του Πανεπιστημίου Πειραιώς, για την εμπιστοσύνη που μου επέδειξε και για την πολύτιμη βοήθεια που μου παρείχε για την αποπεράτωση της εν λόγω μελέτης. Ακόμα θα ήθελα να ευχαριστήσω την εργοδότηρα εταιρεία μου ΚΡΜG για τη διάθεση στοιχείων, προκειμένου να ολοκληρωθεί το πρακτικό μέρος της εργασίας. Επίσης τις θερμότερες ευχαριστίες και ευγνωμοσύνη μου στη Δικηγόρο Μαρία Κουλόγιαννη για τις συμβουλές, την υπομονή και το χρόνο της, προκειμένου να γίνει εφικτή η ολοκλήρωση της παρούσας. Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την οικονομική και ηθική συμπαράσταση που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
Ευχαριστίες	5
Κατάσταση Πινάκων	9
Κατάσταση Διαγραμμάτων	10
Περίληψη	3
Κεφάλαιο 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	
1.1 Διεθνής τάση συγχωνεύσεων και εξαγορών επιχειρήσεων: ιστορική αναδρομή και παρούσα κατάσταση	11
1.2 Διαδικασίες και τρόποι πραγματοποίησης Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	27
1.3 Εναλλακτικοί τρόποι επιχειρηματικής αναδόμησης	30
Κεφάλαιο 2: ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	
2.1 Οικονομικές θεωρίες	36
2.2 Διοικητικές θεωρίες	49
2.3 Χρηματοοικονομικές θεωρίες	53
2.4 Στρατηγικές θεωρίες	54
2.5 Αμυντικές τακτικές	57
Κεφάλαιο 3: ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	
3.1 Έννοια και μορφές μετασχηματισμών	64
3.1.1 Μετασχηματισμός (υπό στενή έννοια)	65
3.1.2 Μετασχηματισμός υπό ευρεία έννοια (αναδιάρθρωση)	68
3.2 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ	79
3.2.1 Η έννοια της συγχώνευσης ανώνυμων εταιρειών με απορρόφηση	79
3.2.2 Διαδικασίες και διατυπώσεις της συγχωνεύσεως με απορρόφηση	83
3.2.3 Άδεια της Επιτροπής Ανταγωνισμού	93
3.2.4 Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρείας	95
3.2.5 Μετοχές της απορροφούμενης εταιρείας που δεν ανταλλάσσονται με μετοχές της απορροφούσας εταιρείας	98
3.2.6 Φορολογικοί νόμοι	99
3.2.7 Αποτελέσματα της συγχωνεύσεως ανώνυμων εταιρειών με απορρόφηση	106
3.2.8 Ακυρότητα της συγχωνεύσεως	110
3.2.9 Η ελαττωματικότητα της συγχώνευσης υπό το πρίσμα των κανόνων σχετικά με τον έλεγχο των συγκεντρώσεων επιχειρήσεων - Ο προληπτικός έλεγχος των συγχωνεύσεων	111
3.2.10 Καθορισμός της σχέσεως ανταλλαγής των μετοχών απορροφούσας και απορροφουμένης κατά την επιστήμη και την αλλοδαπή πρακτική	113
3.2.11 Συγχώνευση ανώνυμης εταιρείας με ατομική επιχείρηση, προσωπική εταιρεία ή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας ή με απορρόφηση από αυτή	127

3.2.12 Συγχώνευση εταιρείας σε εκκαθάριση (άρθρο 47 ν. 2190/20)	128
3.3 ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΠΟΥ ΚΑΤΕΧΕΙ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ	128
3.3.1 Έννοια της απορροφήσεως καθολικά εξηρημένης εταιρείας	128
3.3.2 Διαδικασία και διατυπώσεις της συγχωνεύσεως με απορρόφηση καθολικά εξηρημένης εταιρείας	129
3.3.3 Αποτελέσματα της συγχωνεύσεως με απορρόφηση καθολικά εξηρημένης εταιρείας	134
3.4 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΣΥΣΤΑΣΗ ΝΕΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	135
3.4.1 Έννοια της συγχωνεύσεως ανώνυμων εταιρειών με σύσταση ανώνυμης εταιρείας	135
3.4.2 Διατυπώσεις της συγχωνεύσεως ανώνυμων εταιρειών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας	135
3.4.3 Αποτελέσματα της συγχωνεύσεως ανώνυμων εταιρειών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας	136
3.5 ΕΞΑΓΟΡΑ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	137
3.5.1 Έννοια της εξαγοράς ανώνυμης εταιρείας από άλλη ανώνυμη εταιρεία	137
3.5.2 Διατυπώσεις της συγχωνεύσεως δια εξαγοράς ανώνυμης εταιρειών	139
3.5.3 Έννοια των εξαγορών ανώνυμων εταιρειών δια εξαγοράς των μετοχών τους	140
3.5.4 Εξαγοράσιμες μετοχές	141
3.5.5 Εξαγορά από τους ίδιους τους μετόχους	142
3.5.6 Εξασφάλιση του αγοραστή των μετοχών από ενδεχόμενους κινδύνους	144
3.6 Η ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	146
3.6.1 Εισαγωγή	146
3.6.2 Ισχύον καθεστώς	148
Κεφάλαιο 4: ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΥΠΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ	
4.1 Αναγνώριση (ταυτοποίηση) μιας Ενοποίησης Επιχειρήσεων	171
4.2 Δόμηση της Ενοποίησης Επιχειρήσεων	172
4.3 Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων που περιλαμβάνουν Οικονομικές Μονάδες κάτω από Κοινό Έλεγχο	174
4.4 Πλαίσιο Εφαρμογής του ΔΠΧΠ 3 και οι Εξαιρέσεις	174
4.5 Λογιστική Μέθοδος	175
4.6 Συνοπτική Αναδρομή στο ΔΠΧΠ 22 που ίσχυσε μέχρι 31.3.2004	176
4.7 Μια αναλυτικότερη ματιά στην ισχύουσα μέθοδο λογιστικοποίησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών	182
4.7.1 Ταυτοποίηση της Αγοράστριας	183
4.7.2 Κόστος Ενοποίησης Επιχειρήσεων	190
4.7.3 Κατανομή του κόστους Ενοποίησης στα περιουσιακά στοιχεία που αποκτήθηκαν, στις υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις που αναβλήθηκαν	194
4.7.4 Αναβαλλόμενοι φόροι	206
Κεφάλαιο 5: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ - ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ	

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	
5.1 Εμπειρικές μελέτες για την αποτελεσματικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών	214
5.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη δημιουργία μετοχικής αξίας των εμπλεκόμενων εταιρειών στις εξαγορές και συγχωνεύσεις	215
5.3 Μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event-studies analysis)	219
5.4 Γενικά εμπειρικά συμπεράσματα	221
5.5 Συνέπειες των συγχωνεύσεων και εξαγορών	224
Κεφάλαιο 6: Σ&Ε ΠΡΟΣ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΟΜΙΛΟΥ, ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ – ΕΦΑΡΜΟΓΗ	
6.1 Διεθνείς Φορολογικές Διατάξεις	227
6.1.1 Μόνιμη Εγκατάσταση (Permanent Establishment)	229
6.1.2 Κέρδη από εμπορική δραστηριότητα (Business profits)	232
6.1.3 Μέθοδοι αποφυγής διπλής φορολογίας	232
6.1.4 Δικαιώματα (Royalties)	234
6.1.5 Μερίσματα (Dividends)	236
6.1.6 Τόκοι (Interests)	236
6.1.7 Αμοιβές στο προσωπικό (Income from employment)	238
6.2 Η περίπτωση εξαγοράς των εταιρειών τηλεπικοινωνίας X, M και L	239
Παράρτημα I: Εξαγορές και Συγχωνεύσεις κατά το έτος 2005	261
Παράρτημα II: Διμερείς συμβάσεις περί αποφυγής διπλής φορολογίας μεταξύ Ελλάδας και λοιπών χωρών	273

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	Σελίδα
Πίνακας 1: Στατιστικά στοιχεία συναλλαγών 2002-2005 στην Ελλάδα	16
Πίνακας 2: Θεωρητικό υπόδειγμα κατανομής κερδών σε bidders και targets	52
Πίνακας 3: Αμυντικές στρατηγικές και τακτικές πριν και μετά από την υποβολή προσφοράς για επιθετική εξαγορά	57
Πίνακας 4: Ισχύοντες αναπτυξιακοί φορολογικοί νόμοι	100
Πίνακας 5: χρονική σειρά διαδικασιών για την πραγματοποίηση συγχώνευσης βάσει των Ν.1297/1972 και Ν.2166/1993	104
Πίνακας 6: Σύγκριση διαφόρων μεθόδων αγοράς και Κοινότητας δικαιωμάτων	182
Πίνακας 7: Κανόνες προσδιορισμού εύλογης αξίας	196
Πίνακας 8: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών που διερευνούν τις επιπτώσεις στις αγοράζουσες επιχειρήσεις (επιχειρήσεις επενδυτές)	221
Πίνακας 9: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών που διερευνούν τις επιπτώσεις στις αγοραζόμενες επιχειρήσεις (στόχοι)	222
Πίνακας 10: Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα συγχωνεύσεων και εξαγορών	224
Πίνακας 11: ETR Ομίλου χρήσης 2005 (Group Effective tax rate)	247
Πίνακας 12: ETR Ομίλου χρήσης 2003 έως 30 Ιουνίου 2006	248
Πίνακας 13: ETR μετά από φορολογικό έλεγχο	248
Πίνακας 14: ETR της M II για 2003-2005 και της L (μετονομάστηκε σε M II) για την περίοδο από 1 Ιανουαρίου έως και 30 Ιουνίου 2006	250
Πίνακας 15: ETR της Newco για 2005 και για την περίοδο από 1 Ιανουαρίου έως και 31 Ιανουαρίου 2006	251
Πίνακας 16: Φορολογική πρόβλεψη βάσει IFRS έως και 30 Ιουνίου 2006	253
Πίνακας 17: Πρόστιμα Transfer pricing 1997-2000 – Προσφυγή στα Δικαστήρια	254
Πίνακας 18: Πρόστιμα Transfer pricing 2001-2002 – Συμβιβασμός	254
Πίνακας 19: Υπολογισμός της φορολογικής επιβάρυνσης της X σχετικά με την παραγωγικότητα των χρεωστικών τόκων (usury restrictions)	255
Πίνακας 20: Υπολογισμός της φορολογικής επιβάρυνσης της X σχετικά με την παραγωγικότητα των χρεωστικών τόκων (usury restrictions)	255

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελίδα
Διάγραμμα 1: Συναλλαγές ετών 2002-2005	19
Διάγραμμα 2: Τελική συμμετοχή σε εξαγοραζόμενες εταιρείες	21
Διάγραμμα 3: Κατανομή τιμήματος ανά συναλλαγή	22
Διάγραμμα 4: Γεωγραφική ανάλυση συναλλαγών και Ανάλυση διασυνοριακών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	24
Διάγραμμα 5: Διασυνοριακές Εξαγορές και Συγχωνεύσεις-Προέλευση αλλοδαπών εταιρειών που επενδύουν στην Ελλάδα και Προορισμός επενδύσεων Ελληνικών εταιρειών στο εξωτερικό	25
Διάγραμμα 6: Δομή ομίλου	239

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

«Επομένως», είπε ο Σωκράτης, «συμφωνήσαμε ότι Οικονομία είναι το όνομα μιας επιστήμης με την οποία φαίνεται ότι οι άνθρωποι μπορούν να μεγαλώσουν τους οίκους τους...Αλλά πιστεύω ότι έργο ενός φρόνιμου άντρα και μιας φρόνιμης γυναίκας είναι να εργάζονται με τέτοιο τρόπο, ώστε η οικονομική τους κατάσταση να είναι άριστη και να προστεθεί και άλλη περιουσία, όσο δυνατόν περισσότερη, στην ήδη υπάρχουσα...».

(Απόσπασμα από τον Ξενοφώντα «Οικονομικός»)

Η επιβίωση αποτελεί το εσώτερο κίνητρο συνέχισης της ύπαρξης. Επίσης η επαύξηση της περιουσίας αποτελούσε ανέκαθεν τον ακρογωνιαίο λίθο της οικονομικής σκέψης. Όπως οι άνθρωποι προσπαθούν άλλοτε να βελτιώσουν την οικονομική τους θέση και άλλοτε να απεγκλωβιστούν από μια δυσμενή κατάσταση, έτσι και οι επιχειρήσεις ως ζώντες οργανισμοί καλούνται διαρκώς άλλοτε να επεκτείνουν την επιχειρηματική τους δραστηριότητα και να αναπτυχθούν στα πλαίσια της αγοράς και άλλοτε να βγουν ζωντανοί από την καθημερινή μάχη μέσα από μια διαδικασία συνεχούς επαναπροσδιορισμού της αξίας της ίδιας της επιχείρησης. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων αποτελούν πλέον έναν από τους βασικότερους τρόπους υλοποίησης στρατηγικών επέκτασης και επιβίωσης.

Επομένως, ένας επικείμενος «γάμος» πρέπει να θεαθεί υπό το πρίσμα όχι μόνο της «ειρηνικής» συμβίωσης και της «προίκας», αλλά και της προοπτικής για ένα καλύτερο και προσοδοφόρο μέλλον, λαμβάνοντας υπόψη κάθε φορά τις συνθήκες και τα δεδομένα της αγοράς.

1.1 Διεθνής τάση συγχωνεύσεων και εξαγορών επιχειρήσεων: ιστορική αναδρομή και παρούσα κατάσταση

Το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων των επιχειρήσεων, που χρονολογείται περίπου εδώ και ένα αιώνα, γνώρισε τέσσερις περιόδους εξάρσεως.

Το πρώτο κύμα των εξαγορών - συγχωνεύσεων επιχειρήσεων αφορούσε ομοειδείς επιχειρήσεις (οριζόντια συγκέντρωση) και στις περισσότερες περιπτώσεις αποσκοπούσαν σε μονοπώληση της αγοράς (1898 - 1902).

Το δεύτερο κύμα εξαγορών - συγχωνεύσεων επιχειρήσεων αφορούσε και πάλι ομοειδείς επιχειρήσεις, οι οποίες όμως δεν οδήγησαν σε μονοπωλιακές συνθήκες ανταγωνισμού (1925 - 1930).

Το τρίτο κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών (1966 - 1968) είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία μεγάλων οικονομικών συγκροτημάτων, μέσω διαγωνίων συγχωνεύσεων και εξαγορών, αποτέλεσμα που οφειλόταν στη διαφοροποίηση και επέκταση των επιχειρήσεων σε νέα προϊόντα και καινούργιες αγορές.

Στο τελευταίο κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, που έχει αρχίσει από το 1974 και έχει ενταθεί τα τελευταία χρόνια, παρατηρείται το φαινόμενο συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των μεγάλων εταιρειών, στην προσπάθειά τους να διεθνοποιήσουν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες. Το διεθνές φαινόμενο της «παγκοσμιοποίησης» ωθεί τις επιχειρήσεις στην εδραίωση της παρουσίας τους στις ανά τον κόσμο μεγάλες αγορές, με σκοπό να εκμεταλλεύονται όσο το δυνατό μεγαλύτερο βαθμό τις οικονομίες κλίμακας. Ιδιαίτερα μετά το 1984, το κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει λάβει τεράστιες διαστάσεις, ώστε το φαινόμενο αυτό να αποκαλείται «Μανία εξαγορών και συγχωνεύσεων» (Merger-mania), ως αναπότρεπτη συνέπεια της διεθνούς τάσεως της «παγκοσμιοποίησης». ¹

Το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων, που προοδευτικά εντείνεται διεθνώς και με καλπάζοντα ρυθμό μεταμορφώνει το διεθνές οικονομικό και επιχειρησιακό περιβάλλον, δεν άφησε ανέπαφη και τη δική μας χώρα. Ο ολοένα εντεινόμενος ανταγωνισμός στο νέο ευρωπαϊκό και διεθνές πεδίο, ωθεί και τις ελληνικές επιχειρήσεις στη δημιουργία μεγάλων οικονομικών μονάδων, οι οποίες να μπορούν να ανταπεξέλθουν στον ανελέητο ανταγωνισμό. Για να επιβιώσουν οι ελληνικές επιχειρήσεις, όλων των κλάδων, μέσα στο νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον, ωθούνται σε συγχωνεύσεις με άλλες ελληνικές, ευρωπαϊκές, αμερικάνικες και άλλες διεθνείς επιχειρήσεις, προκειμένου να αποφύγουν ή απομακρύνουν τον αφανισμό τους από το ελληνικό, ευρωπαϊκό και διεθνές πεδίο. Η συγχώνευση των μικρών και μεσαίων ελληνικών επιχειρήσεων με άλλες ελληνικές, ευρωπαϊκές κλπ. επιχειρήσεις αποτελεί γι'

¹ Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Μετατροπές εταιρειών & εκτίμηση αξίας επιχειρήσεων», Εκδόσεις Βρύκουσ, Αθήνα 2001.

αυτές σήμερα πολλές φορές μονόδρομο, αν επιθυμούν να επιβιώσουν και να εδραιώσουν τη θέση τους μέσα στο νέο αυτό οικονομικό τοπίο.

Σήμερα, οι συνθήκες όπως έχουν διαμορφωθεί πλέον στην Ελλάδα αλλά και στο εξωτερικό, ενεργούν ως καταλύτης για την πραγματοποίηση συναλλαγών, που σε συνδυασμό με την ελληνική επιχειρηματικότητα έχουν δημιουργήσει μια δυναμική. Βασικοί παράγοντες οι οποίοι βρίσκονται πίσω από τις εξελίξεις και θα επηρεάσουν το μέλλον είναι οι εξής:

A. Διεθνείς Μακροοικονομικές Συνθήκες

- Χαμηλά επιτόκια: Το χαμηλό επίπεδο επιτοκίων και η υψηλή ρευστότητα έχουν συμβάλει στην πραγματοποίηση και στην ελκυστικότητα των εξαγορών. Παρόλο που τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια δανεισμού τώρα κινούνται ανοδικά τα μακροχρόνια επιτόκια δεν έχουν αυξηθεί με τον ίδιο ρυθμό και παραμένουν σχετικά χαμηλά.
- Πλεονάζοντα κεφάλαια: Στις διεθνείς κεφαλαιαγορές παρατηρείται μια άνθηση που έχει δημιουργηθεί από τα σημαντικά κεφάλαια που είναι στην διάθεση των επενδυτών, όπως ιδιωτικά και δημόσια ασφαλιστικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων κ.α. Ειδικότερα η κατηγορία επιχειρηματικών συμμετοχών (private equity funds), έχει δημιουργήσει αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον διεθνώς. Μόνο το 2005 αντλήθηκαν περίπου \$250 δις. Νέα τέτοια κεφάλαια που σε συνδυασμό με δανεισμό δημιουργούν περισσότερα από \$1 000 δις. διαθέσιμα κεφάλαια για επένδυση. Το 2006 αντλήθηκαν ακόμη περισσότερα νέα τέτοια κεφάλαια. Αυτά τα ίδια κεφάλαια των επιχειρηματικών συμμετοχών (private equity funds) συμβάλλουν σημαντικά στις εξαγορές και στην Ελλάδα και ήδη διαγράφεται η προοπτική μιας σειράς τέτοιων ενδεχόμενων συναλλαγών μέσα στα επόμενα έτη².

² *Τι είναι οι εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών*

Οι εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών (private equity firms) παρέχουν μία εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης είτε για την ανάπτυξη ήδη υφιστάμενων επιχειρήσεων (growth capital) είτε για τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων (venture capital). Σε αντάλλαγμα, οι εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας και αναλαμβάνουν μέρος του επιχειρηματικού κινδύνου προσδοκώντας υψηλές αποδόσεις.

Οι επενδύσεις πραγματοποιούνται αγοράζοντας είτε μερίδιο μειοψηφίας με επιρροή στις σημαντικές αποφάσεις είτε πλειοψηφικό μερίδιο. Στην εξαγορά τμήματος ή ολόκληρης της εταιρείας ενδέχεται να συμμετέχει και η διοίκηση της

B. Αμιγώς Ελληνικοί Παράγοντες

- Στρατηγική επέκτασης των ελληνικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό: Οι ελληνικές εταιρείες και άλλες επιχειρήσεις εξακολουθούν να βελτιώνουν την κερδοφορία τους. Σχετικά κοινή στρατηγική είναι ένα μεγάλο μέρος των κερδών/πλεοναζόντων κεφαλαίων να επενδύονται σε χώρες του εξωτερικού, με αυξανόμενες προοπτικές ανάπτυξης αλλά και αντίστοιχα αυξανόμενους κινδύνους, όπως στην Σερβία, Ρουμανία, Τουρκία, Αίγυπτο, Ουκρανία κλπ. Πρόσφατο παράδειγμα που αποτελεί ορόσημο είναι η εξαγορά της τουρκικής εταιρείας Finansbank από την Εθνική Τράπεζα.
- Απελευθέρωση ελληνικής αγοράς: Η απελευθέρωση διάφορων αγορών στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον και η εισαγωγή σύγχρονων ρυθμιστικών πλαισίων έχει δημιουργήσει νέες θετικές συνθήκες την τελευταία δεκαετία και αναμένεται να συνεχιστεί και τα επόμενα χρόνια. Το κύμα αποκρατικοποιήσεων προβλέπεται να συμβάλει στην αύξηση της κινητικότητας στις εξαγορές και συγχωνεύσεις.
- Πρόγραμμα βελτίωσης των δημοσιονομικών της Ελλάδας: Οι ενέργειες για περαιτέρω μείωση του δημόσιου χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος θα

ίδιας εταιρείας (management buy-out ή MBO), αλλά και η διοίκηση κάποιας άλλης εταιρείας (management buy-in ή MBI). Επίσης, στην πλειοψηφία των περιπτώσεων συχνά ένα σημαντικό μέρος της εξαγοράς συνήθως χρηματοδοτείται με δανεισμό (leveraged). Σκοπός των επενδύσεων των εταιρειών επιχειρηματικών συμμετοχών είναι η δημιουργία υπεραξίας μέσω της ανάπτυξης ή και πολλές φορές της αναδιοργάνωσης των εταιρειών και η μετέπειτα ρευστοποίηση της υπεραξίας μέσω της εξόδου από την επένδυση.

Οι εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών συμβάλλουν στη δημιουργία υπεραξίας με την παροχή σύγχρονων μεθόδων διοίκησης, τεχνογνωσίας, εμπειριών αλλά και με την ενεργητική υποστήριξη σε θέματα διαπραγματεύσεων με εταιρείες, σύναψη συμμαχιών, πωλήσεων, marketing κ.ά.

Οι εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών συνήθως έχουν ως στόχο την πώληση των συμμετοχών τους σε ένα χρονικό ορίζοντα 3 έως 5 χρόνια για να επιτύχουν τις επιθυμητές αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων τους.

Στους εναλλακτικούς τρόπους εξόδου περιλαμβάνονται η είσοδος της εταιρείας στο χρηματιστήριο, η εξαγορά από τρίτο επενδυτή, η ιδιωτική τοποθέτηση σε θεσμικούς επενδυτές ή και η πώληση στους αρχικούς μετόχους βάσει προσυμφωνημένης αποτίμησης.

συμβάλουν μεταξύ άλλων στην βελτίωση της πιστοληπτικής αναβάθμισης (credit rating) της Ελλάδας, γεγονός το οποίο θα μειώσει το κόστος κεφαλαίων για όλους.

- Μείωση συντελεστών φορολογίας: Η συνέχιση της μείωσης των συντελεστών φορολογίας των εταιρειών σε 29% για το 2006 και 25% για το 2007 υποστηρίζει την επιχειρηματικότητα και υποβοηθά την προσέλκυση νέων κεφαλαίων στην χώρα.
- Εκσυγχρονισμός και διαφάνεια: Το ελληνικό σύστημα εκσυγχρονίζεται και γίνεται όλο και περισσότερο διαφανές. Παραδείγματα αυτού είναι η εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) στις εισηγμένες εταιρείες και μελλοντικά και στις ΔΕΚΟ, ο νέος απλοποιημένος Κώδικας Βιβλίων και Στοιχείων κλπ. Επίσης η υλοποίηση έργων με τη μέθοδο των συμπράξεων δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) στους κλάδους ενέργειας, υγείας και εκπαίδευσης θα συμβάλει στην ανάπτυξη των αγορών.
- Καλές εποχές στην ναυτιλία: Οι θετικές εξελίξεις του κλάδου τους τελευταίους μήνες έχει αποφέρει κέρδη που κατά ένα σημαντικό μέρος επενδύονται σε μη ναυτιλιακές δραστηριότητες.
- Εκσυγχρονισμός νομοθεσίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: Ο πρόσφατος νόμος 3461/2006 ενσωματώνει στο Εθνικό Δίκαιο την Οδηγία 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις. Πλέον είναι υποχρεωτική η υποβολή δημόσιας πρότασης (mandatory public offer) εξαγοράς του 100% μιας εισηγμένης εταιρείας εφόσον οι αγοραστές αποκτήσουν το 1/3 των δικαιωμάτων ψήφων. Επίσης έχουν το δικαίωμα εξαγοράς των υπόλοιπων μετοχών, εφόσον έχουν στην κατοχή τους το 90% των μετοχών (squeeze-out rights).
- Εκσυγχρονισμός του Εμπορικού Νόμου: Ο βασικός εμπορικός νόμος 2190/1920 εκσυγχρονίζεται και υποβοηθά την προσέλκυση νέων κεφαλαίων στην χώρα.

Στην επιχειρηματική δραστηριότητα πάντα θα υπάρχουν οι πολιτικές και μακροοικονομικές αβεβαιότητες, καθώς και οι κίνδυνοι οι οποίοι επηρεάζουν τις αγορές, όπως ο ρυθμός μεταβολής του παγκόσμιου εμπορίου, οι τιμές των πρώτων υλών και η εξασφάλιση ενεργειακών πόρων. Παρόλα αυτά, οι εξελίξεις στην Ελλάδα είναι θετικές όπως συνοψίζονται παραπάνω. Ένα περιβάλλον το οποίο ευνοεί την

πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων τονώνει την δυναμική μιας οικονομίας και συμβάλει στην περαιτέρω ανάπτυξη της χώρας.

Σύνοψη έρευνας της PriceWaterhouseCoopers (PWC) 2006

Παρακάτω στον πίνακα 1 παρουσιάζονται ορισμένα στατιστικά στοιχεία για το 2005 και για τις προηγούμενες χρονιές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Στατιστικά στοιχεία συναλλαγών 2002-2005 στην Ελλάδα				
Πηγή: Έρευνα PWC 2006				
	2002	2003	2004	2005
Αξία συναλλαγής μετοχών (σε δις. Ευρώ)	2,5	3,1	2,0	4,3
Αξία συναλλαγής μετοχών των 10 μεγαλύτερων συναλλαγών (σε δις. Ευρώ)	1,4	2,5	1,6	3,1
Μέση αξία συναλλαγής για συναλλαγές με δημοσιευμένο τίμημα (σε Εκατ. Ευρώ)	18,8	55,8	28,5	36,3
Αριθμός συναλλαγών με δημοσιευμένο τίμημα	133	55	71	119
Αριθμός συναλλαγών χωρίς δημοσιευμένο τίμημα	195	114	138	98
Ποσοστό αριθμού συναλλαγών με απόκτηση μειοψηφίας	32%	23%	36%	41%

Σε σχέση με τα ανωτέρω επισημαίνουμε τα ακόλουθα:

- Σημαντική αύξηση κατά 114% στην αξία συναλλαγών μετοχών, με τον συνολικό αριθμό συναλλαγών να κυμαίνεται σε παρόμοια επίπεδα με την προηγούμενη χρονιά.
- Το αυξανόμενο ενδιαφέρον για επενδύσεις ξένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα με αξία ΕΥΡΩ 2,4 δις. για το 2005 έναντι ΕΥΡΩ 1,4 δις. για το 2004, οφείλεται κυρίως στην εξαγορά της TIM Ελλάς και της Q-Telecom από την Aprax Partners και Texas Pacific, που συγκαταλέγονται στους μεγαλύτερους private equity οργανισμούς παγκοσμίως.
- Οι ελληνικές επιχειρήσεις επικεντρώνονται όλο και περισσότερο στην εδραίωση της παρουσίας τους στο εξωτερικό με ΕΥΡΩ 769 εκατ. ή το 18% (ΕΥΡΩ 142,5 εκατ. για το 2004 ή 7%) της συνολικής δημοσιευμένης αξίας συναλλαγών.
- Τη μεγαλύτερη κινητικότητα σε αριθμό και αξία συναλλαγών παρουσίασαν, όπως και το 2004, οι κλάδοι της Τεχνολογίας και Τηλεπικοινωνιών (34 συναλλαγές και ΕΥΡΩ 2,1 δις. ή 49% της συνολικής δημοσιευμένης αξίας συναλλαγών) και των Εταιρειών και Λοιπών Χρημ/κών Υπηρεσιών (34 συναλλαγές και ΕΥΡΩ 863 εκατ. ή 20% της συνολικής δημοσιευμένης αξίας συναλλαγών).

- Στον κλάδο Τροφίμων και Ποτών πραγματοποιήθηκαν 17 συναλλαγές (15 το 2004), μεγαλύτερου μεγέθους σε σχέση με το 2004, με ΕΥΡΩ 664 εκατ. ή 15% συμμετοχή στη συνολική δημοσιευμένη αξία συναλλαγών (0.6% το 2004).
- Αυξανόμενη εισροή ξένων κεφαλαίων αναμένεται μέσω εταιρειών επιχειρηματικών συμμετοχών (Private Equity).
- Οι εταιρείες θα συνεχίσουν να εξορθολογούν τις συμμετοχές τους σε θυγατρικές καθώς και τα χαρτοφυλάκια επενδύσεών τους, απελευθερώνοντας κεφάλαια για επενδύσεις ειδικά στη Νοτιοανατολική Ευρώπη.
- Περαιτέρω συγκέντρωση αναμένεται στον κλάδο των Τροφίμων.

Οι κυριότερες συναλλαγές το 2005

Το 2005 ήταν μια χρονιά σημαντικών σε μέγεθος εξαγορών και συγχωνεύσεων καθώς η συνολική αξία των συναλλαγών ανήλθε σε ΕΥΡΩ 4,3 δισ. και η αξία των δέκα μεγαλύτερων συναλλαγών ανήλθε σε ΕΥΡΩ 3,1 δισ., ή 73% του συνόλου.

Στον κλάδο Τεχνολογίας και Τηλεπικοινωνιών πραγματοποιήθηκαν τρεις από τις μεγαλύτερες συναλλαγές του 2005 με πρωταγωνιστή την εξαγορά της TIM Ελλάς από τις εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών Arax Partners και Texas Pacific για ΕΥΡΩ 1,4 δισ. αξία μετοχών, ποσό που αποτελεί το 32% της συνολικής αξίας συναλλαγών για το 2005. Από τις ίδιες εταιρείες πραγματοποιήθηκε η δεύτερη μεγαλύτερη εξαγορά στον κλάδο, η εξαγορά της Q-Telecom για ΕΥΡΩ 325 εκατομμύρια. Ακολούθησε η εξαγορά του 70% της Cosmocom από την Cosmote για ΕΥΡΩ 120 εκατομμύρια.

Στον κλάδο των Εταιρειών, η σημαντικότερη συναλλαγή είναι η εξαγορά του 50% της Novabank από την πορτογαλική εταιρεία Millennium BCP για ΕΥΡΩ 330 εκατομμύρια, στην οποία πλέον ανήκει το 100% της εταιρείας. Η εδραίωση των ελληνικών εταιρειών στη ευρύτερη περιοχή της ΝΑ Ευρώπης και Μεσογείου συνεχίστηκε το 2005 με την εξαγορά του 97% της σέρβικης Jubanka από την Alpha Bank για ΕΥΡΩ 167 εκατομμύρια, της Eurobank AD στη Βουλγαρία από την Εταιρεία Πειραιώς για ΕΥΡΩ 48,4 εκατομμύρια και της σέρβικης NSB από την EFG Eurobank-Ergasias για ΕΥΡΩ 41 εκατομμύρια.

Ο κλάδος Τροφίμων και Ποτών συγκέντρωσε 3 από τις 10 μεγαλύτερες συναλλαγές, οι οποίες σηματοδοτούν ανανεωμένη κινητικότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων, τόσο

μεταξύ ελληνικών εταιρειών όσο και επενδύσεων ελληνικών εταιρειών στο εξωτερικό και ξένων επενδύσεων στην Ελλάδα. Η συμφωνία που προσέλκυσε μεγάλο ενδιαφέρον στο τέλος του 2005 είναι η συγχώνευση της Δέλτα με την Chirita η οποία ολοκληρώθηκε μέσα στο 2006 με την δημιουργία μιας νέας εταιρείας από την ενσωμάτωση της Δέλτα Συμμετοχών, της Chirita, της Goody's και της Μπάρμπα-Στάθης. Αποτέλεσμα αυτής της επιχειρηματικής συνεργασίας είναι η δημιουργία μιας πολυσήμαντης πλέον εταιρείας της BrandCo στον κλάδο των Τροφίμων και Ποτών με δραστηριοποίηση σε πάνω από 25 χώρες του εξωτερικού.

Μεγάλη επενδυτική δραστηριότητα σε χώρες του εξωτερικού συνεχίζει να παρουσιάζει η Coca Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως το 2005 μέσω εξαγορών εταιρειών εμφιάλωσης νερού και χυμών στη Σερβία και τη Ρωσία. Οι συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν από κοινού με την εταιρεία The Coca Cola Company, ενώ η συνολική επένδυση της η Coca Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως ανήλθε σε ΕΥΡΩ 198 εκατομμύρια. Οι εξαγορές αποτελούν μέρος στρατηγικής απόφασης της εταιρείας να εστιαστεί σε προϊόντα μη ανθρακούχων ποτών και εμφιαλωμένου νερού. Η Coca Cola Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως πάλι από κοινού με την μητρική της, εξαγόρασαν στις αρχές του 2006 εταιρεία εμφιάλωσης νερού στην Ιταλία για ΕΥΡΩ 35 εκατ. Στη συνέχεια, εξαγόρασε μέσω δημόσιας προσφοράς τη θυγατρική της εταιρεία εμφιάλωσης στην Κύπρο για ΕΥΡΩ 68,5 εκατομμύρια, η οποία παράγει επίσης γαλακτοκομικά είδη και χυμούς.

Τέλος, επίσης στον κλάδο των Τροφίμων και Ποτών, σημαντική προσέλκυση ξένων κεφαλαίων στην Ελλάδα αποτέλεσε η εξαγορά του 96,5% της Δέλτα Βιομηχανία Παγωτού από την Nestlé για ΕΥΡΩ 127 εκατομμύρια (μη συμπεριλαμβανομένου του τραπεζικού δανεισμού).

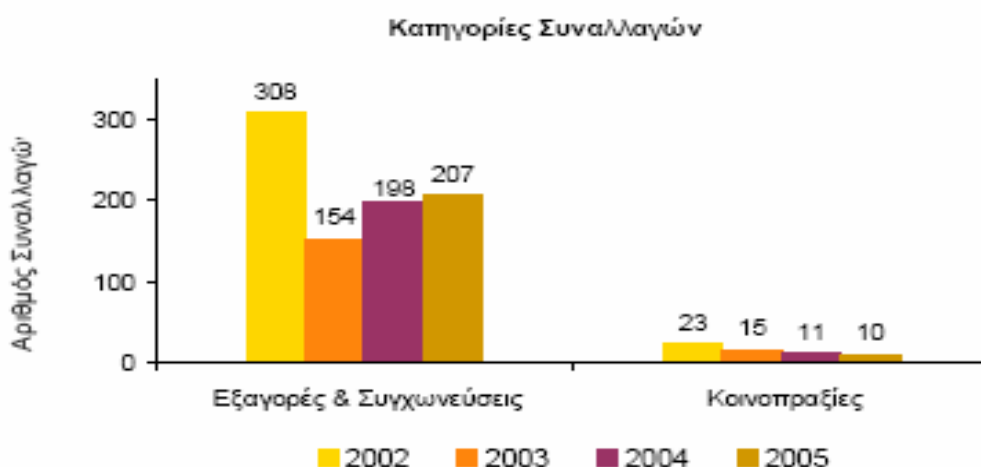
Στον κλάδο της Ενέργειας η αύξηση της συμμετοχής της ισπανικής Iberdrola στην εταιρεία Ρόκας από 21% σε 49.9% για ΕΥΡΩ 56 εκατομμύρια πραγματοποιήθηκε βάσει της μεταξύ τους συμφωνίας το 2004. Η συμφωνία προέβλεπε την συγκεκριμένη αύξηση του μεριδίου της Iberdrola στην Ρόκας σε διάστημα 4 ετών.

Η εξαγορά του 53% της Αλουμίνιο της Ελλάδος από την Μυτιληναίος για ΕΥΡΩ 79,5 εκατ. συμβαδίζει με τις εξελίξεις στον κλάδο του Αλουμινίου και την σημαντική άνοδο των τιμών της αλουμίνιας. Μέσα στο 2006, βάσει του call option που διαθέτει, η Μυτιληναίος άσκησε το δικαίωμα να εξαγοράσει και το υπόλοιπο ποσοστό που κατέχει η канаδική Alcan (7,2%).

Το 2005 ο αριθμός των συναλλαγών παρέμεινε σε παρόμοια επίπεδα με την προηγούμενη χρονιά, ενώ σημαντική αύξηση σημείωσε η δημοσιευμένη συνολική αξία συναλλαγών. Έτσι, το 2005 ο αριθμός συναλλαγών ανήλθε σε 217, αύξηση κατά 4% σε σχέση με το 2004. Επίσης παρατηρείται ότι η αναλογία των εξαγορών και συγχωνεύσεων και κοινοπραξιών παρέμεινε σε παρόμοια επίπεδα με την προηγούμενη χρονιά.

Όπως και το 2004, έτσι και για το 2005, πραγματοποιήθηκε ένας σημαντικός αριθμός συγχωνεύσεων στα πλαίσια εσωτερικής αναδιοργάνωσης ομίλων εταιρειών. Δεδομένου ότι οι συναλλαγές αυτές δεν επέφεραν σημαντικές μεταβολές στη μετοχική σύνθεση των εμπλεκόμενων εταιρειών, δεν συμπεριλαμβάνονται στην παρούσα ανάλυση.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: Συναλλαγές ετών 2002-2005



Πηγή: Έρευνα PWC 2006

Το 2005 το 69% των συναλλαγών πραγματοποιήθηκε όπως και το 2004 από σχετικά μεγάλες εταιρείες με κύκλο εργασιών άνω των ΕΥΡΩ 50 εκ. ενώ οι εταιρείες ή όμιλοι εταιρειών με κύκλο εργασιών άνω των ΕΥΡΩ 100 εκ. πραγματοποίησαν το 63% των συναλλαγών, σε σχέση με το 64% των συναλλαγών το 2004.

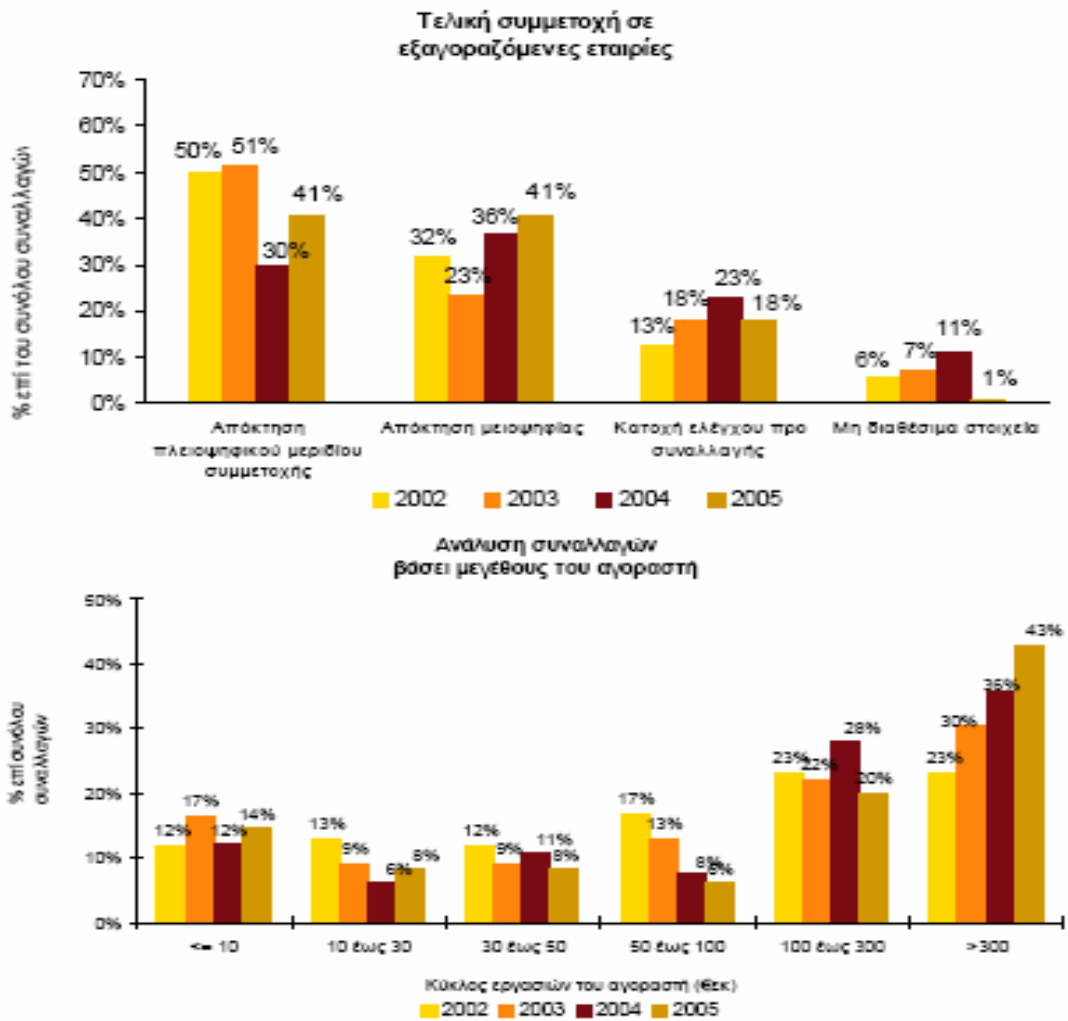
Το 2005 παρατηρείται μια τάση των επενδυτών-αγοραστών προς συναλλαγές με σκοπό την απόκτηση ελέγχου μέσω πλειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής. Οι συγκεκριμένες συναλλαγές αποτελούν το 41% του συνόλου σε αριθμό για το 2005 έναντι 30% για το 2004.

Οι συναλλαγές που αποσκοπούν στην απόκτηση ελέγχου αποτελούνται κατά 19% από εταιρείες στον κλάδο των Εταιρειών & Λοιπών Χρημ/κών Υπηρεσιών και ακολουθούν οι κλάδοι Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνιών και Βιομηχανίας με ποσοστά 12% και 11% αντίστοιχα.

Η αύξηση των συναλλαγών πλειοψηφικού πακέτου, σε συνδυασμό με την πιθανή ύπαρξη premium για την απόκτηση του ελέγχου, αντικατοπτρίζεται και στην καταβολή υψηλότερων τιμημάτων ανά συναλλαγή και αποτελεί μία από τις αιτίες αύξησης της συνολικής αξίας συναλλαγών το 2005.

Το 2005 το 41% των συναλλαγών αποσκοπούσαν στην απόκτηση μειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής παρουσιάζοντας αύξηση σε σχέση με το 2004, όπου οι αντίστοιχες συναλλαγές αποτελούσαν το 36% του συνόλου. Το 2005 στους επενδυτές μειοψηφικών μεριδίων συμμετοχής περιλαμβάνονται ιδιώτες (10%) και εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών (7%). Επίσης παρατηρείται ότι ο κλάδος Τεχνολογία & Τηλεπικοινωνίες αποτελεί κλάδο ενδιαφέροντος για τους επενδυτές μειοψηφικών μεριδίων συμμετοχής σε ποσοστό 22%, ενώ ακολουθούν ο κλάδος των Εταιρειών & Λοιπών Χρημ/κών Υπηρεσιών (κυρίως εταιρείες επενδύσεων) με 13% και ο κλάδος των Ξενοδοχείων, Εστιατορίων και Διασκέδασης με 12%.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2



Πηγή: Έρευνα PWC 2006

Αξία συναλλαγών

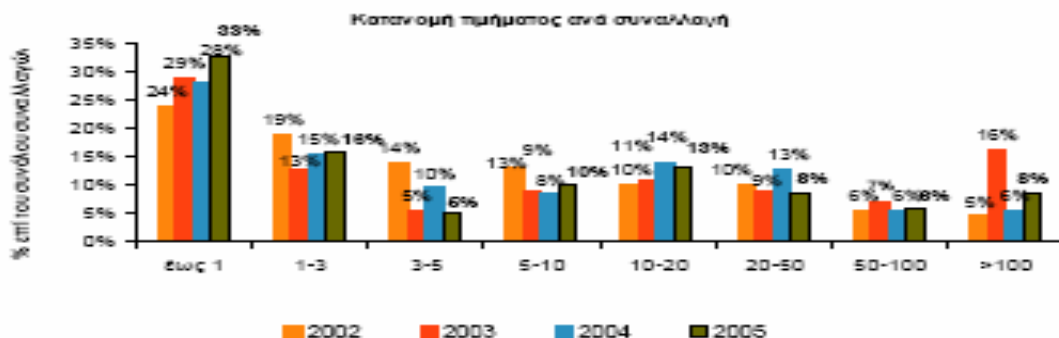
Η συνολική δημοσιευμένη αξία των συναλλαγών το 2005 αυξήθηκε σημαντικά κατά 114% στα ΕΥΡΩ 4,3 δισ. από ΕΥΡΩ 2,0 δισ. το 2004, ξεπερνώντας και τα επίπεδα του 2003 (3,0 δισ). Η αύξηση αυτή οφείλεται εν μέρει στη μεγαλύτερη διαθεσιμότητα πληροφοριών αναφορικά με το τίμημα των συναλλαγών. Το 2005 συγκεντρώθηκε μεγαλύτερος αριθμός συναλλαγών με δημοσιευμένο τίμημα αντιστοιχώντας στο 55% του συνόλου (119 συναλλαγές με δημοσιευμένο τίμημα από τις 217 συναλλαγές σε σύνολο) έναντι 34% για το 2004 (71 συναλλαγές με δημοσιευμένο τίμημα από συνολικά 209 συναλλαγές). Παράλληλα, όπως προαναφέρθηκε, στην αύξηση της συνολικής αξίας των συναλλαγών συνέβαλε και το γεγονός ότι πραγματοποιήθηκαν

περισσότερες συναλλαγές με σκοπό την απόκτηση πλειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής.

Όπως και την προηγούμενη χρονιά, το 2005 παρατηρείται συγκέντρωση της συνολικής αξίας των συναλλαγών στις 10 μεγαλύτερες εξαγορές, η αξία των οποίων αποτελεί το 73% του συνόλου. Το 2004 η αντίστοιχη αξία των 10 μεγαλύτερων συναλλαγών αποτέλεσε το 79% του συνόλου.

Τα έτη 2004 και 2005, παρατηρήθηκε ότι στον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών πραγματοποιούνται ιδιαίτερα μεγάλες σε αξία εξαγορές, με κεφάλαια που προέρχονται από το εξωτερικό. Η μεγαλύτερη σε αξία συναλλαγή το 2005 – η εξαγορά του 100% της TIM Ελλάς από την Arax Partners & Texas Pacific για ΕΥΡΩ 1,4 δισ. αξία μετοχών - αποτελεί το 32% περίπου της συνολικής αξίας συναλλαγών. Ακόμη μεγαλύτερο ποσοστό – 39% αποτελούσε η μεγαλύτερη συναλλαγή το 2004 – η εξαγορά του 23,4% της Vodafone Panafon από την Vodafone Group για ΕΥΡΩ 784 εκ.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3



Ανάλυση δημοσιευμένης αξίας συναλλαγών ανά κλάδο

σε € εκατ.	2004	2005
Τεχνολογία & Τηλεπ/νίες	991	2,122
Τράπεζες & Λοιπές Χρημ/κές Υπηρεσίες	488	863
Τρόφιμα & Ποτά	13	664
Κατασκευές / Real Estate	9	215
Βιομηχανία	239	110
Ξενοδοχεία, Εστιατόρια & Διασκέδαση	29	105
Ενέργεια και Μεταφορές	32	57
Ναυτιλία	0	39
Λιανεμπόριο & Χονδρεμπόριο	130	33
Λοιπές Υπηρεσίες	11	27
Υγεία	0	24
Μέσα Μαζικής Επικοινωνίας	27	20
Πλαστικά & Συσκευασίες	20	15
Κτηνοτροφία & Ιχθυοτροφία	3	13
Ένδυση	11	8
Χημικά & Φαρμακευτικά	17	1
Λοιπά / Μη δημοσιευμένα	1	0
Σύνολο	2,020	4,316

Πηγή: Έρευνα PWC 2006

Η μέση αξία συναλλαγής για το 2005 ανήλθε σε ΕΥΡΩ 36 εκ. σε σχέση με ΕΥΡΩ 28 εκ. το 2004 σημειώνοντας μια αύξηση της τάξεως του 29%. Ενώ η μέση αξία συναλλαγής αυξήθηκε κατά 29%, η συνολική αξία αυτών αυξήθηκε κατά 114%, γεγονός που υποστηρίζει ότι η συνολική αξία επηρεάστηκε σημαντικά από τον μεγαλύτερο αριθμό συναλλαγών με δημοσιευμένο τίμημα.

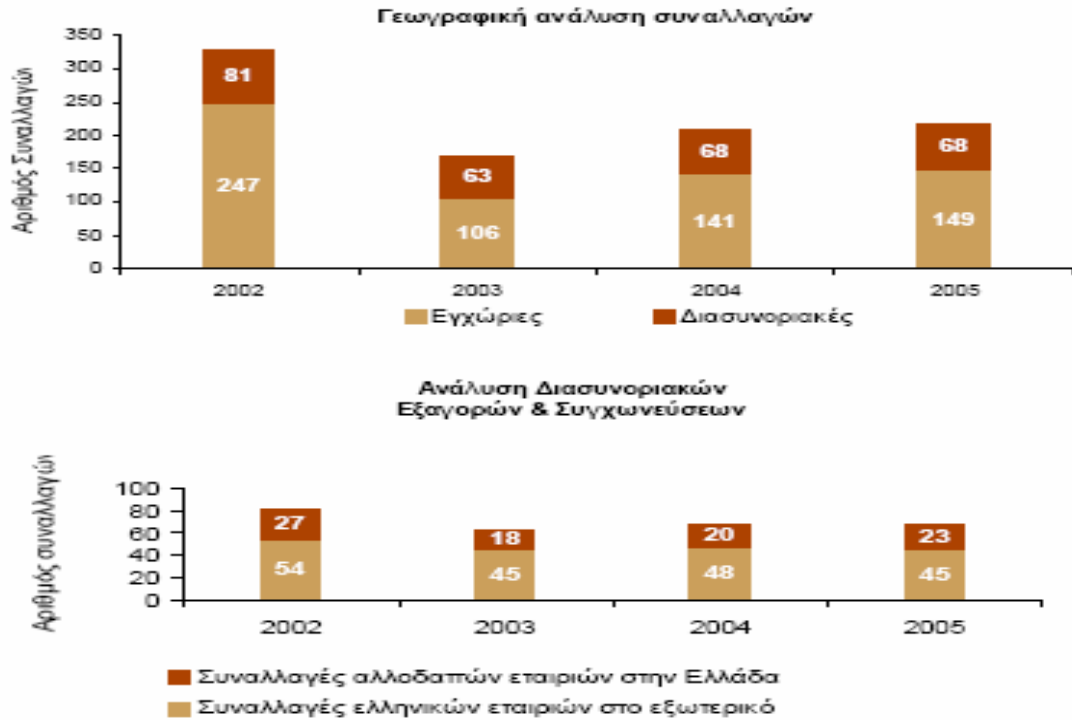
Στα ανά κλάδο αποτελέσματα, σημαντική αύξηση της μέσης αξίας ανά συναλλαγή από ΕΥΡΩ 3,2 εκατ. το 2004 σε ΕΥΡΩ 55,0 εκατ. το 2005, σημειώθηκε στον κλάδο Τροφίμων & Ποτών, προερχόμενη κυρίως από τις εξαγορές της Coca-Cola και τη συγχώνευση της Δέλτα με την Chirita. Επίσης η μέση αξία ανά συναλλαγή στον κλάδο των Εταιρειών αυξήθηκε κατά 54% το 2005. Η αύξηση προέρχεται κυρίως από τις εξαγορές περισσότερων μεριδίων πλειοψηφίας (47% του συνόλου σε αριθμό) σε σχέση με το 2004 (16% του συνόλου σε αριθμό).

Γεωγραφική κατανομή

Σε ίδια επίπεδα με το 2004 κυμάνθηκε ο αριθμός των διασυνοριακών συναλλαγών, οι οποίες ανήλθαν σε 68 και αντιπροσωπεύουν το 32% του συνόλου για το 2005 έναντι 33% για το 2004.

Το 2005 οι επενδύσεις ξένων εταιρειών στην Ελλάδα μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων ήταν περιορισμένες σε αριθμό φτάνοντας τις 23 στο σύνολό τους (από 20 το 2004), παρουσιάζοντας μια αύξηση της τάξεως του 15%. Σε αντίθεση με τον περιορισμένο αριθμό τους, το ύψος των επενδύσεων μέσω εξαγορών ξένων εταιρειών στην Ελλάδα ανήλθε σε ΕΥΡΩ 2,4 δισ. ή 55% της συνολικής δημοσιευμένης αξίας συναλλαγών για το 2005 (ΕΥΡΩ 1,5 δισ. το 2004), υποδεικνύοντας αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό σε συγκεκριμένους κλάδους της ελληνικής οικονομίας, όπως τηλεπικοινωνίες, ενέργεια και λιανεμπόριο.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4



Πηγή: Έρευνα PWC 2006

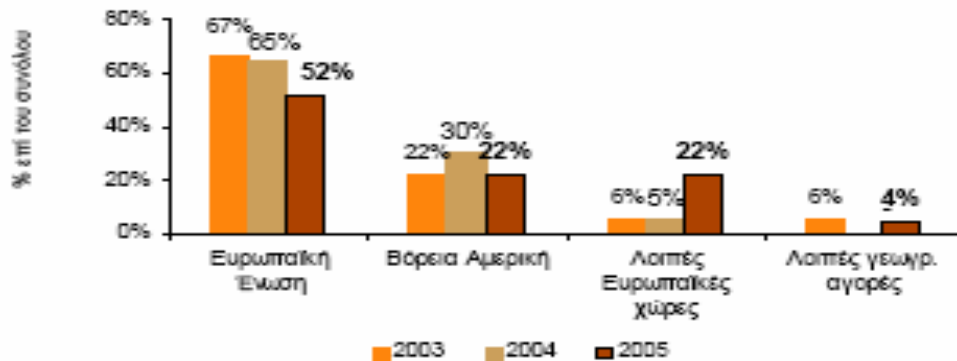
Αναφορικά με την προέλευση των αλλοδαπών εταιρειών που επενδύουν στην Ελλάδα φαίνεται μια μικρή μείωση του ενδιαφέροντος των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και σημαντική αύξηση αντίστοιχα των λοιπών ευρωπαϊκών χωρών κυρίως λόγω μεμονωμένων περιπτώσεων συναλλαγών. Εταιρείες από τη βόρεια Αμερική πραγματοποίησαν λιγότερες σε αριθμό συναλλαγές στην Ελλάδα το 2005 σε σχέση με το 2004.

Το 2005, οι ελληνικές εταιρείες πραγματοποίησαν 45 συναλλαγές στο εξωτερικό, από 48 το 2004 (6% μείωση).

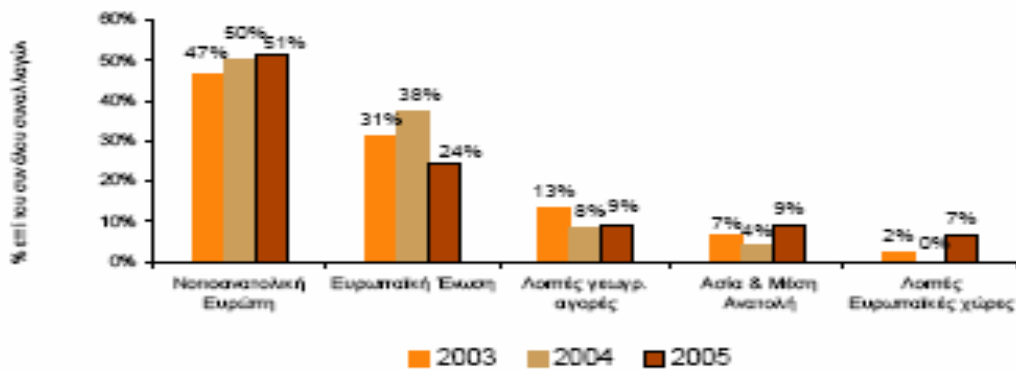
Όπως και το 2004, συνεχίζονται οι εξαγορές και η εδραίωση της παρουσίας των ελληνικών εταιρειών στις γειτονικές χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, οι οποίες αποτελούν ποσοστό 51% του συνολικού αριθμού συναλλαγών ελληνικών εταιρειών στο εξωτερικό. Η συνολική αξία για τις 24 συναλλαγές όπου το τίμημα ήταν δημοσιευμένο ήταν ΕΥΡΩ 769 εκατ., ή 18% του συνόλου έναντι 7% για το 2004, υποδεικνύοντας τη σημαντική επεκτατική δραστηριότητα των ελληνικών εταιρειών σε αναζήτηση αγορών με μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης από την Ελλάδα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5

Διασυννοριακές Εξαγορές & Συγχωνεύσεις
Προέλευση αλλοδαπών εταιριών που επενδύουν στην Ελλάδα



Διασυννοριακές Εξαγορές & Συγχωνεύσεις
Προορισμός επενδύσεων ελληνικών εταιριών στο εξωτερικό



Πηγή: Έρευνα PWC 2006

Το 2005 ήταν η πρώτη χρονιά στην Ελλάδα όπου πραγματοποιήθηκαν σημαντικές συναλλαγές από ξένες εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών. Τα συνολικά κεφάλαια (ίδια και ξένα) που επενδύθηκαν μέσω των παραπάνω συναλλαγών το 2005 και στις αρχές του 2006 έφτασαν τα ΕΥΡΩ 2,4 δισ.

Οι συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν από εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών ήταν 9 σε αριθμό με συνολική αξία ΕΥΡΩ 1,8 δισεκατομμύρια για τις 5 συναλλαγές με δημοσιευμένο τίμημα (41% της συνολικής αξίας συναλλαγών για το 2005). Από αυτές, οι 5 αφορούν σε ξένες εταιρείες, οι οποίες επένδυσαν στην Ελλάδα (ΕΥΡΩ 1,7 δισεκατομμύρια), και οι υπόλοιπες 4 αφορούν σε ελληνικές εταιρείες που επένδυσαν στην Ελλάδα (ΕΥΡΩ 12,4 εκατομμύρια).

Η μεγαλύτερη συναλλαγή το 2005 αφορά στην εξαγορά της TIM από τις αμερικανικές εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών Arax Partners και Texas Pacific για ΕΥΡΩ 1,4 δισ., οι οποίες στις συνέχεια εξαγόρασαν το 100% της Q-Telecom.

Η εξαγορά του 26,3% της Forthnet από την ισλανδική Novator Telecom το 2005, συγκαταλέγεται σε έναν αριθμό συναλλαγών της εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων στον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών στην κεντρική και νοτιοανατολική Ευρώπη, οι οποίες περιλαμβάνουν επενδύσεις στη Βουλγαρία, στην Τσεχία, στη Φιλανδία και στην Πολωνία.

ΕΥΡΩΠΗ

Δραστηριότητα συναλλαγών το 2005

Το 2005 η ευρωπαϊκή αγορά εξαγορών και συγχωνεύσεων παρουσίασε τη μεγαλύτερη κινητικότητα των τελευταίων πέντε ετών με σύνολο δημοσιευμένης αξίας συναλλαγών ΕΥΡΩ 800 δισ. περίπου, παρουσιάζοντας μια αύξηση κατά 51% σε σχέση με το 2004. Σημαντικό ρόλο στην αύξηση διαδραμάτισαν οι διασυνοριακές συναλλαγές, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 58,7%, καθώς από τη μία μεριά οι μεγάλες ευρωπαϊκές εταιρείες στοχεύουν στη δημιουργία πανευρωπαϊκών κολοσσών αλλά και επενδύουν στις νέες αναπτυσσόμενες αγορές της ΕΕ-25. Ως εκ τούτου, η δραστηριότητα στην Ανατολική Ευρώπη έφτασε τα ΕΥΡΩ 95 δισ. περίπου, με την Ρωσία και την Τουρκία να εμφανίζονται ως οι πιο δραστήριες αγορές. Οι κλάδοι της Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνίας, Εταιρειών & Χρηματ/κών Υπηρεσιών και Ενέργειας παρουσίασαν την μεγαλύτερη κινητικότητα ακολουθώντας μια τάση συγκέντρωσης στην Ευρωπαϊκή αγορά. Στον κλάδο της Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνίας, η εξαγορά της O2, βρετανική εταιρεία κινητής τηλεφωνίας, από την ισπανική Telefónica για \$31,7 δισ. αποτέλεσε τη μεγαλύτερη διασυνοριακή συναλλαγή το 2005. Ακολουθεί στον κλάδο Εταιρειών & Χρηματ/κών Υπηρεσιών η εξαγορά της Bayerische Hypo Vereinsbank από την UniCredito Italiano για \$18,2 δισ. Η συγχώνευση της Gazde France με την Suez αποτελεί μια από τις σημαντικότερες συναλλαγές στον κλάδο της Ενέργειας με τη δημιουργία μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες στον κλάδο καθώς και η εξαγορά της ισπανικής Endesa από την Gas Natural SDG για \$28,3 δισ.

Κατωτέρω επιχειρείται μια πρώτη παρουσίαση των βασικών διαδικασιών και τρόπων συγχωνεύσεων και εξαγορών.

1.2 Διαδικασίες και τρόποι πραγματοποίησης Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Επιχειρηματική αναδόμηση – Corporate restructuring

Όταν μια εταιρεία ή ένας όμιλος σε μια προσπάθεια γενικότερης βελτίωσης αποφασίζει να αλλάξει τη στρατηγική και τις εσωτερικές λειτουργικές δομές της μέσα από τη διαδικασία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, πραγματοποιεί μια σειρά από βήματα που καθορίζουν τόσο την πορεία όσο και το αποτέλεσμα μιας τέτοιας στρατηγικής σημασίας επιχειρηματικής αναδόμησης.

Παρακάτω αναφέρονται κομβικά στάδια που παρουσιάζονται κατά τη διαδικασία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, καθώς επίσης και ο ρόλος των εμπλεκόμενων εσωτερικών ή εξωτερικών συνεργατών.

Χαρακτήρας της συγχώνευσης

Στη διεθνή πρακτική των εξαγορών, οι προτάσεις για εξαγορά ή συγχώνευση διακρίνονται σε «εχθρικές» και «φιλικές». Στην πρώτη περίπτωση, η διοίκηση της εταιρείας στόχου είναι αντίθετη στην πρόταση, γιατί θεωρεί ότι διακυβεύονται τα συμφέροντα των μετόχων, της εταιρείας και της ίδιας της διοίκησης. Στη δεύτερη περίπτωση, η πρόταση διενεργείται με τη σύμφωνη γνώμη της διοίκησης της εταιρείας. Συχνά, η «φιλική» πρόταση προκαλείται από την ίδια τη διοίκηση της εταιρείας στόχου ως μέσο άμυνας στην «επιθετική» ή «εχθρική» πρόταση.

Χρηματοδότηση συγχωνεύσεων και εξαγορών – Merger Financing

Μια συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να χρηματοδοτηθεί με πολλούς τρόπους. Η πλέον συνηθισμένη πηγή άντλησης κεφαλαίων είναι ο δανεισμός (leveraged buyout - LBO), τις πιο πολλές φορές είτε μέσω της αύξησης της τραπεζικής της πίστωσης είτε μέσω της αύξησης του δανεισμού της από συνδεδεμένες εταιρείες. Μέσω του LBO, η εταιρεία

αναλαμβάνει ιδιαίτερα υψηλό χρηματοοικονομικό και φορολογικό ρίσκο. Τον κίνδυνο αυτό άλλωστε εκφράζουν και οι ιδιαίτεροι υψηλοί δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Μια μορφή LBO είναι η «αγορά της διοίκησης», κατά την οποία ο αγοραστής της εταιρείας αναλαμβάνει και τη διεύθυνσή της.

Επίσης, το αντάλλαγμα μπορεί να συμφωνηθεί να γίνει με μετρητά (οπότε και ίσως χρειαστεί να γίνει LBO), με ανταλλαγή χρεογράφων ή και με συνδυασμό των δυο. Τα χρεόγραφα ενδέχεται να περιλαμβάνουν μετοχές της εταιρείας αγοραστή (κοινές, προνομιούχες, εισηγμένες και μη κλπ), αλλά και άλλου είδους χρεόγραφα, όπως ομολογίες, stock-options κλπ.

Οι ειδικοί στις συγχωνεύσεις

Όταν ληφθεί η απόφαση για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, λόγω των εξειδικευμένων γνώσεων που απαιτούνται γύρω από διάφορα θέματα (χρηματοοικονομικά, νομικά, λογιστικά, φορολογικά, στρατηγικής κλπ), η προσφυγή σε ειδικούς εξωτερικούς συνεργάτες κρίνεται επιτακτική.

Για παράδειγμα, λόγω της πολυπλοκότητας του νομικού περιβάλλοντος, οι δικηγόροι και οι εταιρείες νομικών συμβούλων έχουν αναλάβει έναν πολύ σημαντικό ρόλο για την επιτυχή διεξαγωγή της συγχώνευσης ή εξαγοράς, ώστε να μη δημιουργηθούν στην πορεία νομικά προβλήματα περί εγκυρότητας της επιγενόμενης συναλλαγής.

Επίσης, πολλά προβλήματα και συγκρούσεις ενδέχεται να ανακύψουν κατά το στάδιο των διαρκών διαπραγματεύσεων. Έτσι η αγορά έχει αναπτύξει ειδικούς γύρω από το θέμα μιας ενδεχόμενης εξωδικαστικής επίλυσης της διαφοράς. Τέτοιοι ειδικοί είναι για παράδειγμα οι λεγόμενοι «διαιτητές». Μια τέτοια ομάδα απαρτίζεται από κοινώς αποδεκτά πρόσωπα, στα οποία ανατίθεται και τα οποία αποδέχονται να βοηθήσουν στην επίλυση των πιθανών συγκρούσεων και διαφορών των συμβαλλόμενων μερών. Η όλη διαδικασία λαμβάνει χώρα έξω από δικαστικές αρχές και διαδικασίες, οι οποίες κατά κανόνα είναι χρονοβόρες και κοστοβόρες. Σε περίπτωση επομένως που δημιουργηθούν διενέξεις μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών, οι «διαιτητές» αναλαμβάνουν να διαλευκάνουν τα προκύπτοντα ζητήματα και είτε να πραγματοποιηθεί η συγχώνευση ή εξαγορά είτε να ακυρωθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Μια άλλη ομάδα ειδικών επαγγελματιών, που προσφέρει σημαντικές υπηρεσίες κατά τις συγχωνεύσεις ή τις εξαγορές, είναι οι ειδικοί αποτίμησης. Εκτός από το χώρο των τραπεζών, υπάρχουν στην αγορά εταιρείες, οι οποίες προσλαμβάνονται είτε από την εταιρεία πλειοδότη είτε από την εταιρεία στόχο για την αποτίμηση της εταιρείας. Η αξία που θα δοθεί εξαρτάται από τις διάφορες παραδοχές που θα τεθούν. Έτσι βάσει διαφόρων μοντέλων και τεχνικών, οι ειδικοί αποτίμησης υπολογίζουν ένα εύρος της αξίας της εταιρείας στόχου, το οποίο αποτελεί τη βάση διαπραγμάτευσης.

Τέλος οι λογιστές/φοροτεχνικοί/χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι αναλαμβάνουν επίσης έναν εξίσου σημαντικό ρόλο στις εξαγορές και στις συγχωνεύσεις, πραγματοποιώντας τις απαραίτητες λογιστικές και φοροτεχνικές εργασίες. Από την προετοιμασία απαραίτητων λογιστικών καταστάσεων υπό το πρίσμα διαφορετικών σεναρίων έως την ορθή καθοδήγηση σχετικά με το γαϊτανάκι των εργατικών και φορολογικών διατάξεων, οι εν λόγω ειδικοί μπορούν να προσφέρουν δυναμικά προς αυτή την κατεύθυνση.

Το στάδιο των διαπραγματεύσεων

Με εξαίρεση τις εχθρικές συναλλαγές, οι συγχωνεύσεις είναι προϊόν διαπραγματεύσεων μεταξύ των διοικήσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών. Η εταιρεία που κάνει την προσφορά έρχεται συνήθως σε επαφή με τη διοίκηση της εταιρείας στόχο για να εκφράσει το ενδιαφέρον της και για να ερευνήσει την πρόθεση της τελευταίας.

Σημειώνεται, ότι η ανάλυση αποτίμησης της αξίας της εταιρείας στόχου θα πρέπει να πραγματοποιείται και από την ίδια, καθώς και από την εταιρεία εξαγοραστή. Αυτές οι δυο αποτιμήσεις είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα διαφέρουν μεταξύ τους, λόγω διαφορετικής οπτικής από την οποία αντιμετωπίζονται διάφορα θέματα, όπως οι προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας στόχου, το πελατολόγιό της, η «φήμη και πελατεία» που έχει ήδη αναπτύξει η εταιρεία στόχος, οι πραγματικές φορολογικές υποχρεώσεις και λοιπά περιουσιακά στοιχεία, που είτε απεικονίζονται στις οικονομικές καταστάσεις με διαφορετική αξία από ό,τι εμφανίζουν αυτές είτε δεν εμφανίζονται καθόλου. Στην περίπτωση που υπάρχει μεγάλη διάσταση απόψεων, τότε εκτός από την περίπτωση της μη πραγματοποίησης της συναλλαγής, μια συναλλαγή μπορεί να αποκτήσει «εχθρικό» χαρακτήρα.

Ανακοίνωση της έναρξης των διαπραγματεύσεων συγχώνευσης και της υποβολής πρότασης

Πολλοί θα είναι αυτοί που θα προσπαθήσουν να επωφεληθούν από την ανακοίνωση υποβολής πρότασης εξαγοράς ή συγχώνευσης, μέσω της διασποράς ανακριβειών και παραπλανητικών πληροφοριών σχετικά με το ενδεχόμενο πραγματοποίησης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, η οποία μπορεί να βρίσκεται σε πολύ πρώιμο στάδιο ή ακόμα και να μην έχει ξεκινήσει. Όπως αναφέρεται σε επόμενο κεφάλαιο, μια ανακοίνωση της πρόθεσης για συγχώνευση ή εξαγορά ενδέχεται να επηρεάσει σημαντικά την τιμή της μετοχής τόσο της εξαγοραζόμενης όσο και της εξαγοράζουσας.

Μειοψηφία μετόχων

Η πλειοψηφία των μετόχων πρέπει να δώσει την έγκρισή της για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης. Όταν η πλειοψηφία εγκρίνει τη συναλλαγή, η μειοψηφία των μετόχων που δε συμφωνούν είναι υποχρεωμένη να προσφέρει τις μετοχές της.

Ασφαλώς, κάτι τέτοιο δε σημαίνει ότι η μειοψηφία των μετόχων δεν έχει δικαιώματα. Μέσα από χρονικούς περιορισμούς, η ελληνική εμπορική νομοθεσία έχει θέσει πλαίσια προστασίας της μειοψηφίας, όπως δυνατότητα προσφυγής στα αρμόδια δικαστήρια.

1.3 Εναλλακτικοί τρόποι επιχειρηματικής αναδόμησης

Η αγορά των μετοχών της εταιρείας στόχου αποτελεί τη συνηθέστερη μορφή εξαγοράς ή συγχώνευσης. Εάν η εταιρεία εξαγοραστής αγοράσει όλες τις μετοχές της εταιρείας στόχου, τότε αναλαμβάνει ταυτόχρονα και το σύνολο των υποχρεώσεων της. Κατωτέρω παρουσιάζονται εναλλακτικές μέθοδοι που ακολουθούνται στην πράξη, προκειμένου μια εξαγοράστρια εταιρεία να αποφύγει την ανάληψη αυτών των υποχρεώσεων, ώστε να πραγματοποιηθεί η συναλλαγή με το χαμηλότερο δυνατό κόστος.

Εξαγορά στοιχείων του ενεργητικού – Μερική διάσπαση

Σύμφωνα με το Ν.3517/2006, μερική διάσπαση είναι η πράξη με την οποία μία εταιρεία, χωρίς να λυθεί, μεταβιβάζει έναν ή περισσότερους κλάδους δραστηριοτήτων σε μία ή περισσότερες προϋπάρχουσες ή νέες εταιρείες, αφήνοντας τουλάχιστον έναν κλάδο δραστηριότητας στην εισφέρουσα εταιρεία, έναντι αναλογικής παροχής στους εταίρους της τίτλων παραστατικών του μετοχικού ή εταιρικού κεφαλαίου των εταιρειών που λαμβάνουν τα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού και ενδεχομένως, έναντι καταβολής ποσού σε μετρητά, το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των τίτλων αυτών ή της λογιστικής αξίας τους σε περίπτωση που οι τίτλοι δεν έχουν ονομαστική αξία.

Δηλαδή, με την αγορά των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας στόχου, η εταιρεία εξαγοραστής μπορεί να περιορίσει τις αγορές της μόνο στα μέρη εκείνα που χρειάζεται. Σημειώνουμε ότι μια μεταβίβαση στοιχείων ενεργητικού από φορολογική άποψη μπορεί να θεωρηθεί είτε ως μεταβίβαση μεμονωμένων στοιχείων είτε ως μεταβίβαση κλάδου. Στην πρώτη περίπτωση θα προστεθεί στο φορολογητέο αποτέλεσμα το τυχόν κέρδος από την πώληση των εν λόγω στοιχείων του ενεργητικού και θα φορολογηθεί με το εκάστοτε ισχύοντα φορολογικό συντελεστή, ενώ στη δεύτερη περίπτωση, εφόσον δε γίνεται χρήση των ευεργετικών διατάξεων των αναπτυξιακών νόμων, θα φορολογηθεί αυτοτελώς λογιζόμενο ως εισόδημα με συντελεστή 20% κάθε κέρδος ή ωφέλεια που προέρχεται από τη μεταβίβαση ολόκληρης επιχείρησης με τα άυλα στοιχεία αυτής, όπως αέρας, επωνυμία, σήμα, προνόμια κ.τ.λ. ή υποκαταστήματος επιχείρησης.³

Παρατηρούμε ότι το κατά πόσο μια μεταβίβαση μεμονωμένων στοιχείων του ενεργητικού μπορεί να θεωρηθεί μεταβίβαση κλάδου ή μεταβίβαση μεμονωμένων στοιχείων είναι θέμα πραγματικό. Διάφορα κριτήρια μπορούν να χρησιμοποιηθούν προκειμένου να διαπιστωθεί ποια από τις ανωτέρω πράξεις διενεργείται, όπως κατά πόσο η πωλήτρια εταιρεία, μετά από τη μεταβίβαση μεμονωμένων στοιχείων του ενεργητικού της μπορεί να σταθεί ως ανεξάρτητη και αυτοτελής οντότητα (οπότε πρόκειται για μεταβίβαση στοιχείων) ή μετά την απομάκρυνση «ζωτικών» της

³ Βλ. άρθρο 13 του Ν.2238/1994.

στοιχείων η πωλήτρια εταιρεία παύει ουσιαστικά να υφίσταται (οπότε πρόκειται για μεταβίβαση ολόκληρης της εταιρείας ή κλάδου αυτής).

Ένα ακόμα πλεονέκτημα της εξαγοράς των στοιχείων του ενεργητικού σε σχέση με την αγορά μετοχών είναι ότι ο πλειοδότης μπορεί να μη χρειάζεται τη συγκατάθεση των μετόχων. Αυτού του είδους η συγκατάθεση μπορεί να είναι καθοριστικής σημασίας όταν τα στοιχεία του ενεργητικού εξαγοράζονται χρησιμοποιώντας μετοχές του πλειοδότη και όταν ο τελευταίος δε διαθέτει ήδη αρκετές μετοχές, ώστε να μπορεί να ολοκληρωθεί η συναλλαγή.

Εταιρεία κάτοχος μετοχών

Πολλές εταιρείες έχουν ως αντικείμενο δραστηριότητας την απόκτηση ενός μέρους μόνο των μετοχών διαφόρων εταιρειών και την είσπραξη μερισμάτων. Έτσι λειτουργούν ως συμμετοχικές εταιρείες – Holding Companies. Εκτενέστερα, μια εξαγοράστρια εταιρεία μπορεί να αποκτήσει ένα ποσοστό μετοχών της εταιρείας στόχου, ικανό ώστε να έχει τον έλεγχο της εταιρείας στόχου. Εάν ο αγοραστής αγοράσει το σύνολο των μετοχών της εταιρείας στόχου, τότε η εταιρεία αποτελεί μια εξολοκλήρου θυγατρική εταιρεία. Ωστόσο, δεν είναι απαραίτητη η κατοχή όλων των μετοχών μιας εταιρείας για την άσκηση ελέγχου σε αυτήν. Για εταιρείες με διεσπαρμένο μετοχικό κεφάλαιο αποτελεσματικός έλεγχος μπορεί να ασκηθεί και με πολύ μικρό ποσοστό κατοχής μετοχών, όπως με ένα 10% των εγγεγραμμένων κοινών μετοχών.

Εν προκειμένω, η βιβλιογραφία ως προς τις συμμετοχικές εταιρείες έχει καταγράψει ορισμένα πλεονεκτήματα. Μερικά από αυτά είναι:

- Πολλές φορές δεν υφίσταται υποχρέωση για καταβολή ενός επιπλέον ποσού ως premium για την απόκτηση του ελέγχου της εταιρείας. Αυτό το χρηματικό ποσό επιβάλλεται να πληρωθεί συνήθως από τον κάτοχο του 50%+1 των μετοχών.
- Η εταιρεία αγοραστής μπορεί να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας στόχου με πολύ μικρότερο κόστος από το εάν την εξαγόραζε κατά 100%. Επιπρόσθετα, λόγω του ότι ζητούνται λιγότερες μετοχές, η τιμή της μετοχής πιέζεται λιγότερο ανοδικά στην αγορά και έτσι το κόστος ανά μετοχή μπορεί να είναι μικρότερο. Ο αγοραστής μπορεί ακόμα να αμβλύνει την ανοδική πορεία της τιμής της

μετοχής, αγοράζοντας σταδιακά μετοχές για ένα παρατεταμένο χρονικό διάστημα.

- Όπως προαναφέρθηκε, ο έλεγχος της εταιρείας στόχου ενδέχεται να γίνει και με την κατοχή λιγότερων μετοχών από το 50%+1 της εταιρείας στόχου ακόμα και με τη χρήση έμμεσων συμμετοχών.
- Δεν υφίσταται υποχρέωση για έγκριση από τους μετόχους. Η εταιρεία κάτοχος είναι δυνατόν να αγοράσει μετοχές της εταιρείας στόχου χωρίς να χρειάζεται απαραίτητα την έγκριση των μετόχων της τελευταίας. Ωστόσο, η πράξη αυτή γίνεται ολοένα και δυσκολότερη, λόγω της ύπαρξης νομικών περιορισμών που εμποδίζουν την εταιρεία κάτοχο να αποκτήσει τέτοιο έλεγχο.

Από την άλλη, οι συμμετοχικές εταιρείες έχουν να αντιμετωπίσουν και ορισμένα μειονεκτήματα, όπως:

- Η έλλειψη κατοχής του 100% μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα αντιπαράθεσεων μεταξύ της συμμετοχικής εταιρείας και άλλων μετόχων που ενδέχεται να έχουν και αυτοί επιρροή στην εταιρεία στόχο.
- Μια συμμετοχική εταιρεία ενδέχεται να αντιμετωπίσει ορισμένα αντιμονοπωλιακά προβλήματα, στο βαθμό που οι αρμόδιες αρχές κρίνουν ότι ένα συγκεκριμένο ποσοστό συμμετοχής θα επηρέαζε σημαντικά τον ελεύθερο ανταγωνισμό και θα δημιουργούσε μονοπωλιακές καταστάσεις και cartel.

Κοινοπραξίες

Κοινοπραξία είναι μια ένωση επιχειρήσεων σε μια προσπάθεια να αναπτύξουν κοινή δραστηριότητα και μέσω της προσφοράς συγκεκριμένων πόρων να επιτύχουν έναν κοινό επιχειρηματικό σκοπό. Για παράδειγμα, μια εταιρεία μπορεί να παρέχει χρηματοδότηση, ενώ μια άλλη να συνεισφέρει με τεχνογνωσία, μηχανήματα κλπ. Η κοινοπραξία θα αποφέρει έσοδα που θα μοιραστούν ανάλογα με το τι έχει προσυμφωνηθεί. Συνήθως κοινοπραξίες δημιουργούνται προς την επίτευξη ενός μεγάλου επιχειρηματικού έργου (πχ κατασκευή τεχνικών έργων), το οποίο καθένα από τα εμπλεκόμενα μέρη δε θα μπορούσε από μόνο του να φέρει εις πέρας.

Διάφορα φορολογικά θέματα ανακύπτουν στα πλαίσια μιας κοινοπραξίας. Ένα από τα πλέον πολυσυζητημένα θέματα είναι το κατά πόσο οφείλεται φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίου 1% (πλέον τέλος υπέρ της Επιτροπής Ανταγωνισμού 0.1%) ή αναλογικό τέλος χαρτοσήμου πλέον ΟΓΑ 2.4% επί των εισφορών των μελών της κοινοπραξίας στην ίδια την κοινοπραξία κλπ.

Στρατηγικές συμμαχίες

Η στρατηγική συμμαχία είναι μια πιο ευέλικτη επιλογή. Τέτοιου τύπου συμμαχίες μπορούν να δημιουργηθούν και να λυθούν πολύ εύκολα. Με μια στρατηγική συμμαχία δε δημιουργείται συνήθως μια επιχειρηματική οντότητα (αποτελούν «αφανείς» εταιρείες), όπως σε μια κοινοπραξία. Η επιπλέον ευελιξία μιας στρατηγικής συμμαχίας μπορεί να είναι μεγάλης σημασίας για μια νέα εταιρεία, διότι της επιτρέπει να δημιουργήσει γρήγορα δεσμούς, όπου χρειάζεται. Αυτοί οι δεσμοί μπορούν συχνά να αποβούν χρήσιμοι στην επίτευξη στόχων που διαφορετικά θα χρειαζόνταν σημαντική επένδυση κεφαλαίου.

Ωστόσο, παρά το ότι μπορούν θεωρητικά εύκολα να λυθούν, τα συναπτόμενα συμβόλαια μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών είναι τέτοια ώστε πολλές φορές να δημιουργούνται τέτοιοι δεσμοί εξάρτησης μέσω των συμφωνιών τους που να καθιστούν τις εταιρείες δέσμιες και να μην μπορούν να αποχωρήσουν από τη συμμαχία, λόγω των δυσβάσταχτων ποινικών ρητρών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Έρευνα της PriceWaterhouseCoopers (PWC) για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις των ελληνικών επιχειρήσεων 2006.
- Ερμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Μετατροπές εταιρειών & εκτίμηση αξίας επιχειρήσεων», Εκδόσεις Βρύκουσ, Αθήνα 2001.
- Ξενοφών «Οικονομικός», Εκδόσεις ΕΝΑΛΙΟΣ.
- Θωμαδάκης, Ξανθάκης, «Αγορές χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 1990.

ΞΕΝΗ

- Pratt Reilly, “Valuing a business”, Schweih, 1996.
- Bodie, Kane, Marcus, “Investments”, Mac Graw Hill, Irwin, 2004.
- Pablo Fernandez, “Valuing companies by Cash Flow Discounting: Ten methods and nine theories”, IESE Research papers D/451, IESE Business School.
- Patric A. Gaughan, “Mergers, Acquisitions and Corporate restructuring”, John Wiley and Sons, 1999.
- Agrawal A., J. F. Jaffe and G. N. Mandelker, “The post merger performance of acquiring firms”, Journal of finance 47, no.4 September 1992.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟ INTERNET

- www.europa.eu.int
- www.ine.otoe.gr
- www.investopedia.com/university/mergers
- www.taxheaven.gr

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κίνητρο προκειμένου μια εταιρεία να αποτολμήσει το εγχείρημα μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς αποτελεί πολλές φορές ένα επιχειρηματικό όραμα. Για να είναι ρεαλιστική μια τέτοια μεταβολή της θέσης της εταιρείας, το όραμα αυτό θα πρέπει να περιλαμβάνει μια στρατηγική, η οποία ενδέχεται να επιφέρει μία σημαντική αλλαγή στην εγχώρια και ενδεχομένως παγκόσμια αγορά. Η διαμόρφωση επιχειρηματικής στρατηγικής επομένως προσπαθεί να δώσει απάντηση στο ερώτημα: «πώς μπορούμε να ανταγωνιστούμε στον κλάδο με τρόπο που να δημιουργούνται διατηρήσιμα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και επομένως πάνω από το μέσο του κλάδου».

Κατωτέρω παρουσιάζονται οι κυριότερες θεωρίες και στρατηγικές σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία.

2.1 Οικονομικές θεωρίες

Η νεοκλασική θεωρία της μεγιστοποίησης του κέρδους

Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, σε μία πλήρως ανταγωνιστική αγορά οι διοικούντες των εταιρειών έχουν πρωταρχικό στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (Manne 1965). Επομένως δύο εταιρείες θα συμμετάσχουν σε μια εξαγορά ή συγχώνευση αν προσδοκούν ότι από το μετασχηματισμό αυτό θα αυξηθεί ο πλούτος των μετόχων τους. Τις περισσότερες φορές αυξάνεται ο πλούτος των μετόχων όταν αυξάνεται η κερδοφορία της νέας εταιρείας μετά τη συγχώνευση.

Η κερδοφόρα πορεία μιας εταιρείας καθορίζεται συνήθως είτε από την αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) που οδηγεί σε μείωση του κόστους των προϊόντων είτε από την αύξηση της δύναμης στην αγορά (increase in market power).

1) Η αυξημένη αποτελεσματικότητα επιτυγχάνεται μέσω της δημιουργίας συνεργιών

Η συνέργια υφίσταται όταν το άθροισμα των μερών είναι πιο παραγωγικό από ό,τι τα μέρη χωριστά και δημιουργεί οφέλη στην ενοποιημένη επιχείρηση, ωθώντας την αξία της τελευταίας να είναι μεγαλύτερη από το επιμέρους άθροισμα των δυο εταιρειών - μερών.

Η ύπαρξη προσδοκώμενων ωφελειών μέσω της συνέργιας επιτρέπει στις εταιρείες να μπορούν να καλύπτουν τα απαραίτητα έξοδα μιας διαδικασίας συγχώνευσης ή εξαγοράς και να είναι σε θέση να αποδώσουν στους μετόχους το premium που θα αποζητήσουν για την επένδυση τους.

Αν αναπαραστήσουμε σε μια εξίσωση τα παραπάνω, τότε προκύπτει:

$$NAV = V_{AB} - (V_A + V_B) - P - E \quad (2.1)$$

όπου:

NAV: η καθαρή αξία κτήσης της Εταιρείας,

V_{AB} : η συνδυασμένη αξία των δυο εταιρειών A και B,

V_B : η μετοχική αξία αγοράς της B,

V_A η αξία που δίνει η A στον εαυτό της,

P: το premium που πληρώνεται για την B,

E: τα έξοδα της διαδικασίας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Δηλαδή, η αξία κτήσης μιας εταιρείας NAV (net acquisition value) θα πρέπει να ισούται με τη διαφορά της αξίας της νέας συνδυασμένης Εταιρείας (V_{AB}) από την αξία της καθεμιάς από τις δυο εταιρείες (V_A και V_B), μείον το premium (P) που πληρώνεται για την εξαγοράζουσα εταιρεία και μείον έξοδα (E) της διαδικασίας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η διαφορά αυτή, η αξία κτήσης της εταιρείας, θα πρέπει να είναι θετική για να έχει νόημα το επιχειρηματικό εγχείρημα της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Το μέρος [$V_{AB} - (V_A + V_B)$], αντιπροσωπεύει την επίδραση της συνέργιας και θα πρέπει να είναι

μεγαλύτερο από το άθροισμα P+E, ώστε να δικαιολογείται η πραγματοποίηση της συγχώνευσης.

Τα επίπεδα της συνέργιας διακρίνονται στο λειτουργικό, διοικητικό και χρηματοοικονομικό, ως αναλύονται κάτωθι.

Λειτουργικό επίπεδο (*operational synergies*) – Λειτουργική συνέργια

Η λειτουργική συνέργια μπορεί να επιφέρει την αύξηση των εσόδων της νέας εταιρείας, καθώς μέσω της συγχώνευσης ή της εξαγοράς δημιουργείται ένα νέο προϊόν ή υπηρεσία, που μπορεί να αποφέρει βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα αύξηση των εσόδων.

Η ισχυροποίηση του προϊόντος ή της υπηρεσίας μπορεί να αποδοθεί στο νέο συνδυασμένο τρόπο μάρκετινγκ αυτών. Ένας λόγος είναι η χρήση της επωνυμίας της μιας εταιρείας για την προώθηση ενός νέου προϊόντος της εταιρείας στόχου. Επίσης η αύξηση των εσόδων μπορεί ενδεχομένως να αποδοθεί στη χρήση του ισχυρού δικτύου διανομής που διαθέτει η εταιρεία στόχος, το οποίο η πλειοδότερα εταιρεία δεν έχει τη δυνατότητα να αναπτύξει εγκαίρως, ώστε να προωθήσει διαμέσου αυτού το προϊόν της, προλαβαίνοντας τις κινήσεις των ανταγωνιστών της. Αυτού του τύπου η συνέργια όμως είναι δύσκολο να προβλεφθεί και ιδιαίτερα να ποσοτικοποιηθεί μέσα σε ένα μοντέλο αποτίμησης.

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, οι περισσότεροι αναλυτές θεωρούν ως βασικό κίνητρο για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς τη μείωση των λειτουργικών εξόδων που θα προέλθει από τη συνένωση δυο ή περισσότερων εταιρειών. Το γεγονός αυτό οφείλεται κυρίως στη δημιουργία οικονομιών κλίμακας, οι οποίες έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους, καθώς τα πάγια κόστη κατανέμονται σε υψηλότερα επίπεδα παραγόμενης ποσότητας.

Ωστόσο, η μείωση του κόστους δεν αποτελεί το μοναδικό ευεργετικό πλεονέκτημα μιας λειτουργικής συνεργίας. Άλλες πηγές κέρδους, μέσα από τη λειτουργική συνέργια, είναι η δημιουργία ικανού εργατικού και διοικητικού δυναμικού, καθώς και η αποτελεσματική αξιοποίηση του εξοπλισμού. Οι δυο αυτές απόρροιες της λειτουργικής συνέργιας έχουν άμεση σχέση με την αύξηση της παραγωγικότητας.

Μια άλλη όψη της λειτουργικής συνέργιας, είναι οι οικονομίες πεδίου δράσης, μέσω των οποίων μια εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιήσει ένα σύνολο εισαγόμενων πληροφοριών είτε για να δημιουργήσει νέες αγορές και να παράγει νέα προϊόντα είτε για να εξυπηρετήσει πλήθος εξαγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται ορισμένες απόρροιες που εμφανίζονται κατά την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Συνέργια και premium εξαγοράς (control premium)

Συνήθως υπάρχει διαφορά μεταξύ της τιμής μιας μετοχής, όπως αυτή διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο, και της τιμής του 50% +1 των μετοχών μιας εταιρείας, οι οποίες θα προσφέρουν τον αποτελεσματικό έλεγχο της εταιρείας στον ιδιοκτήτη τους. Συγκεκριμένα, όταν μια αγοράστρια εταιρεία προτίθεται να αγοράσει τόσες μετοχές ώστε να ελέγχει μια άλλη εταιρεία, αυτόχρονα αγοράζει δυο προϊόντα, την επένδυση που του αποφέρει η αγορά αυτών των μετοχών και συγχρόνως το δικαίωμα να ελέγχει τη στρατηγική της εταιρείας. Ένας τέτοιος έλεγχος επιτρέπει στον αγοραστή να διαχειριστεί το ενεργητικό της εταιρείας στόχου κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να μεγιστοποιείται η αξία των μετοχών του. Το δεύτερο αυτό χαρακτηριστικό καθορίζει την επιπλέον αμοιβή για τον έλεγχο (control premium) της εταιρείας.

Η εν λόγω αμοιβή επηρεάζεται από παράγοντες της προσφοράς και της ζήτησης. Δεδομένου ότι η εταιρεία δεν θα εφαρμόσει κάποιου είδους αμυντική τακτική προκειμένου να αντισταθεί μια μη ευπρόσδεκτη προσφορά, μεταβάλλοντας την ποσότητα των μετοχών της, η ποσότητα των μετοχών της εταιρείας στόχου είναι σταθερή σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Όταν ένας πλειοδότης αγοράζει ένα μεγάλο μέρος μετοχών, τότε η τιμή ενδεχομένως να αυξηθεί.

Οι πλειοδότες συχνά θεωρούν την αναμενόμενη συνέργια, ως έναν επαρκή λόγο για να καταβάλουν το επιπλέον ποσό (control premium) κατά τη συγχώνευση ή την εξαγορά μιας εταιρείας. Λόγω του ότι όμως στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι τα αναμενόμενα αποτελέσματα από τη συνέργια δεν είναι πάντα εφικτά και εκ των προτέρων μετρήσιμα, η αγορά αρκετές φορές αμφισβητεί το κατά πόσο είναι σκόπιμη η πληρωμή του premium, ιδιαίτερα όταν αυτό είναι υψηλό. Είναι σαφές επομένως ότι για να έχει νόημα η πληρωμή της εν λόγω ανταμοιβής, τα αποτελέσματα συνέργιας θα πρέπει να

οδηγήσουν σε βελτιωμένες αποδόσεις των συναλλασσόμενων εταιρειών, μέσα στα προσεχή έτη από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς.

Αν αναπαραστήσουμε σε μια εξίσωση τα παραπάνω, τότε προκύπτει:

$$P = SG_1/(1 \pm r) + SG_2/(1 \pm r)^2 + \dots + SG_n/(1 \pm r)^n \quad (2.2)$$

όπου:

n : το πλήθος των χρονικών περιόδων όπου πραγματοποιείται η συνέργια και

SG_i : η αναμενόμενη συνέργια προεξοφλημένη στο χρόνο απόδοσης του premium P με συντελεστή r .

Συγκεκριμένα, θα πρέπει το καταβληθέν ποσό της ανταμοιβής (P), να είναι μικρότερο από την καθαρή παρούσα αξία των αναμενόμενων ωφελειών, $SG_n/(1 \pm r)$, από τη συνέργια. Δηλαδή η ανταμοιβή P θα πρέπει να ισούται με το άθροισμα των αξιών των αναμενόμενων ωφελειών, προεξοφλημένων στο χρόνο απόδοσης του premium με ένα συντελεστή r .

Το ζήτημα που αναφύεται σχετίζεται με το ότι το καταβληθέν τίμημα προκαταβάλλεται σε αντίθεση με τις ωφέλειες των επικείμενων συνεργιών, που υλοποιούνται σε βάθος χρόνου. Όσο βαθύτερα μέσα στο χρόνο υλοποιηθούν αυτές οι ωφέλειες τόσο μικρότερη θα είναι και η παρούσα αξία τους. Επίσης, όσο μεγαλύτερο είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται για να μετατρέψει σε παρούσα αξία τις εν λόγω ωφέλειες, τόσο δυσκολότερα δικαιολογείται ένα μεγάλο καταβληθέν τίμημα για τις απορρέουσες συνέργιες. Τέλος, όσο μεγαλύτερο είναι το καταβληθέν τίμημα, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η ασκούμενη πίεση στην οποία θα υπόκειται η νέα προκύπτουσα εταιρεία, ώστε να επιτύχει υψηλές αποδόσεις.

Επιχειρηματικός σχεδιασμός της συνέργιας

Προκειμένου να επιτευχθούν οι αναμενόμενες ωφέλειες συνέργιας θα πρέπει να έχει προηγηθεί ένας σωστός επιχειρηματικός σχεδιασμός. Αρκετές φορές, οι πιέσεις που ασκούνται για την επιτάχυνση των διαδικασιών συγχώνευσης επιφέρουν τον ελλιπή επιχειρηματικό σχεδιασμό και ακολούθως πρόχειρες λύσεις και αρνητικά ή μέτρια αποτελέσματα, γεγονός το οποίο συμβαίνει όταν κατά τη διάρκεια της συγχώνευσης η

εταιρεία στόχος εφαρμόζει αμυντική στρατηγική ή όταν υπάρχουν περισσότερες από μια προτάσεις από πλειοδότεριες εταιρείες.

Η συγχώνευση ή η εξαγορά επιφέρει όχι μόνο τη συνένωση των επιχειρηματικών οντοτήτων, αλλά και συνένωση της διαφορετικής εταιρικής κουλτούρας. Ο συνδυασμός της διαφορετικής κουλτούρας μεταξύ των δυο εταιρειών θα πρέπει κανονικά να έχει εντοπισθεί, καθώς η ανομοιομορφία σε ένα τέτοιο επίπεδο πολύ δύσκολα εκφράζεται ή ποσοτικοποιείται μέσα σε ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο και μελλοντικά ενδέχεται να καθορίσει σημαντικά την πορεία της νέας εταιρείας.

Χρηματοοικονομικό επίπεδο (*financial synergies*)

Τέτοιου είδους συνέργιες δημιουργούνται όταν η μια από τις δύο εταιρείες που εμπλέκονται στο μετασχηματισμό έχει πλεονάζοντα κεφάλαια και πολύ θετικές ταμειακές ροές (*white giant*), αλλά δεν έχει αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες, ενώ την ίδια στιγμή κάποια άλλη εταιρεία δεν έχει πηγές χρηματοδότησης, αλλά έχει δυνατότητες για περαιτέρω ανάπτυξη και επένδυση (*bobby dazzler* ή *crown prince*). Έτσι δημιουργείται μία σχέση αλληλεξάρτησης και αλληλοσυμπλήρωσης των δύο εταιρειών που οδηγεί σε χαμηλότερο κόστος δανειοδότησης από αυτό που θα χρειαζόταν αν δανειζόταν η μία εταιρεία από την ελεύθερη αγορά, ενώ ταυτόχρονα δίνεται η δυνατότητα στην άλλη εταιρεία να προβεί σε νέες επενδύσεις. Βέβαια μια τέτοια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης εγκυμονεί μεταξύ άλλων και διάφορους φορολογικούς κινδύνους, για τους οποίους σχετική αναφορά γίνεται στο τελευταίο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας (όπως κίνδυνος για μη αναγνώριση για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος μέρους των χρεωστικών τόκων κλπ).

Εκτός από τις δυνατότητες για χαμηλό κόστος δανειοδότησης, λόγω μεγέθους, μία συγχώνευση αυξάνει και την δανειοληπτική ικανότητα της νέας επιχείρησης και αυτό γιατί ενώνονται τα κεφάλαια των συγχωνευμένων εταιρειών και έτσι οι πιστωτές νιώθουν περισσότερο εξασφαλισμένοι, αφού σε περίπτωση χρεοκοπίας έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να εξοφληθούν από ό,τι πριν την συγχώνευση. Αυτή η πιθανότητα μάλιστα είναι πιο μεγάλη όταν οι συγχωνευόμενες εταιρείες έχουν επενδύσει τα κεφαλαία τους σε διαφορετικούς τομείς οικονομικής δραστηριότητας με αποτέλεσμα να επιτυγχάνουν μεγαλύτερη διασπορά και επομένως χαμηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας. Συνήθως αυτή η μορφή συνέργιας είναι πιο έντονη σε συγχωνεύσεις εταιρειών που ανήκουν σε διαφορετικούς παραγωγικούς κλάδους. Επιπροσθέτως,

πρέπει να αναφερθεί ότι μια μεγαλύτερη σε μέγεθος εταιρεία έχει καλύτερη πρόσβαση σε χρηματοοικονομικές αγορές, καθώς θεωρείται λιγότερο επικίνδυνη, με αποτέλεσμα να έχει μικρότερο κόστος δανεισμού συγκριτικά με μια μικρότερη σε μέγεθος εταιρεία.

Διοικητικό επίπεδο (*managerial synergies*)

Μία συγχώνευση πολλές φορές μπορεί να οδηγήσει στην αντικατάσταση της παρούσας διοίκησης της εταιρείας στόχου από τη διοίκηση της εταιρείας που κάνει την προσφορά για εξαγορά. Έτσι κάποιες ελλείψεις της εταιρείας στόχου σε άρτια επιστημονικά καταρτισμένα υψηλόβαθμα στελέχη μπορούν να αναπληρωθούν μέσω μίας εξαγοράς.

Ωστόσο πολλοί ερευνητές (Bradley, Desai, Kim, 1983) έχουν υποστηρίξει ότι μια προσφορά για εξαγορά ίσως κάνει τη διοίκηση της εταιρείας στόχου να αντικαταστήσει η ίδια κάποια στελέχη ή μέλη της διοίκησης με άλλα καλύτερα, ώστε να μην απολέσει την κυριαρχία της στην εταιρεία. Δηλαδή η πληροφορία ότι η εταιρεία πρόκειται να εξαγοραστεί λόγω αναποτελεσματικής διοίκησης παρακινεί τους διοικούντες να προβούν σε άλλες πιο αποτελεσματικές πολιτικές.

2) Αύξηση της δύναμης της νέας Εταιρείας στην αγορά (*increase in market power*) – Στρατηγική της μεγέθυνσης

Η οικονομική αναγκαιότητα και σκοπιμότητα των συγχωνεύσεων έγκειται στη δημιουργία μεγάλων οικονομικών μονάδων, κατά την εύστοχη, ως προς αυτό, διατύπωση του ν.δ. 1297/72. Η δημιουργία όλο και μεγαλύτερων οικονομικών μονάδων αποτελεί σταθερό οικονομικό φαινόμενο της παγκόσμιας οικονομίας από τη βιομηχανική επανάσταση και μετά. Δηλαδή, ένα από τα πιο θεμελιώδη κίνητρα για την υλοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η στρατηγική μεγέθυνση.

Η σύγχρονη παραγωγή στηρίζεται σήμερα περισσότερο από ό,τι παλαιότερα στην τεχνολογία, τον καταμερισμό και την εξειδίκευση της εργασίας. Αυτό σημαίνει ότι η εισαγωγή ενός νέου προϊόντος στην αγορά έχει σήμερα πολύ μεγαλύτερο κόστος από ό,τι παλαιότερα, λόγω των αναγκαίων και συνήθως δαπανηρών επενδύσεων σε τεχνολογία, προγραμματισμό, οργάνωση και στελέχωση της επιχείρησης με

εξειδικευμένο εργατοτεχνικό προσωπικό. Για τους ίδιους λόγους και η προετοιμασία της εισαγωγής ενός νέου προϊόντος στην αγορά απαιτεί σήμερα πολύ μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό,τι παλαιότερα, στη διάρκεια του οποίου τα επενδύμενα σε τεχνολογία και εξειδίκευση κεφάλαια της επιχείρησης δεν αποδίδουν καρπούς. Ως εκ τούτου, η εισαγωγή νέων προϊόντων θα απόβαινε αντιοικονομική, αν δεν υπήρχαν τα μέσα που επιτρέπουν στην επιχείρηση να επηρεάζει τις ανάγκες και προτεραιότητες των καταναλωτών, δηλαδή να δημιουργεί ζήτηση που στο μέτρο του εφικτού προεξοφλεί τη θετική υποδοχή των νέων προϊόντων από την αγορά.

Ο επηρεασμός της ζήτησης απαιτεί πρόσθετο κόστος π.χ. για διαφήμιση, έρευνα αγοράς κ.λπ. Το αυξημένο αυτό κόστος που συνεπάγεται η παραγωγή νέων προϊόντων (για τεχνολογία, εξειδίκευση, διαφήμιση κ.λπ.) μπορούν να επωμιστούν μόνο επιχειρήσεις με υψηλή συγκέντρωση κεφαλαίου. Με δεδομένο τον υφιστάμενο διεθνή ανταγωνισμό μεταξύ των μεγάλων επιχειρήσεων καθίστανται προφανείς και οι αιτίες της διαρκώς αυξανόμενης τάσης συγκέντρωσης όλων των τομέων της οικονομίας σε λίγες και πολύ μεγάλες οικονομικές μονάδες. Ένα από τα νομικά μέσα προς αυτήν την πορεία είναι και οι συγχωνεύσεις των επιχειρήσεων⁴.

Επομένως, βασική συναλλακτική σκοπιμότητα που εξυπηρετεί η συγχώνευση είναι η συγκέντρωση και η συνακόλουθη ενίσχυση της θέσης της επιχείρησης στην αγορά. Ο βασικός αυτός στόχος συνήθως εξειδικεύεται σε επιμέρους σκοπιμότητες, όπως π.χ. η μείωση του λειτουργικού κόστους. Χαρακτηριστική περίπτωση συγχώνευσης με κύριο στόχο τη μείωση του λειτουργικού κόστους ήταν η συγχώνευση των αμερικανικών τραπεζών Chemical Bank και Manufacturers Hannover και η περαιτέρω συγχώνευση με την Chase Manhattan αργότερα.

Σε άλλες περιπτώσεις η ειδικότερη σκοπιμότητα της συγχώνευσης είναι η αύξηση των πωλήσεων, όταν η νέα εταιρεία που προκύπτει έχει τη δυνατότητα να διεισδύσει σε νέες αγορές και να κάνει πωλήσεις που οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις δεν θα μπορούσαν να κάνουν λειτουργώντας ανεξάρτητα. Ως χαρακτηριστικές περιπτώσεις αυτής της κατηγορίας αναφέρονται η εξαγορά της αμερικανικής εταιρείας Teleport από την AT&T, καθώς και η συγχώνευση της αμερικανικής εταιρείας Duracell με τη Gillette, μετά την οποία ενισχύθηκαν οι πωλήσεις των ομώνυμων αμερικανικών μπαταριών στην Ευρώπη, όπου η Duracell δεν διέθετε αξιόλογο δίκτυο διανομής, σε αντίθεση με τη Gillette.

⁴ βλ. αναλυτικότερα J. K. Galbraith, «Το νέο βιομηχανικό κράτος», 1967, ελλ. μετάφραση 1969, κεφ. 18.

Ενίοτε η συγχώνευση αποσκοπεί στην ενίσχυση της θέσης των επιχειρήσεων, με απώτερο στόχο να είναι σε θέση να απορροφήσουν περισσότερες μικρότερες ή και μεγαλύτερες επιχειρήσεις σε μια αγορά με σαφείς τάσεις συγκέντρωσης. Για παράδειγμα, η συγχώνευση των αμερικανικών εταιρειών αμυντικής βιομηχανίας Lockheed και Martin το 1995 τους επέτρεψε να εξαγοράσουν το 1996 τον κλάδο αμυντικής βιομηχανίας της Loral και το 1997 να συγχωνευτούν με τη Northrop, ενώ καθ' όλο αυτό το χρονικό διάστημα ήταν σαφές ότι υπήρχε ανάγκη συγκέντρωσης της αμερικανικής αμυντικής βιομηχανίας για να ανταποκριθεί στο διεθνή ανταγωνισμό.

Προς επίτευξη των ανωτέρω, μια εταιρεία μπορεί να αναπτυχθεί είτε εσωτερικά, δηλαδή μέσα στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται, είτε εξωτερικά, δηλαδή εκτός αυτού. Η επέκταση των δραστηριοτήτων μιας εταιρείας εκτός του κλάδου της ισοδυναμεί με την πραγματοποίηση διαφοροποίησης ως προς το προϊόν ή την υπηρεσία που προσφέρει. Η εσωτερική ανάπτυξη ελλοχεύει πολλούς κινδύνους, ενώ η εξωτερική είναι πολύ ταχύτερη συγκριτικά, χωρίς βέβαια αυτό να σημαίνει ότι η επιτυχία της είναι εγγυημένη. Οι εταιρείες μέσα από μια συγχώνευση ή μια εξαγορά είναι δυνατόν να αναπτυχθούν είτε εσωτερικά είτε εξωτερικά.

Εάν μια εταιρεία επιθυμεί να αναπτυχθεί μέσα στον κλάδο της, τότε έχει δυο επιλογές να εφαρμόσει, την εσωτερική και την εξωτερική ανάπτυξη. Εσωτερική ανάπτυξη πραγματοποιείται όταν παρουσιαστεί μια περιορισμένης χρονικής ισχύος ευκαιρία για μια νέα επιχειρηματική δραστηριότητα, όπου ο χρόνος που προαπαιτεί η εσωτερική ανάπτυξη είναι απαγορευτικός για την πραγματοποίηση εισόδου. Τα γεγονότα αυτά οφείλονται στο ότι, καθώς μια εταιρεία βρίσκεται στη φάση της εσωτερικής ανάπτυξης με αργούς ρυθμούς, οι ανταγωνιστές είναι πιθανόν να αντιδράσουν άμεσα και να αναλάβουν εξολοκλήρου το μερίδιο αγοράς. Προς αποφυγή του κινδύνου να απολέσει η εταιρεία την επενδυτική της ευκαιρία, προτείνεται η εταιρεία να αποκτήσει μια άλλη εταιρεία που έχει έτοιμους τους απαραίτητους πόρους και τη διοίκηση για τη συγκεκριμένη δραστηριότητα.

Ως προς την ανάπτυξη στην αγορά, διακρίνονται οι οριζόντιες και οι κάθετες συγχωνεύσεις. Κάτωθι αναλύονται οι συγκεκριμένες στρατηγικές.

Οριζόντια ολοκλήρωση (horizontal integration)

Οριζόντια ολοκλήρωση είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για να περιγράψει την εξαγορά ή τη συγχώνευση επιχειρήσεων που βρίσκονται στο ίδιο στάδιο της αλυσίδας αξίας. Τέτοιες επιχειρήσεις μπορεί να είναι άμεσα ανταγωνιστικές ή να εστιάζονται σε διαφορετικά τμήματα της αγοράς. Η στρατηγική αυτή ενδείκνυται στις περιπτώσεις εκείνες που η συνολική δυναμικότητα των διαφόρων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο είναι κατά πολύ μεγαλύτερη από το μέγεθος της αγοράς.

Με τη στρατηγική αυτή επιτυγχάνεται η ανάπτυξη της επιχείρησης μέσω της εξαγοράς μιας άλλης με το ίδιο ακριβώς αντικείμενο εργασιών. Αυτού του είδους η εξωτερική ανάπτυξη επιτρέπει στις απορροφούμενες εταιρείες αφενός να χρησιμοποιήσουν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της απορροφούμενης εταιρείας και αφετέρου να μειώνουν τον αριθμό των ανταγωνιστών. Επίσης, οριζόντια ανάπτυξη μπορεί να επιτευχθεί και μέσω της διεύθυνσης της επιχείρησης σε άλλες γεωγραφικές περιοχές ή μέσω της προσέλκυσης νέων τμημάτων της αγοράς (στρατηγική ανάπτυξης της αγοράς) ή και μέσω της αύξησης του εύρους των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών (στρατηγική ανάπτυξης του προϊόντος).

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η δομή της αγοράς μπορεί να κυμαίνεται μεταξύ δυο άκρων. Το ένα αντιπροσωπεύει τον καθαρό ανταγωνισμό και το άλλο το μονοπώλιο. Το κοινωνικό κόστος, που δημιουργείται από την αυξημένη συγκέντρωση με μονοπωλιακές τάσεις, εξαρτάται από το καθεστώς το οποίο θα υπάρχει στη μετά τη συγχώνευση περίοδο. Εάν η δομή του κλάδου πλησιάζει τη μονοπωλιακή μορφή τότε το κοινωνικό κόστος θα είναι μεγάλο, διότι στις μονοπωλιακές συνθήκες η εταιρεία μεγιστοποιεί τα κέρδη της. Υπό αυτές τις συνθήκες, ο καταναλωτής καλείται να πληρώσει μεγαλύτερο τίμημα για τα αγαθά, τα οποία θα έχουν μικρότερη διαθεσιμότητα από ό,τι σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον. Βέβαια είναι κάπως αυθαίρετη η υπόθεση ότι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις ωθούν τη δομή της αγοράς προς ένα μονοπωλιακό χαρακτήρα, διότι είναι πιθανόν το αποτέλεσμα της δημιουργίας λιγότερων αλλά και ισχυρότερων ανταγωνιστικών εταιρειών να διατηρεί ή ακόμα και να προάγει τον ανταγωνισμό, με αποτέλεσμα να μη χρειαστεί να πληρώσει επιπλέον κόστος ο καταναλωτής, να μην υπάρχει δηλαδή ουσιαστικά κοινωνικό κόστος.

Κάθετη ολοκλήρωση (vertical integration)

Ως καθετοποίηση ορίζεται στη διεθνή βιβλιογραφία η απόφαση μιας εταιρείας να εισέλθει σε διάφορα στάδια της παραγωγικής διαδικασίας. Έτσι, υπάρχει η τάση μια εταιρεία είτε να προσπαθεί να καθετοποιηθεί «προς τα πίσω» (όταν προσθέτει ένα παραγωγικό στάδιο πριν από το στάδιο που δραστηριοποιείται, πχ μέσω της εξαγοράς διαφόρων προμηθευτών πρώτων υλών) είτε «προς τα εμπρός» (όταν προσθέτει ένα παραγωγικό στάδιο μετά από το στάδιο που δραστηριοποιείται, πχ μέσω της εξαγοράς μιας εταιρείας η οποία δραστηριοποιείται στην προώθηση των προϊόντων που παράγει η εξαγοράζουσα εταιρεία). Με άλλα λόγια, η ολοκλήρωση προς τα πίσω σημαίνει κίνηση προς τον προμηθευτή, ενώ η ολοκλήρωση προς τα εμπρός σημαίνει κίνηση προς εταιρείες με δυνατό marketing και ικανότητα λιανικής πώλησης.

Μια επιχείρηση επιτυγχάνει πλήρη καθετοποίηση όταν παράγει όλες τις εισροές που χρειάζεται για την παραγωγική διαδικασία ή όταν διαθέτει όλες τις εκροές της μέσω ιδιόκτητων λειτουργιών. Μερική καθετοποίηση πραγματοποιείται όταν μια εταιρεία παράγει μέρος των εισροών της και τις υπόλοιπες τις προμηθεύεται από την αγορά ή όταν διαθέτει τις εκροές της τόσο μέσω δικών της καναλιών διανομής όσο και μέσω ανεξάρτητων διανομέων. Τέλος, ονομάζεται καθετοποίηση πραγματοποιείται όταν μια επιχείρηση αγοράζει τις περισσότερες εισροές της από την αγορά ή πουλά τα προϊόντα της σε τρίτους, οι οποίοι όμως βρίσκονται κάτω από το μερικό έλεγχο της επιχείρησης.

Μια εταιρεία μπορεί να πραγματοποιήσει κάθετη ολοκλήρωση για διάφορους λόγους. Ένας από αυτούς είναι ότι η απορροφούσα εταιρεία αποκτά πρόσβαση σε σημαντικούς για την ίδια πόρους και εξασφαλίζει την σταθερότητα της ροής των προμηθειών της. Η σταθερότητα δεν ορίζεται μόνο υπό τον όρο της διαθεσιμότητας, αλλά και υπό τον όρο της διατήρησης ποιότητας και της έγκαιρης παράδοσης των προμηθειών, ώστε να επέρχεται ικανοποίηση της ζήτησης με ελάχιστα αποθέματα ασφαλείας και μείωση κόστους διατήρησης του αποθέματος.

Ένα άλλο πλεονέκτημα είναι η συγκράτηση κερδών καθώς επίσης και η μείωση του κόστους των συναλλαγών. Με την εγκαθίδρυση δηλαδή μίας σταθερής στο χρόνο διαδικασίας εφοδιασμού, η εξαγοράστρια εταιρεία αποφεύγει πιθανές διακοπές που συμβαίνουν όταν διακόπτονται οι συμφωνίες με ανεξάρτητους προμηθευτές.

Υπάρχει η πεποίθηση ότι όταν μια εταιρεία ολοκληρώνεται προς τα πίσω, αποκτά ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Η λογική βασίζεται στο ότι η εταιρεία αυτή δε θα χρειάζεται να πληρώνει πλέον το κέρδος του προμηθευτή. Η κατάλληλη εσωτερική τιμή μεταφοράς των προμηθειών (transfer pricing) όμως πρέπει να είναι τέτοια, ώστε να είναι χαμηλότερη από την επικρατούσα τιμή στην αγορά. Μόνον έτσι η εταιρεία εξαγοραστής θα συντηρήσει και θα ενισχύσει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα.

Επίσης μέσω της καθετοποίησης μειώνεται η εξάρτηση από τους εξωτερικούς προμηθευτές και αγοραστής. Στην ίδια βάση, η ανάγκη πολλών επιχειρήσεων να έχουν εξειδικευμένη πρώτη ύλη, δηλαδή κάποια ειδικά σχεδιασμένα υλικά ή μηχανολογικό εξοπλισμό, εξυπηρετείται καλύτερα όταν η ίδια η επιχείρηση παράγει στους κόλπους της τις πρώτες ύλες που χρειάζεται. Όταν η εξαγοράστρια εταιρεία χρησιμοποιεί μη ευρείας κατανάλωσης πρώτη ύλη, τότε δεν έχει πληθώρα επιλογών, όσον αφορά τους προμηθευτές της και εξαρτάται από εκείνους με τους οποίους συνεργάζεται. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι η παραγωγή μιας εξειδικευμένης πρώτης ύλης μπορεί να ισοδυναμεί με αυξημένο κόστος για τους προμηθευτές, λόγω της ανάγκης ενδεχομένως επένδυσης σε νέο εξοπλισμό. Ο μόνος τρόπος για να επωμισθεί ο εκάστοτε προμηθευτής το επιπλέον αυτό κόστος, θα είναι η πολύ καλή αποζημίωσή του από την εταιρεία πελάτη ή ακόμα και η δημιουργία ενός μακροχρόνιου συμβολαίου μεταξύ των δυο που να προστατεύει τον προμηθευτή. Μέσω μιας κάθετης ολοκλήρωσης επομένως και όταν επικρατούν οι προαναφερθείσες συνθήκες, η εταιρεία πελάτη θα μπορεί να έχει αμεσότερη πρόσβαση στις πρώτες ύλες αλλά και να επιβάλλει συγχρόνως τα δικά της πρότυπα στην κατασκευή τους.

Τέλος μια κάθετη ολοκλήρωση μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για να ενισχύσει την ανταγωνιστική θέση του προμηθευτή. Μια στρατηγική ενδεχομένως από την εταιρεία προμηθευτή, η οποία θέλει να διεκδικήσει ως πελάτη μια εταιρεία Α, είναι να εξαγοράσει μια άλλη εταιρεία πελάτη Β, η οποία προσφέρει στην αγορά ένα υποκατάστατο του προϊόντος της εταιρείας Α. Με αυτόν τον τρόπο, η εταιρεία προμηθευτής δημιουργεί μια τάση στην τελική αγορά, στους καταναλωτές. Η εταιρεία προμηθευτής, επομένως, εξαγοράζοντας μια εταιρεία πελάτη της και εισάγοντας στην αγορά ένα προϊόν κατασκευασμένο από τα υλικά που εκείνη παράγει, εκπαιδεύει κατά κάποιον τρόπο τους τελικούς καταναλωτές. Εκείνοι με τη σειρά τους, δείχνοντας προτίμηση στο συγκεκριμένο προϊόν, με τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά θα δημιουργήσουν αντίστροφα μια ζήτηση προς τα πίσω, έτσι ώστε τελικά όλες οι εταιρείες πελάτες να προτιμήσουν για προμηθευτή τους, την εταιρεία προμηθευτή που

ξεκίνησε την διαδικασία. Κερδισμένη εν τέλει θα βγει η εταιρεία προμηθευτής, η οποία εισήλθε πρώτη στο χώρο μέσω της κάθετης προς τα εμπρός ολοκλήρωσης.

Ωστόσο, ως μειονεκτήματα της στρατηγικής της καθετοποίησης μπορούν να αναφερθούν τα εξής:

- Μερική αδυναμία κεντρικού ελέγχου και συντονισμού των επιμέρους δραστηριοτήτων, καθώς η εξαγοράζουσα εταιρεία αναπτύσσεται ιδιαίτερα σε μέγεθος, γίνεται περισσότερο γραφειοκρατική και δυσκίνητη.
- Σχετική αδυναμία ελέγχου των κινδύνων του πολυτάραχου εξωτερικού περιβάλλοντος και δυσχέρεια στον εντοπισμό και στην αξιοποίηση ευκαιριών για επένδυση και ανάπτυξη, λόγω του δυσκίνητου όγκου της νέας επιχείρησης.
- Δημιουργία υψηλών φραγμών εξόδου από έναν κλάδο, λόγω του υψηλού κόστους εξόδου και των περιουσιακών στοιχείων, τα οποία είναι δύσκολο να πωληθούν.

Ασυμμετρία πληροφόρησης (Information asymmetry)

Η εν λόγω θεωρία εξετάζει το είδος της πληροφορίας που αποκαλύπτεται στους επενδυτές όταν μία εταιρεία κάνει πρόταση για συγχώνευση σε μία άλλη. Κατά μία άποψη, μία πρόταση για εξαγορά δίνει την πληροφορία στους επενδυτές ότι η μετοχή της εταιρείας στόχου είναι υποτιμημένη και η προσφορά κάνει την αγορά να επανεκτιμήσει την τιμή της μετοχής. Η νέα τιμή είτε θα είναι μόνιμη είτε θα επανέλθει στα αρχικά της επίπεδα ανάλογα με το αν θα πραγματοποιηθεί η συγχώνευση (Bradley, Desai, Kim, 1983). Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την υπόθεση της πληροφόρησης, σε μία αποτελεσματική αγορά όταν ανακοινώνεται η πληροφορία ότι μια εταιρεία δέχτηκε μια πρόταση για εξαγορά, οι μετοχές της θα πραγματοποιήσουν μόνιμη υπερβάλλουσα απόδοση ακόμα και αν η προσφορά δεν είναι επιτυχημένη. Και αυτό γιατί οι μέτοχοι της εταιρείας πληροφορούνται ότι οι μετοχές τους είναι υποτιμημένες και άρα θα ανατιμηθούν στο μέλλον, αλλά ταυτόχρονα αναμένουν και μια άλλη προσφορά σε μεγαλύτερη τιμή.

Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα και με την υπόθεση της λειτουργικής συνέργιας, για να υπάρξει μόνιμη υπερβάλλουσα απόδοση των μετοχών μιας εταιρείας που έχει δεχτεί προσφορά για εξαγορά είναι αναγκαίο να γίνει πράγματι η εξαγορά ώστε να συνδυαστούν και να συνενωθούν αποτελεσματικά τα περιουσιακά στοιχεία και οι

διοικήσεις των δύο εμπλεκόμενων εταιρειών. Αν η προσφορά δεν είναι επιτυχημένη, τότε η τιμή της μετοχής της εταιρείας στόχου θα ξαναγυρίσει στα επίπεδα που είχε πριν την πρόταση για εξαγορά. Όσον αφορά στις μετοχές των εταιρειών που έκαναν την προσφορά, οι τιμές των μετοχών τους θα πραγματοποιήσουν αρνητική απόδοση όταν η προσφορά δεν επιτύχει και ταυτόχρονα εξαγοράσει την εταιρεία στόχο μία άλλη ανταγωνίστρια εταιρεία.

Τέλος όσον αφορά στην θεωρία της ασυμμετρίας της πληροφόρησης έχει αναπτυχθεί και η θεωρία του «signaling hypothesis», η οποία υποστηρίζει ότι όταν μια εταιρεία κάνει πρόταση για εξαγορά σε μια άλλη ενεργεί έτσι γιατί διαβλέπει αξία στην εταιρεία στόχο μεγαλύτερη από την τρέχουσα.

2.2 Διοικητικές θεωρίες

Η θεωρία της μεγιστοποίησης της χρησιμότητας της διοίκησης και το πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency problem)

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι διοικούντες μιας εταιρείας έχουν ως βασικό σκοπό, εκτός από το να επιτύχουν κάποιο ικανοποιητικό επίπεδο κερδών για την εταιρεία, να προσπαθούν να ικανοποιήσουν τις δικές τους προσωπικές φιλοδοξίες και συμφέροντα που δεν είναι απαραίτητο να συμβαδίζουν με την αύξηση του πλούτου των μετόχων. Συνήθως οι προσωπικές φιλοδοξίες και τα συμφέροντα των διοικούντων ικανοποιούνται όταν μειώνεται ο κίνδυνος να απολέσουν τη δουλειά τους, όταν αυξάνεται το επίπεδο των μισθών τους και όταν γενικά αυξάνεται η δύναμή τους, η μετοχική τους αξία και η προσωπική τους ικανοποίηση διοικώντας μία μεγαλύτερη εταιρεία. Δραστικό μέσο για την επίτευξη των παραπάνω είναι η αύξηση του μεγέθους της επιχείρησής τους μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων (Mueller 1969).

Επιπλέον ο Manne (1965) υποστήριξε ότι όταν μια εταιρεία εξαγοράζει μία άλλη και αποκτά και τον έλεγχο στο ΔΣ μπορεί να βοηθήσει στην επίλυση των λεγόμενων προβλημάτων αντιπροσώπευσης (agency problems). Τα διοικητικά προβλήματα προκύπτουν όταν τα στελέχη μίας επιχείρησης και ταυτόχρονα μέλη του ΔΣ κατέχουν πολύ μικρό ποσοστό μετοχών. Επομένως δεν τους ενδιαφέρει η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων μέσω της μεγιστοποίησης της τιμής της μετοχής. Αυτή η μικρή

συμμετοχή στο κεφάλαιο της εταιρείας σε συνδυασμό με την ύπαρξη ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flows) τους οδηγεί να κάνουν ενέργειες που αυξάνουν τις δικές τους ανέσεις π.χ αγορά πολυτελών αυτοκινήτων, αντί να χρησιμοποιούν τις πλεονάζουσες αυτές ταμειακές ροές για πληρωμή μερισμάτων. Επομένως μέσω μίας εξαγοράς η διοίκηση της εταιρείας που κάνει την προσφορά αποκτά μέρος του ελέγχου της διοίκησης της εταιρείας στόχου και ταυτόχρονα αποκτά και σημαντικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου. Το γεγονός αυτό μειώνει την πιθανότητα η νέα διοίκηση να δημιουργήσει τα ίδια προβλήματα.

Επίσης οι Agrawal & Knaeber (1996) πρότειναν σαν επίλυση των διοικητικών προβλημάτων την αύξηση του ποσοστού συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο από μεγάλους οργανισμούς, ώστε να υπάρχει καλύτερος έλεγχος της απόδοσης των managers.

Στην ίδια βάση, ορισμένες συγχωνεύσεις, υποκινούνται από την πεποίθηση ότι η εταιρεία πλειοδότης μπορεί να χειριστεί καλύτερα τους πόρους της εταιρείας στόχου. Υπάρχει δηλαδή η αντίληψη ότι η αξία της εταιρείας στόχου κάτω από την διοίκηση της πλειοδότης εταιρείας θα ανέλθει. Για το λόγο αυτόν η πλειοδότης εταιρεία πληρώνει ένα επιπλέον ποσό από την τρέχουσα αγοραία τιμή της εταιρείας στόχου, το premium, κατά την εξαγορά.

Όταν μια μικρή εταιρεία εξαγοράζεται ή συγχωνεύεται με μια μεγαλύτερη, τότε είναι πιθανόν η διοίκηση της μικρής και υπό ανάπτυξη εταιρείας να βελτιωθεί. Οι μικρότερες εταιρείες που συνήθως διοικούνται από επιχειρηματίες συχνά είναι δυνατόν να οφείλουν την επιτυχία τους σε ένα μοναδικό προϊόν ή υπηρεσία που προσφέρουν στην αγορά. Η αναπτυσσόμενη επομένως επιχείρηση ενδεχομένως να διαπιστώσει ότι χρειάζεται ένα μεγαλύτερο δίκτυο διανομής ή ότι πρέπει να υιοθετήσει μια νέα φιλοσοφία στο μάρκετινγκ και επομένως σε αυτό το σημείο προκύπτει η ανάγκη διαφορετικών διοικητικών ικανοτήτων. Η έλλειψη διοικητικής εμπειρίας μπορεί να αποτελεί τροχοπέδη στην ανάπτυξη μιας μικρής εταιρείας και στην ικανότητά της να εισέλθει σε ευρύτερες αγορές. Αυτοί ακριβώς οι διοικητικοί πόροι είναι τα εφόδια τα οποία μπορεί να προσφέρει μια μεγαλύτερη σε μέγεθος εταιρεία, στην εταιρεία στόχο.

Η θεωρία της διοικητικής αλαζονείας (Hubris Hypothesis) και η κατάρα του νικητή (Winner curse)

Οι θεωρίες αυτές, που αναπτύχθηκαν από τον Richard Roll (1986), υποστηρίζουν ότι ύστερα από μια εξαγορά ή συγχώνευση δεν δημιουργούνται κέρδη για την εταιρεία που κάνει την προσφορά για εξαγορά. Κύριος λόγος προς αυτήν την κατάσταση είναι το γεγονός ότι οι διοικούντες της εταιρείας υπερεκτιμούν αφενός τις δυνατότητες τους ότι θα καταφέρουν να κάνουν μια επιτυχημένη εξαγορά και αφετέρου την αξία της υπό εξαγορά επιχείρησης, υποτιμώντας έτσι τις εκτιμήσεις που υποδεικνύει η αγορά αναφορικά με ένα παρόμοιο σενάριο. Η αλαζονεία δηλαδή που εκδηλώνουν οι διευθυντές, τους ωθεί στο να πιστέψουν ότι οι προσωπικές τους εκτιμήσεις είναι πιο αξιόπιστες από εκείνες της αγοράς.

Έτσι προτίθενται να πληρώσουν μία πολύ υψηλή τιμή για να εξαγοράσουν την επιχείρηση που τους ενδιαφέρει. Βέβαια ένας βασικός παράγοντας που τους οδηγεί να πληρώσουν μία πολύ υψηλή τιμή είναι και μια πιθανή ανταγωνιστική πρόταση για εξαγορά από άλλη επιχείρηση.

Εφόσον η υπόθεση του Roll ευσταθεί, τότε μόλις η αγορά αντιληφθεί τη συναλλαγή που έλαβε χώρα, η μετοχική αξία της πλειοδότης εταιρείας θα πέσει. Ο Roll αιτιολόγησε τη συγκεκριμένη εξέλιξη στη βάση ότι η πραγματοποιηθείσα δοσοληψία δε θα έχει γίνει προς όφελος των επενδυτών της πλειοδότης εταιρείας και δεν θα αποτελεί μια αποτελεσματική κατανομή του πλούτου τους.

Εν συνεχεία, η τιμή της εταιρείας στόχου θα ανέλθει, καθώς η εξαγοράστρια εταιρεία πλήρωσε ένα premium αρκετά μεγαλύτερο από την πραγματική αξία της εταιρείας στόχου. Τα δυο αυτά γεγονότα, η πτώση δηλαδή της μετοχικής αξίας της πλειοδότης εταιρείας σε συνδυασμό με την αύξηση της τιμής της εταιρείας στόχου, θα έχουν αρνητικό αποτέλεσμα.

Πρέπει στο σημείο αυτό να σημειώσουμε ότι οι εμπειρικές έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί δεν υποστηρίζουν θερμά την υπόθεση περί αλαζονείας της διοίκησης. Σύμφωνα με τον Paul Malatesta, όλα τα γεγονότα που έχουν

πραγματοποιηθεί μέσα στην περίοδο που προηγείται της συγχώνευσης, έχουν μικρή ή και καμία τελικά επίδραση επί του συνδυασμένου πλούτου των μετόχων.

Υπόδειγμα κατανομής κερδών με βάση τις διάφορες θεωρίες

Με βάση το υπόδειγμα των Berkovitch & Narayan (1993), η κατανομή των κερδών ανάλογα με το κίνητρο που επικρατεί όπως το περιγράφουν τρεις βασικές θεωρίες έχει ως εξής:

Κίνητρο-θεωρία	Συνολικά Κέρδη	Κέρδη Bidder	Κέρδη Target
1. Αυξημένη αποτελεσματικότητα/συνέργιες	+	+	+
2. Hubris Hypothesis	0	-	+
3. Agency problem	-	-	-

Τα παραπάνω κίνητρα επηρεάζουν γενικά όλους τους τύπους συγχωνεύσεων. Κατά καιρούς έχει γίνει προσπάθεια να διαπιστωθεί ποια κίνητρα είναι πιο σημαντικά ανάλογα με τους διάφορους τύπους συγχωνεύσεων (οριζόντια, κάθετη, ασυσχέιστη διαποίκιση). Στην περίπτωση των οριζόντιων συγχωνεύσεων κανένα κίνητρο δεν εμφανίζεται ως σημαντικό ή ασήμαντο. Δηλαδή, όλα τα κίνητρα συγχωνεύσεων ταυτόχρονα επηρεάζουν σε μέτριο βαθμό την απόφαση για συγχώνευση. Αντίθετα, στην περίπτωση των καθέτων συγχωνεύσεων μεγάλης σημασίας θεωρείται η εκμετάλλευση των οικονομιών φάσματος και εν γένει η εκμετάλλευση των προτερημάτων της επιχείρησης - στόχου (συμπληρωματικοί συντελεστές παραγωγής). Τέλος, στην περίπτωση της ασυσχέιστης διαποίκησης (*conglomerate merger*) μεγάλης σημασίας θεωρούνται τα κίνητρα δυναμικής επέκτασης σε νέες αγορές, οι συνέργιες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας, τα φορολογικά κίνητρα, η αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης και γενικότερα η βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης.

2.3 Χρηματοοικονομικές θεωρίες

Εταιρικός έλεγχος της αγοράς (Corporate control of the market)

Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε αρχικά από τους Friedman (1953), Baumol (1965) και Manne (1965) και διατύπωσαν την άποψη ότι κάθε τέλεια ανταγωνιστική αγορά αναπτύσσει ένα μηχανισμό εταιρικού ελέγχου. Σύμφωνα με τους Jensen και Ruback (1983), η αγορά του εταιρικού ελέγχου, που συχνά ονομάζεται και takeover market, είναι η αγορά που από τη μία πλευρά διαφορετικές ομάδες από managers ανταγωνίζονται για το δικαίωμα να διοικούν εταιρικούς πόρους και από την άλλη οι μέτοχοι προσπαθούν να προστατέψουν τα δικά τους συμφέροντα. Επομένως η αγορά αυτή επεμβαίνει από μόνη της με τον μηχανισμό των εξαγορών και αντικαθιστά την αναποτελεσματική διοίκηση.

Θεωρία επιχειρηματικής χρηματοοικονομικής και διαφοροποίησης

Σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική θεωρία, η εξαγοράστρια εταιρεία, κατά τη διάρκεια μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, προσφέρει στους μετόχους της μια υπηρεσία την οποία θα μπορούσαν να επιτελέσουν και οι ίδιοι διαφοροποιώντας το χαρτοφυλάκιο τους κατάλληλα. Αν υποθεθεί δηλαδή ότι ο βασικός λόγος μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η διαφοροποίηση και η χρήση των συνδυασμένων ταμειακών ροών για την μείωση του κινδύνου, τότε οι μέτοχοι θα μπορούσαν ενδεχομένως να αντιπαρέλθουν τη συγκεκριμένη συγχώνευση ή εξαγορά. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι οι μέτοχοι της εξαγοράστριας εταιρείας είναι πιθανόν να έχουν επενδύσει συνειδητά στην εταιρεία αυτή, γιατί επιθυμούν να έχουν τις κυκλικές μεταβολές που αυτή έχει στον οικονομικό της κύκλο, ώστε να εξομαλύνουν τις ταμειακές ροές του δικού τους χαρτοφυλακίου. Για τους μετόχους επομένως μιας εταιρείας, η υπηρεσία που θα τους προσφέρει μια συγχώνευση ή εξαγορά που θα εξυπηρετεί τους λόγους που προαναφέρθηκαν, ενδέχεται να μην είναι επιθυμητή. Το γεγονός αυτό οφείλεται στους αντικρουόμενους στόχους που μπορεί να έχει η οικονομική συμπεριφορά του προσωπικού

χαρτοφυλακίου του επενδυτή σε σχέση με την επιδιωκόμενη συμπεριφορά του χαρτοφυλακίου της εξαγοράστριας εταιρείας μέσω της συγχώνευσης ή της εξαγοράς.

2.4 Στρατηγικές θεωρίες

Δυναμική επέκταση σε νέες αγορές (penetrate new markets)

Η δυναμική επέκταση της επιχείρησης σε νέες αγορές επιτυγχάνεται με εξαγορά ή με δημιουργία νέας γραμμής προϊόντων. Ο πρώτος τρόπος θεωρείται ταχύτερος και καλύτερος στην προώθηση μιας νέας δραστηριότητας στην αγορά. Η ισχυροποίηση της επιχείρησης μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει ως απόρροια η επιχείρηση να επωφελείται από τα πλεονεκτήματα των οικονομιών κλίμακας, καθώς και από τη χρήση κοινών καναλιών διανομής, με αποτέλεσμα την αύξηση των κερδών.

Υπέρβαση εμποδίων εισόδου (avoid entry barriers)

Οι νεοεισερχόμενοι σε έναν κλάδο τυπικά εισάγουν σε αυτόν νέα δυναμικότητα, την επιθυμία να κερδίσουν μερίδιο αγοράς, καθώς και σημαντικούς πόρους, απειλώντας τους ήδη υφιστάμενους ανταγωνιστές. Η απειλή εισόδου εξαρτάται από την ύπαρξη φραγμών εισόδου, καθώς και από την αναμενόμενη αντίδραση των ήδη υφιστάμενων ανταγωνιστών. Φραγμοί εισόδου αντιπροσωπεύουν εκείνες τις οικονομικές δυνάμεις που παρακωλύουν την είσοδο στον κλάδο άλλων επιχειρήσεων. Ως εμπόδια εισόδου μπορούν να αναφερθούν ενδεικτικά οι απαιτήσεις σε κεφάλαια, η ύπαρξη οικονομιών κλίμακας, η διαφοροποίηση προϊόντος, η πρόσβαση σε δίκτυα διανομής, η κυβερνητική πολιτική και η αναμενόμενη αντίδραση των ήδη υφιστάμενων ανταγωνιστών. Η συγχώνευση ή εξαγορά μιας επιχείρησης που ήδη δραστηριοποιείται στην εν λόγω αγορά, παρέχει πολλά πλεονεκτήματα, όπως γνώση της αγοράς και των συνθηκών της, εγκατάσταση δικτύου διανομής και πιθανώς εξασφαλισμένη πίστη των καταναλωτών στο όνομα της συγχωνευθείσας επιχείρησης (brand loyalty). Επομένως, όσο πιο μεγάλα είναι τα εμπόδια εισόδου στην αγορά, τόσο πιο έντονη γίνεται η ανάγκη των επιχειρήσεων να καταφύγουν στη συγχώνευση.

Αποφυγή υπερβάλλοντος ανταγωνισμού (avoidance of intense competition)

Αρκετές φορές σε κάποια αγορά είτε παραγωγικών συντελεστών είτε τελικού προϊόντος είναι δυνατόν να υπάρχει υπερβάλλον ανταγωνισμός. Στόχος της επιχείρησης είναι να μειώσει την εξάρτησή της από τις αγορές αυτές μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών με επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αγορές είτε σχετικές είτε άσχετες με αυτή στην οποία απευθυνόταν έως τώρα.

Διαποίκιση ή διεύρυνση - μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων (improve research and development)

Η στρατηγική της διαποίκισης (diversification) περιλαμβάνει την είσοδο μιας επιχείρησης σε νέα πεδία, όπου προϊόντα και αγορές είναι διαφορετικά από αυτά που μέχρι τώρα η επιχείρηση δραστηριοποιείται. Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις επιχειρούν τη συγκεκριμένη στρατηγική. Πολλές επιχειρήσεις την ακολουθούν για να επιτύχουν επαύξηση της στρατηγικής ανταγωνιστικότητας ολόκληρης της επιχείρησης με αποτέλεσμα να αυξηθεί η συνολική αξία της. Άλλες την ακολουθούν προκειμένου να αδρανοποιήσουν στρατηγικά πλεονεκτήματα ανταγωνιστών τους. Τέλος είναι δυνατόν επιχειρήσεις να υλοποιούν την εν λόγω στρατηγική για να επεκτείνουν το χαρτοφυλάκιό τους και επομένως να μειώσουν τόσο τον επιχειρηματικό τους κίνδυνο μέσω της ευρύτερης διασποράς όσο και τον κίνδυνο της μη απασχόλησης των διευθυντικών τους στελεχών (αν μια επιχειρηματική μονάδα αποτύχει, τα στελέχη παραμένουν απασχολημένα σε κάποια άλλη επιχειρηματική μονάδα – business unit).

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία και πρακτική, υπάρχουν δύο μορφές διαποίκισης: συσχετισμένη διαποίκιση και ασυσχέτιστη διαποίκιση. Στη σχετισμένη διαποίκιση (related diversification) η επιχείρηση επεκτείνεται σε νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες που συνδέονται με τις ήδη υπάρχουσες σε όρους τεχνολογίας, αγορών ή προϊόντων. Ανάπτυξη μέσω της εν λόγω στρατηγικής είναι κατάλληλη όταν η επιχείρηση διαθέτει μια ισχυρή ανταγωνιστική θέση, αλλά η ελκυστικότητα του κλάδου είναι χαμηλή. Από την άλλη πλευρά, ασυσχέτιστη διαποίκιση (un related

diversification) είναι η επέκταση της επιχείρησης σε νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες, οι οποίες δεν έχουν καμιά σχέση με οποιαδήποτε υπάρχουσα δραστηριότητα της επιχείρησης. Η συγκεκριμένη στρατηγική ενδέχεται να ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο, αλλά αποβαίνει πολύ προσοδοφόρα σε περίπτωση που υιοθετηθεί η κατάλληλη οργανωτική δομή διοίκησης και προτείνεται όταν η επιχείρηση αντιληφθεί ότι ο κλάδος που δραστηριοποιείται είναι μη ελκυστικός και δε διαθέτει μια ισχυρή ανταγωνιστική ικανότητα, που θα μπορούσε να τη μεταφέρει σε συσχετισμένα προϊόντα ή υπηρεσίες άλλων κλάδων.

Η συγκεκριμένη στρατηγική παρουσιάζει διάφορες οικονομικές ωφέλειες, όπου οι συμμετέχουσες εταιρείες εκμεταλλεύονται τις συνδυασμένες ταμειακές ροές για να έχουν μια ομαλότερη ροή κερδών από ότι κάθε μια επιμέρους εταιρεία χωριστά. Δηλαδή, μια πιθανή περιοχή ωφέλειας από μια συγχώνευση μπορεί να είναι η δυνατότητα συνασφάλισης των συμμετεχόντων εταιρειών. Αυτό συμβαίνει όταν εταιρείες που δεν έχουν τέλεια συσχετισμένες ροές κερδών, συνδυαστούν και έτσι δημιουργήσουν μια νέα ενότητα, η οποία θα έχει λιγότερο ασταθείς ροές κερδών από ότι κάθε μια επιμέρους εταιρεία χωριστά.

Ένα παράδειγμα εξαγοράς εταιρείας, της οποίας οι ροές κερδών έχουν αρνητική συσχέτιση με εκείνες της εξαγοράστριας εταιρείας, θα μπορούσε να είναι μιας κυκλικής και μιας αντίστροφα κυκλικής εταιρείας. Όταν μια εταιρεία έχει κυκλική μορφή ταμειακών εισροών σημαίνει ότι τα κέρδη της επηρεάζονται πολύ από τις κυκλικές μεταβολές της οικονομίας. Η αυτοκινητοβιομηχανία και η χαλυβουργία είναι κλάδοι που συνήθως λειτουργούν κυκλικά. Ωστόσο, είναι αρκετό δύσκολο να βρεθούν εταιρείες που συμπεριφέρονται αντίστροφα κυκλικά σε σχέση με την οικονομία. Ευκολότερο είναι να εντοπιστούν εταιρείες των οποίων οι ταμειακές εισροές δεν επηρεάζονται εύκολα από τις κυκλικές μεταβολές της οικονομίας.

Τυπικά, οι εταιρείες που παράγουν διαρκή καταναλωτικά αγαθά είναι εκείνες που επηρεάζονται περισσότερο από τους κύκλους της οικονομίας και ανάμεσα σε αυτές σημαντικότερη θέση κατέχει ο κλάδος των κατασκευών, που είναι ευάλωτος στην οικονομική ύφεση. Οι συγκεκριμένοι κλάδοι όμως, απολαμβάνουν πολύ μεγαλύτερη ανάπτυξη από τους υπόλοιπους, στις περιόδους οικονομικής άνθισης. Αποτέλεσμα είναι οι εταιρείες που ακολουθούν τους κύκλους της οικονομίας να αναζητούν σε μια πιθανή συγχώνευση εταιρείες που συμπεριφέρονται μη κυκλικά, ώστε να κατορθώσουν να μειώσουν τον κίνδυνο που αυτές παρουσιάζουν σε περιόδους οικονομικής ύφεσης.

2.5 Αμυντικές τακτικές

Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν φανεί πολύ δημιουργικές στην επινοήση τακτικών προς παρεμπόδιση ή καθυστέρηση ανεπιθύμητων συγχωνεύσεων. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, υπάρχουν οι αμυντικές στρατηγικές (Strategic (pre-bid) anti-takeover defenses), που πραγματοποιούνται πριν από την υποβολή προσφοράς, και οι αμυντικές τακτικές (Tactical (post-bid) defenses), που γίνονται μετά από την υποβολή σχετικής πρότασης. Οι πρώτες διακρίνονται περαιτέρω στις εσωτερικές, οι οποίες μεταβάλλουν την ενδοεταιρική διάρθρωση και τις εν γένει λειτουργίες της επιχείρησης, και στις εξωτερικές, οι οποίες στοχεύουν αφενός στο να επηρεάσουν τους εξωτερικούς ενδιαφερόμενους θετικά ως προς την εξαγοραζόμενη εταιρεία και αφετέρου στο να παρέχουν οίωνους και δείγματα επιθετικών αγοραστών.

Παρακάτω αναφέρονται οι παρουσιάζονται οι πιο συχνά εφαρμοζόμενες αμυντικές στρατηγικές και τακτικές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Αμυντικές στρατηγικές και τακτικές πριν και μετά από την υποβολή προσφοράς για επιθετική εξαγορά		
Πηγή: Sudi Sudarsanam, "Creating Value from Mergers and Acquisitions: The challenges, an integrated and international perspective", Prentice Hall Inc.		
Δράση	Περιγραφή	Αποτέλεσμα
Αμυντικές στρατηγικές πριν από την υποβολή πρότασης για εξαγορά		
A) Στρατηγική Εσωτερική άμυνα		
Βελτίωση επιχειρηματικής αποτελεσματικότητας	Αποτελεσματικότητα κερδών και κόστους, μέσω στρατηγικών συνεργιών κλπ	Βελτίωση του δείκτη P/E και της εταιρικής αξίας
Βελτίωση επιχειρηματικής στρατηγικής	Στρατηγική αναδιάρθρωση, αλλαγή στόχων, χαρτοφυλάκιο επενδύσεων κλπ	Βελτίωση του δείκτη P/E και της εταιρικής αξίας
Αλλαγή ιδιοκτησιακού καθεστώτος, μέσω dual-class μετοχές,	Οι διοικήσεις των υπό εξαγορά επιχειρήσεων δημιουργούν αξιόγραφα που δίνουν στους κατόχους τους ειδικά δικαιώματα (π.χ. να αγοράσουν μετοχές της αγοράζουσας ή αγοραζόμενης επιχείρησης) που ασκούνται μόνο σε	Δύσκολα αποκτάται ο έλεγχος από τον πλειοδότη, δυσκολία στην ανεύρεση

απόκτηση ίδιων μετοχών, Δηλητηριώδη χάπια» - (poison pills)	περίπτωση ιδιοκτησιακής αλλαγής	διαθέσιμων μετοχών
Αλλαγή του management ή παροχή κινήτρων στη Διοίκηση	Αντικατάσταση με ικανότερα διοικητικά στελέχη. Επίσης οι διοικήσεις των υπό εξαγορά επιχειρήσεων προσφέρουν στους εαυτούς τους «Χρυσά Αλεξίπτωτα», δηλαδή υπερβολικές αποζημιώσεις σε περίπτωση αντικατάστασής τους από τον αγοραστή	Καθυστέρηση απόκτησης ελέγχου και αύξηση του κόστους της συναλλαγής
Καλλιέργεια εταιρικής κουλτούρας (organizational constituencies) και συνδικάτων	Δημιουργία κοινά αποδεκτής εταιρικής κουλτούρας μέσω εκπαίδευσης, ανακοινώσεων κλπ. Επίσης συμμαχίες Διοίκησης με εργαζόμενους	Χρήσιμες συμμαχίες εναντίον του πλειοδότη, όπως από εργαζόμενους, χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς κλπ
Β) Στρατηγική Εξωτερική άμυνα		
Πληροφόρηση των μετόχων και των επενδυτών για την εταιρεία	Επικοινωνιακή ενημέρωση όλων των stakeholders ως προς την πορεία, τις πολιτικές, τα επενδυτικά σχέδια και τις προοπτικές της εταιρείας, ώστε να επικοινωνηθεί καλύτερα το όραμα και η δράση της	Εξασφάλιση της πίστης (loyalty) και υποστήριξης από σημαντικούς μετόχους
Πληροφόρηση αναλυτών για την επιχειρηματική στρατηγική και τις επενδυτικές πολιτικές		Αύξηση του κόστους της συναλλαγής
Υιοθέτηση μιας Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και Στρατηγικής	Ανάληψη κοινωνικού έργου και προβολή στο κοινωνικό σύνολο για τη βελτίωση του profile της εταιρείας	Στρέψη του κοινωνικού συνόλου ενάντια στον πλειοδότη
Στρατηγικές αμυντικές επενδύσεις (joint ventures, mutual shareholding in fellow targets)	Σύναψη συμμαχιών, κοινοπραξιών κλπ	Κωλυσιεργία ολοκλήρωσης της επιθετικής εξαγοράς
Έλεγχος των μετοχών που έχουν	Συστηματική παρακολούθηση των κατεχόμενων από άλλες εταιρείες μετοχών, ώστε να προβλεφθεί η επιθυμία κάποιας	Προειδοποίηση για την πρόθεση εξαγοράς

αποκτηθεί από άλλες εταιρείες	εταιρείας να αποκτήσει τον έλεγχο της	επιπλέον μετοχών
Αμυντικές τακτικές μετά από την υποβολή πρότασης για εξαγορά		
Γρήγορη αντίδραση	Άμεση αντίδραση στο προσφερόμενο αντίτιμο από τον πλειοδότη και συμβουλή στους μετόχους να αρνηθούν την προσφορά	Άμεση επαγρύπνηση των μετόχων. Λειτουργεί μόνο επικουρικά με άλλες τακτικές
Πληροφόρηση των μετόχων και των επενδυτών για την πορεία, τις πολιτικές και τις προοπτικές της εταιρείας	Εξύμνηση της πορείας της εταιρείας και των προοπτικών της	Αύξηση του κόστους της συναλλαγής
Προετοιμασία οικονομικών καταστάσεων σχετικά με τα μελλοντικά αποτελέσματα της εταιρείας	Οικονομικές καταστάσεις (forecast) με βελτιωμένα αποτελέσματα	Αύξηση του κόστους της συναλλαγής. Λειτουργεί μόνο επικουρικά με άλλες τακτικές
Αλλαγή μερισματικής πολιτικής	Υπόσχεση για μεγαλύτερα μερίσματα στους μετόχους	
Επανεκτίμηση της εταιρικής περιουσίας	Υπερτίμηση της εταιρικής περιουσίας, ώστε η προσφορά να φαίνεται μη συμφέρουσα	Αύξηση του κόστους της συναλλαγής. Λειτουργεί μόνο επικουρικά με άλλες τακτικές
Υπερδανεισμός	Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις συνήθως δανείζονται αρκετά χρήματα που είναι πληρωτέα αμέσως μετά την περάτωση της εξαγοράς, αυξάνοντας δραματικά τις άμεσες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και καθιστώντας ασύμφορη την εξαγορά	Οι μέτοχοι της εταιρείας υφίστανται ζημιές, λόγω των μεγάλων χρηματοοικονομικών δαπανών
White knight defense και white squire defense	Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις προσκαλούν έναν άλλο αγοραστή («Λευκός Ιππότης - white knight») να υποβάλει προσφορά εξαγοράς. Κατά κανόνα οι διοικήσεις της αγοραζόμενης επιχείρησης και του «Λευκού Ιππότη» έχουν καλές σχέσεις, ώστε να αυξάνεται ο ανταγωνισμός και	Οι μέτοχοι των white squire και white knight συνήθως υφίστανται ζημιές

	επομένως το τίμημα της εξαγοράς να γίνεται ιδιαίτερα υψηλό. Επίσης άλλο μέσο άμυνας συνιστά και η απόκτηση από τρίτο πρόσωπο (white squire defense), ενός πακέτου μετοχών της εταιρείας στόχου, το οποίο δεν εξασφαλίζει σε αυτό το πρόσωπο τον έλεγχο της εταιρείας, ματαιώνει όμως τα σχέδια αυτού που έχει διενεργήσει την αρχική πρόταση	
Παρέμβαση ρυθμιστικών αρχών (regulatory authorities, πολιτικοί κλπ)	Πίεση ρυθμιστικών αρχών για παρεμπόδιση της εξαγοράς	Δυναμική παρέμβαση μπορεί να επιτύχει την αποτροπή της συναλλαγής
Δικαστικές επεμβάσεις	Οι διοικήσεις επιχειρούν να καθυστερήσουν την εξαγορά προκαλώντας δικαστικές επεμβάσεις που βασίζονται συνήθως σε αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες	Προκαλούνται ανταγωνιστικές προσφορές. Μεγάλα κέρδη αν κερδισθούν οι δικαστικές διενέξεις. Αν αποσυρθεί η προσφορά προκαλούνται μεγάλες ζημιές
Πώληση μέρους-κλάδου της εταιρείας	Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις πωλούν μέρος από τα περιουσιακά τους στοιχεία - συνήθως το πλέον επιθυμητό από τις αγοράζουσες επιχειρήσεις με αποτέλεσμα να μην υπάρχει ενδιαφέρον από την πλειοδότητρια εταιρεία για την απόκτηση της υπό εξαγορά εταιρείας.	Οι μέτοχοι των εταιρειών συνήθως υφίστανται ζημιές
Συνδικαλιστικές, σωματειακές κλπ παρεμβάσεις	Πίεση εργαζομένων για παρεμπόδιση της εξαγοράς	Δυναμική παρέμβαση μπορεί να επιτύχει την αποτροπή της συναλλαγής. Μεγάλες ζημιές για τις εταιρείες
Παρεμβάσεις πελατών και προμηθευτών	Πίεση πελατών και προμηθευτών για παρεμπόδιση της εξαγοράς	Εξασφάλιση της πίστης (loyalty) και υποστήριξης. Μεγάλες ζημιές για τις εταιρείες, λόγω των συμφωνιών που συνυπογράφουν με τους προμηθευτές και τους πελάτες και οι οποίες δεσμεύουν τις εταιρείες

Red herring	Επίθεση στον πλειοδότη για πολλά επιφανειακά θέματα	Λειτουργεί μόνο επικουρικά με άλλες τακτικές
Campaign	Χρήση διαφημιστικών μέσων για δυσφήμιση της επικείμενης εξαγοράς	Λειτουργεί μόνο επικουρικά με άλλες τακτικές. Μεγάλα διαφημιστικά και κοινωνικά κόστη

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Νικόλαος Β. Γεωργόπουλος, «Στρατηγικό Μάνατζμεντ», Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα 2002.
- Ευθύμογλου Π., «Επιχειρησιακή Στρατηγική», Τεύχος Α, 1990.
- Κανελλόπουλος Χ., «Μάνατζμεντ και αποτελεσματική Διοίκηση», International Publishing, Αθήνα 1990.

ΞΕΝΗ

- Thomas L. Wheelen, J. David Hunger, "Strategic management and Business policy", ninth edition, Pearson Prentice Hall.
- Sudi Sudarsanam, "Creating Value from Mergers and Acquisitions: The challenges, an integrated and international perspective", Prentice Hall Inc.
- Patrick A. Gaughan "Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurations", John Wiley and Sons, 1999.
- J. E. McCann, III, "The Growth of acquisitions in services", Long Range Planning, 1996.
- G. D. Harrell and R. O. Kiefer, "Multinational Strategic Market Portfolios", MSU Business Topics, 1981.
- Barney J., "Gaining and sustaining competitive advantage", 2nd edition, Prentice Hall Inc., 2002.
- Coulter M., "Strategic Management in action", 2nd edition, Prentice Hall Inc., 2002.
- Johnson G, K. Scholes, "Exploring Corporate Strategy", 6th edition, Prentice Hall Inc., 2002.
- Roll Richard, "The hubris Hypothesis of Corporate takeovers", Journal of Business 59, No. 2, April 1986.
- Zvi Bodie & Robert C. Merton, "Finance", Prentice Hall, 1999.
- Malatesta, Paul H., «The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms», Journal of Financial Economics 11, No. 1 – 4, 1983.
- Bodie, Kane, Marcus, "Investments", Mac Graw Hill, Irwin, 2004.

- Agrawal A., J. F. Jaffe and G. N. Mandelker, “The post merger performance of acquiring firms”, Journal of finance 47, no.4 September 1992.

РАВЕЛЗТНМО ТЕРАА

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Εισαγωγή

Όπως προαναφέρθηκε, ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο αναλαμβάνει να παίξει το νομοθετικό και φορολογικό κυρίως πλαίσιο, το οποίο άλλοτε βάζει περιορισμούς και κανόνες, προκειμένου οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις να λειτουργήσουν εντός κοινά αποδεκτών όρων, και άλλοτε είναι αρωγός στη δημιουργία ισχυρών ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, ικανών να ανταποκριθούν στα ζητήματα που προκύπτουν από τη σύγχρονη οικονομική εξέλιξη. Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται μια παρουσίαση του βασικού εμπορικού νόμου 2190/1920, ο οποίος ρυθμίζει το πλαίσιο εφαρμογής των συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς και διαφόρων νομικών και διαχειριστικών προβλημάτων, που προκύπτουν εν προκειμένω (πχ σχέση ανταλλαγής μετοχών, αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων κλπ). Επίσης επιχειρείται μια παρουσίαση των βασικών φορολογικών νόμων καθώς επίσης και του πλαισίου των δημοσίων προτάσεων.

3.1 Έννοια και μορφές μετασχηματισμών

Από επιχειρηματική και οικονομική άποψη, κοινό χαρακτηριστικό σε όλες τις περιπτώσεις μετασχηματισμών είναι ότι η παραγωγική και εν γένει επιχειρηματική δραστηριότητα της επιχείρησης συνεχίζεται υπό νέο οικονομικό φορέα. Τούτο ισχύει ακόμα και στην περίπτωση της μετατροπής, γιατί η μεταβολή του εταιρικού τύπου είναι τόσο σημαντική από συναλλακτική άποψη για τις σχέσεις των συνεταίρων μεταξύ τους και με τους τρίτους, ώστε τα υφιστάμενα προσωπικά και περιουσιακά στοιχεία να μεταβάλλουν ποιότητα. Θα μπορούσε λοιπόν να υποστηριχθεί ότι μετασχηματισμός υφίσταται εφόσον η επιχειρηματική δραστηριότητα της επιχείρησης συνεχίζεται υπό νέο εταιρικό φορέα, πράγμα που συμβαίνει στην περίπτωση της μετατροπής, συγχώνευσης, διάσπασης.

«Καταχρηστικός μετασχηματισμός» είναι ο μετασχηματισμός που επιτυγχάνεται με τα μέσα του κοινού δικαίου κι όχι του εταιρικού (π.χ. αντί συγχωνεύσεως με σύσταση νέας εταιρείας, λύση και εκκαθάριση των συγχωνευόμενων εταιρειών, διανομή της

περιουσίας τους, ίδρυση νέας εταιρείας και εισφορά των διανεμηθέντων περιουσιακών στοιχείων σε αυτήν).

Έννοια ευρύτερη του μετασχηματισμού είναι αυτή της “αναδιάρθρωσης” της επιχείρησης (μετασχηματισμός υπό ευρεία έννοια). Αναδιάρθρωση είναι η αναδιοργάνωση της επιχείρησης που επιτυγχάνεται με την επέμβαση στη διοίκηση ή/και την περιουσία της ή/και τη σύνθεση και τα πρόσωπα των εταίρων ή/και τις σχέσεις των εταίρων μεταξύ τους ή με τους τρίτους. Στην ευρύτερη αυτή έννοια του μετασχηματισμού μπορούν να συμπεριληφθούν, εκτός από τις ως άνω περιπτώσεις της μετατροπής, συγχώνευσης κ.λπ., η ανάθεση της διοίκησης της εταιρείας σε τρίτους (συμβάσεις διαχείρισεως), η αύξηση ή μείωση του κεφαλαίου, η μεταβολή (ιδίως ο περιορισμός) των δικαιωμάτων των μετόχων (π.χ. κατάργηση προνομιούχων μετοχών), η απόκτηση μετοχών της εταιρείας από τρίτους ή και από την ίδια, οσάκις τούτο επιτρέπεται, η ένταξη της επιχείρησης σε όμιλο επιχειρήσεων που επιτυγχάνεται με κατάρτιση συμβάσεων εξάρτησης της εταιρείας από άλλη, η κρατικοποίηση ή ιδιωτικοποίηση της εταιρείας. Σκοπός της «αναδιάρθρωσης» μπορεί κατά περίπτωση να είναι είτε η ενίσχυση και επέκταση μιας ευημερούσας εταιρείας, είτε η εξυγίανση μιας προβληματικής επιχείρησης⁵.

3.1.1 Μετασχηματισμός (υπό στενή έννοια)

Μετατροπή

Μετατροπή είναι η μεταβολή του νομικού τύπου της εταιρείας, χωρίς περάτωση της νομικής της προσωπικότητας και χωρίς διαδοχή (ειδική ή καθολική) περιουσιακών στοιχείων.

Συγχώνευση

⁵ Βλ. αναλυτικά Νικ. Κ. Ρόκα, Αναδιάρθρωση επιχειρήσεων στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου, Εισήγηση σε ημερίδα Ε.Ο.Φ.Ν., ΕΒΕΑ. 15-16 Μαΐου 1998, καθώς και Ευ. Περάκη, Η μορφολογία των εξαγορών, ΔΕΕ 2001,235.

Από συναλλακτική - οικονομική άποψη η συγχώνευση αποτελεί μορφή συγκέντρωσης επιχειρήσεων που συνεχίζουν την παραγωγική τους δραστηριότητα αποβάλλοντας τη διοικητική τους αυτοτέλεια και υπαγόμενες σε ενιαίο πλέον επιχειρηματικό φορέα. Εύστοχα η συγχώνευση χαρακτηρίζεται ως «οικονομική ενσωμάτωση δύο περισσότερων επιχειρήσεων υπό ενιαία βούληση»⁶. Από νομική άποψη η συγχώνευση είναι η διαδικασία με την οποία επιτυγχάνεται η απόκτηση με οιονεί καθολική διαδοχή από υφιστάμενη ή νεοϊδρυόμενη εταιρεία των περιουσιακών στοιχείων άλλης ή άλλων εταιρειών που λύονται χωρίς εκκαθάριση⁷. Κατά άλλη άποψη η συγχώνευση είναι καταστατική τροποποίηση των συγχωνευόμενων εταιρειών προς το σκοπό της ένωσης των προσωπικών και περιουσιακών τους στοιχείων υπό ενιαίο φορέα με άρση της νομικής τους αυτοτέλειας⁸.

Εξαγορά

Το άρθρ. 79 κ.ν. 2190/20 δίνει τη δυνατότητα να συντελεστεί συγχώνευση με απορρόφηση, στο πλαίσιο της οποίας οι μέτοχοι της απορροφούμενης δεν θα λάβουν μετοχές και συνεπώς δεν θα συμμετέχουν στην απορροφούσα, αλλά μόνο χρήματα. Την περίπτωση αυτή το άρθρ. 79 ονομάζει εξαγορά και εξομοιώνει με τη συγχώνευση ορίζοντας ότι εφαρμόζονται αναλόγως οι σχετικές διατάξεις (άρθρ. 69-77 κ.ν. 2190/20).

Διάσπαση⁹

Η διάσπαση ρυθμίζεται στα άρθρ. 81-89 κ.ν. 2190/20 και είναι το αντίθετο της συγχώνευσης, δηλαδή ο κατακερματισμός της περιουσίας μιας εταιρείας που περατώνεται και η μεταβίβασή της σε δύο τουλάχιστον υφιστάμενες ή νεοϊδρυόμενες εταιρείες. Η διασπώμενη εταιρεία λύεται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση. Οι εν λόγω διαδοχές είναι καθολικές κατά το ότι αφορούν σε μέρος περιουσίας της διασπώμενης ως σύνολο, δηλαδή τόσο ενεργητικό όσο και παθητικό. Είναι μερικές, γιατί η περιουσία

⁶ Γ. Μιχαλόπουλος, Η τύχη της μειοψηφίας κατά τη συγχώνευση α.ε., εις Τιμ.τ. Κ.Ν. Ρόκα, σ. 77.

⁷ Ι. Πασσιά, Το Δίκαιο της ΑΕ, τ. 2, 1969, 1063-1064 - Λ. Γεωργακόπουλο, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, 1996, 2^η έκδοση, 632, 638.

⁸ Βλ. Κ.Γ. Παμπούκης, Το Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών, 1991, 185 επ., ο ίδιος σε Επισκευή 1996, 81.

⁹ Ως διάσπαση ορίζεται η μεταβίβαση του συνόλου της περιουσίας (ενεργητικού και παθητικού) της διασπώμενης εταιρείας στις επωφελούμενες εταιρείες, περιλαμβανομένων των διοικητικών αδειών που έχουν εκδοθεί υπέρ της διασπώμενης εταιρείας, και αφορούν τη μεταβιβαζόμενη περιουσία.

της διασπώμενης δεν μεταβιβάζεται ολόκληρη προς τον ίδιο φορέα (στην περίπτωση αυτή δεν θα επρόκειτο περί διασπάσεως), αλλά καταμεύεται σε περισσότερα μέρη που μεταβιβάζονται (το κάθε ένα με οιονεί καθολική διαδοχή) προς διαφορετικούς φορείς, τις επωφελούμενες εταιρείες.

Απόσχιση κλάδου

Η απόσχιση κλάδου συνιστά νομοθετική καινοτομία του ν. 2166/93 (άρθρ. 1 παρ. 1 εδ. ε και άρθρ. 4, ιδίως την παρ. 3). Η απόσχιση κλάδου μοιάζει με τη διάσπαση κυρίως κατά το ότι οδηγεί σε κατάτμηση της περιουσίας της εταιρείας. Διαφέρει όμως από αυτήν κυρίως κατά το ότι η εταιρεία από την οποία αποχωρίζεται ένα τμήμα της περιουσίας της δεν περατώνεται και κατά το ότι η μεταβίβαση της περιουσίας γίνεται με ειδική και όχι καθολική διαδοχή. Η ειδική διαδοχή επιβάλλεται από το ότι στην απόσχιση κλάδου δεν πρόκειται για μεταβίβαση περιουσίας ως συνόλου (ενεργητικό και παθητικό) αλλά για μεταβίβαση στοιχείων ενεργητικού και μόνο. Η μεταβίβαση αυτή διέπεται από το ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς του ν.δ. 1297/72 και του ν.2166/93. Σημειώνουμε ότι σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.2578/1998, η μετατροπή υποκαταστήματος σε θυγατρική εταιρεία εμπίπτει στην έννοια της εισφοράς του κλάδου.

Διεθνής μεταφορά έδρας

Αν και δεν μνημονεύεται ρητά στο ν. 2166/93, στους μετασχηματισμούς καταχωρίζεται από συστηματική άποψη και η μεταφορά της έδρας της εταιρείας στην αλλοδαπή, η οποία άγει και σε μεταβολή της εθνικότητάς της.¹⁰ Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.2578/1998, μεταφορά της καταστατικής έδρας είναι η πράξη με την οποία μία ευρωπαϊκή εταιρεία (SE) ή μία ευρωπαϊκή συνεταιριστική εταιρεία (SCE), χωρίς να λυθεί ή να συσταθεί νέο νομικό πρόσωπο, μεταφέρει την καταστατική έδρα της από ένα κράτος - μέλος σε άλλο κράτος - μέλος.

¹⁰ βλ. Α. Γεωργακόπουλο, ο.π., 633, 669 - Ευ. Περάκη, ΔΕΕ 2001, 235, 237.

Μετασχηματισμός κατά την εκκαθάριση/πτώχευση

Με ρητή νομοθετική ρύθμιση (άρθρ. 6 π.δ. 498/87 που προσέθεσε τις παρ. 5 και 6 στο άρθρ. 47 α κ.ν. 2190/20) συγχώνευση ή διάσπαση μπορεί να λάβει χώρα και κατά το στάδιο της πτώχευσης ή εκκαθάρισης (δηλ. μετά τη λύση και πριν τη διανομή της περιουσίας).

3.1.2 Μετασχηματισμός υπό ευρεία έννοια (αναδιάρθρωση)

Οι ρητά ρυθμισμένοι μετασχηματισμοί του εταιρικού δικαίου (δηλαδή αυτοί που ρυθμίζονται από νόμους) συμπληρώνονται από τις διάφορες αρρυθμιστες, κατά κανόνα, μορφές μετασχηματισμού υπό ευρεία έννοια (αναδιάρθρωσης). Ως τέτοιες μορφές μπορούν ενδεικτικά να μνημονευτούν οι ακόλουθες:

Ανάθεση της διοίκησης σε τρίτους και μίσθωση επιχείρησης

Από τα άρθρ. 18 παρ. 2 και 22 παρ. 3 του κ.ν. 2190/20 συνάγεται ότι το ισχύον δίκαιο επιτρέπει την ανάθεση διοικητικών (δηλαδή διαχειριστικών και εκπροσωπευτικών) αρμοδιοτήτων από το ΔΣ της εταιρείας σε τρίτους, μέλη ή και μη μέλη του ΔΣ, αρκεί να προβλέπεται η δυνατότητα αυτή στο καταστατικό (πάντως η σχέση μεταξύ των δύο αυτών άρθρων και το πεδίο εφαρμογής ενός εκάστου έχει αμφισβητηθεί στη θεωρία). Από το άρθρ. 22 παρ. 3 συνάγεται ότι χωρίς καταστατική πρόβλεψη δεν είναι δυνατή η ανάθεση της διοίκησης σε τρίτους μη μέλη του ΔΣ, εκτός αν πρόκειται για διευθυντές της εταιρείας. Η έννοια του νόμου είναι ότι τα πρόσωπα στα οποία ανατίθενται διοικητικές αρμοδιότητες, είτε είναι μέλη του ΔΣ είτε όχι, ενεργούν ως όργανα της εταιρείας (κατά τη φρασεολογία της νομολογίας ασκούν «οργανική διοίκηση και εκπροσώπηση») και όχι ως απλοί εντολοδόχοι ή πληρεξούσιοι. Ο διορισμός πληρεξουσίων ή εντολοδόχων δεν απαιτεί καταστατική πρόβλεψη. Οι ανατιθέμενες αρμοδιότητες μπορεί να αφορούν σε ορισμένα ειδικά προσδιοριζόμενα θέματα ή και το

σύνολο της διοίκησης της εταιρείας¹¹. Κατά το άρθρ. 7α εδ. γ του κ.ν. 2190/20, η ανάθεση της διοίκησης σε τρίτους υποβάλλεται σε δημοσιότητα¹².

Όταν πρόκειται για κρατικά εποπτευόμενες επιχειρήσεις (π.χ. τραπεζικές, ασφαλιστικές κ.λπ..) η ανάθεση της διοίκησης σε τρίτα πρόσωπα μη μέλη του ΔΣ μπορεί να προσκρούει στις διατάξεις περί κρατικής εποπτείας. Και τούτο γιατί κατά την κείμενη νομοθεσία η κρατική εποπτεία συνήθως ασκείται και με την έγκριση από τη διοίκηση των φυσικών προσώπων που ως μέλη του ΔΣ ασκούν την πραγματική διοίκηση. Πάντως σε κάθε περίπτωση τυχόν τρίτα πρόσωπα μη μέλη του ΔΣ στα οποία ανατίθεται μερικά ή ολικά η οργανική διοίκηση πρέπει να γνωστοποιούνται στην αρμόδια εποπτική αρχή.

Αύξηση ή μείωση κεφαλαίου

Η πραγματική (όχι η λογιστική, π.χ. με αναπροσαρμογή αξίας παγίων ή κεφαλαιοποίηση αποθεματικών) αύξηση του κεφαλαίου, ιδίως με αποκλεισμό του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων, επιτρέπει τη χρηματοδότηση της εταιρείας, την είσοδο νέων μετόχων σε αυτήν και ενδεχομένως την ανάληψη και της διοίκησης της εταιρείας από αυτούς, όταν το ποσοστό της αύξησης είναι τόσο μεγάλο, ώστε οι νέοι μέτοχοι να αποκτούν την πλειοψηφία ψήφων στη ΓΣ¹³. Η αύξηση του κεφαλαίου μπορεί να γίνει με εισφορές εις χρήμα ή εις είδος, δηλαδή όταν στην απόφαση για την αύξηση μνημονεύονται συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία που επιθυμεί να αποκτήσει η εταιρεία οπότε εκ του νόμου δεν υπάρχει δικαίωμα προτίμησης, (βλ. άρθρ. 13 παρ. 5 κ.ν. 2190/20) ή με κεφαλαιοποίηση (μετοχοποίηση) χρεών. Στην τελευταία αυτή περίπτωση το ποσοστό της αύξησης αναλαμβάνουν οι πιστωτές της εταιρείας, οι οποίοι συμψηφίζουν τις απαιτήσεις τους κατά της εταιρείας με την οφειλόμενη από αυτούς εταιρική εισφορά.

Η μείωση του κεφαλαίου συνήθως εξυπηρετεί το σκοπό του να εξομοιωθεί το μετοχικό κεφάλαιο με την πραγματική περιουσία της εταιρείας, η οποία έχει απομειωθεί λόγω ζημιών, με τέτοιο τρόπο ώστε να καταστεί κερδοφόρος η εταιρεία, τουλάχιστον από

¹¹ Για την ανάθεση της διοίκησης σε τρίτους μη μέλη του ΔΣ και τα αναφεύμενα ζητήματα βλ. αναλυτικά Νικ. Κ. Ρόκα, Εμπορικές Εταιρείες, 4^η έκδοση, 1996 - βλ. ακόμα Γεωργακόπουλο, Δίκαιο ΑΕ, τόμος 3, 1974, 121.

¹² Για τις συνέπειες έλλειψης της δημοσιότητας για την εταιρεία, τους μετόχους και τους τρίτους βλ. Νικ. Κ. Ρόκα, ο.π., παρ. 29 Β ΙΙ 4.

¹³ βλ. και Περράκη, ΔΕΕ 2001,235, 240 (παραπομπές).

λογιστική άποψη (σημειώνεται ότι με το Ν.3522/2006, για τις χρήσεις που αρχίζουν από 22 Δεκεμβρίου 2006 και μετά, η αύξηση του κεφαλαίου της εταιρείας με σκοπό την εξάλειψη ή τη μείωση των λογιστικών ζημιών επιφέρει συγχρόνως και την ισόποση εξάλειψη των μεταφερόμενων φορολογικών ζημιών).

Επειδή η διανομή κερδών προϋποθέτει ότι το ενεργητικό θα είναι μεγαλύτερο από το παθητικό και επειδή το μετοχικό κεφάλαιο καταχωρίζεται στο παθητικό, η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου καθιστά ευχερέστερη τη δημιουργία κερδών. Γι' αυτό και σε εταιρείες που χρήζουν εξυγίανσης συνηθίζεται η μείωση του κεφαλαίου αρχικά (προκειμένου να δημιουργηθούν οι λογιστικές προϋποθέσεις για κερδοφορία και διανομή μερίσματος) και αμέσως μετά η αύξησή του με πραγματική εισροή νέων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της εταιρείας από νέους μετόχους που διαφορετικά δεν θα προσελκύνονταν, αν με τη μείωση δεν είχε διαμορφωθεί ορατή πιθανότητα κερδοφορίας.

Μείωση κεφαλαίου μπορεί να επέλθει και με την απόκτηση μετοχών από την ίδια την εταιρεία με σκοπό την ακύρωσή τους (βλ. άρθρ. 16 παρ. 2α και 3 εδ. α του κ.ν. 2190/20). Η μείωση του κεφαλαίου μπορεί να είναι πραγματική (με επιστροφή εταιρικής περιουσίας στους μετόχους) ή ονομαστική (αναπροσαρμογή του μετοχικού κεφαλαίου στη απομειωμένη, πραγματική εταιρική περιουσία).

Τροποποίηση δικαιωμάτων των μετόχων

Η τροποποίηση των δικαιωμάτων των μετόχων συνήθως έχει τη μορφή κατάργησης προνομίων των προνομιούχων μετοχών (βλ. άρθρ. 3 παρ. 5 του κ.ν. 2190/20) ή απόφασης για την έκδοση προνομιούχων μετοχών.

Απόκτηση μετοχών της εταιρείας από τρίτους ή από την ίδια την εταιρεία

Δραστικό μέσο μετασχηματισμού της εταιρείας που συνεπάγεται επέμβαση στο μετοχικό της καθεστώς, αλλά ενδεχομένως και στη διοίκησή της, είναι η εξαγορά των μετοχών της, όχι με την έννοια του άρθρ. 79 κ.ν. 2190/20, αλλά με την έννοια της απόκτησης αυτών από τρίτους και με ειδική διαδοχή, χωρίς να λύεται το νομικό της

πρόσωπο¹⁴. Η απόκτηση αυτή των μετοχών μπορεί να γίνει είτε με ιδιωτική διαπραγμάτευση μεταξύ παλαιών και νέων μετόχων, είτε με δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών, είτε να έχει τη μορφή απόκτησης των μετοχών από την ίδια την εταιρεία που τις εξέδωσε, με σκοπό να τις ακυρώσει ή να τις διανείμει στο προσωπικό της, κ.λπ.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 16 του Ν.2190/1920, η εταιρεία μπορεί, η ίδια ή με πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, να αποκτήσει δικές της μετοχές, μόνο όμως μετά από έγκριση της γενικής συνέλευσης, η οποία ορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις των προβλεπόμενων αποκτήσεων και, ιδίως, τον ανώτατο αριθμό μετοχών που είναι δυνατόν να αποκτηθούν, τη διάρκεια για την οποία χορηγείται η έγκριση, η οποία δεν μπορεί να υπερβαίνει τους 24 μήνες και, σε περίπτωση απόκτησης από επαχθή αιτία, τα κατώτατα και ανώτατα όρια της αξίας απόκτησης.

Οι συγκεκριμένες μετοχές μπορούν να αποκτηθούν με τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

α) η ονομαστική αξία των μετοχών που αποκτήθηκαν, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών τις οποίες είχε αποκτήσει προηγουμένως η εταιρεία και διατηρεί, και των μετοχών τις οποίες απέκτησε πρόσωπο, το οποίο ενεργούσε στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της εταιρείας, δεν είναι δυνατό να υπερβαίνει το 1/10 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου,

β) η απόκτηση ιδίων μετοχών της εταιρείας δεν επιτρέπεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των ιδίων κεφαλαίων σε ποσό κατώτερο του μετοχικού κεφαλαίου προσαυξημένου με τα αποθεματικά εκείνα των οποίων η διανομή απαγορεύεται από το νόμο ή το καταστατικό και μειωμένου κατά το ποσό που δεν έχει ακόμα κληθεί να καταβληθεί.

γ) η συναλλαγή μπορεί να αφορά μόνο μετοχές που έχουν εξοφληθεί πλήρως.

Η ανωτέρω περίπτωση α) δεν εφαρμόζεται προκειμένου για μετοχές που αποκτώνται είτε από την ίδια την εταιρεία είτε από πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της με σκοπό να διανεμηθούν στο προσωπικό της εταιρείας ή στο προσωπικό εταιρείας συνδεδεμένης με αυτή. Η διανομή των μετοχών του προηγούμενου εδαφίου πραγματοποιείται εντός 12 μηνών από το χρόνο απόκτησης των μετοχών αυτών.

¹⁴ Βλ. Περράκη, ο.π., 235, 238

Επίσης επιτρέπεται η απόκτηση ιδίων μετοχών και στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- 1 στις μετοχές που αποκτήθηκαν σε εκτέλεση απόφασης για μείωση του κεφαλαίου ή ως συνέπεια εξαγοράς μετοχών,
- 2 στις μετοχές που αποκτήθηκαν μετά από καθολική μεταβίβαση περιουσίας,
- 3 στις μετοχές που εξοφλήθηκαν πλήρως και έχουν αποκτηθεί από χαριστική αιτία ή έχουν αποκτηθεί από τράπεζες και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς ως προμήθεια για αγορά,
- 4 στις μετοχές που αποκτήθηκαν με σκοπό την προστασία των μειωψηφούντων μετόχων, κυρίως σε περίπτωση συγχώνευσης, αλλαγής του σκοπού ή της μορφής της εταιρείας, μεταφοράς της έδρας στο εξωτερικό ή επιβολής περιορισμών στη μεταβίβαση των μετοχών, καθώς και στις μετοχές που αποκτήθηκαν με σκοπό την ικανοποίηση υποχρεώσεων της εταιρείας από ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο,
- 5 στις μετοχές που εξοφλήθηκαν πλήρως και αποκτήθηκαν με πλειστηριασμό μέσω αναγκαστικής εκτέλεσης που πραγματοποιήθηκε για την ικανοποίηση αξίωσης της εταιρείας έναντι του κυρίου των μετοχών αυτών.

Οι μετοχές, που αποκτήθηκαν στις ανωτέρω περιπτώσεις 2 έως 5 πρέπει να μεταβιβαστούν εντός προθεσμίας 3 ετών το αργότερο από το χρόνο της απόκτησής τους, εκτός αν η ονομαστική αξία των μετοχών αυτών, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών που η εταιρεία μπορεί να έχει αποκτήσει από πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, δεν υπερβαίνει το 1/10 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου. Διαφορετικά, οι μετοχές που δεν μεταβιβάζονται στην προθεσμία των 3 ετών ακυρώνονται. Η ακύρωση αυτή γίνεται με ισόπωση μείωση του κεφαλαίου. Σε περίπτωση παράβασης της υποχρέωσης αυτής επιβάλλεται από την αρμόδια αρχή σε κάθε υπαίτιο μέλος του ΔΣ της εταιρείας, πρόστιμο ύψους ΕΥΡΩ 30.000.

Τέλος σημειώνεται ότι η κατοχή από την εταιρεία ιδίων μετοχών, είτε άμεσα από την ίδια είτε μέσω προσώπου που ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, επιφέρει την αναστολή των δικαιωμάτων που απορρέουν από τις μετοχές αυτές και ειδικότερα:

- Αναστέλλονται τα δικαιώματα παράστασης στη γενική συνέλευση και ψήφου. Οι μετοχές αυτές δεν υπολογίζονται για το σχηματισμό απαρτίας.

- Τα μερίσματα που αντιστοιχούν στις ίδιες μετοχές προσαυξάνουν το μέρισμα των λοιπών μετόχων.
- Σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου, το δικαίωμα προτίμησης που αντιστοιχεί στις ίδιες μετοχές δεν ασκείται και προσαυξάνει το δικαίωμα των λοιπών μετόχων, εκτός εάν το όργανο που αποφασίζει την αύξηση αποφασίσει τη μεταβίβαση του δικαιώματος σε πρόσωπα που δεν ενεργούν για λογαριασμό της εταιρείας.
- Αν οι ίδιες μετοχές εγγράφονται στο ενεργητικό του ισολογισμού, σε περίπτωση που αυτό επιτρέπεται από τους εφαρμοστέους λογιστικούς κανόνες, η εταιρεία οφείλει να σχηματίζει και να διατηρεί, για όσο χρονικό διάστημα κατέχει τις μετοχές αυτές, αποθεματικό ισόποσο με την αξία κτήσης τους. Το αποθεματικό αυτό δημιουργείται από τα κέρδη της κλειόμενης χρήσης, αφού πρώτα αφαιρεθεί το απαιτούμενο ποσό για το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού, και δεν επιτρέπεται να διανεμηθεί.

Δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών

Ειδική μορφή εξαγοράς με την ανωτέρω έννοια συνιστά η δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών (βλ. αναλυτικότερα κατωτέρω). Η δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών έχει τη μορφή πρόσκλησης των μετόχων ορισμένης εταιρείας να προσφέρουν τις μετοχές τους προς εξαγορά έναντι ορισμένου χρηματικού ανταλλάγματος ή έναντι μετοχών της προτεινουσας (εξαγοράζουσας) ή έναντι συνδυασμού χρηματικού ανταλλάγματος και μετοχών της εξαγοράζουσας. Η πρόταση τελεί υπό τον όρο ότι θα προσφερθεί προς εξαγορά ορισμένος ελάχιστος αριθμός μετοχών που αντιστοιχεί σε ορισμένο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η δημόσια πρόταση αγοράς πλειοψηφικού πακέτου μετοχών έχει κατά κανόνα χαρακτήρα επιθετικό, δηλαδή γίνεται χωρίς την έγκριση των διοικούντων την εταιρεία που δεν έχουν και το μετοχικό έλεγχο αυτής (take overs). Ως μέσα αντίδρασης των διοικούντων σε τέτοιου είδους επιθετικές εξαγορές έχουν χρησιμοποιηθεί στη διεθνή πρακτική τα ακόλουθα:

α) η αναζήτηση φίλιων επενδυτών που θα αγοράσουν μετοχές της εταιρείας δημιουργώντας ζήτηση και αυξάνοντας την τιμή της, ιδίως όταν αυτή είναι εισηγμένη σε Χρηματιστήριο.

β) η αύξηση κεφαλαίου ιδίως με προνομιούχες μετοχές άνευ ψήφου, τις οποίες σπεύδουν να αναλάβουν οι διοικούντες. Οι μετοχές αυτές εκτός από τα

περιουσιακής φύσεως προνόμια εξασφαλίζουν δυνατότητα αρνησικυρίας στα θέματα για τα οποία απαιτείται απόφαση των κατόχων ιδιαίτερων κατηγοριών μετοχών σε ιδιαίτερη συνέλευση.

γ) η αύξηση κεφαλαίου ιδίως δια του ΔΣ.

δ) η υποβολή παράλληλης δημόσιας πρότασης από τους διοικούντες για αγορά των μετοχών της εταιρείας.

ε) η υποβολή αντεπιθετικής δημόσιας πρότασης από τους διοικούντες με στόχο την απόκτηση του ελέγχου της επιτιθέμενης εταιρείας.

στ) η μεταβίβαση, ιδίως με τη μορφή της απόσχισης κλάδου, σημαντικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας προς άλλη φίλια εταιρεία.

Πρέπει να σημειωθεί ωστόσο ότι η πρόσφατη νομοθετική ρύθμιση της δημόσιας πρότασης επιθετικής εξαγοράς με το ν. 3461/2006 δυσχεραίνει αρκετούς από τους ανωτέρω τρόπους αντίδρασης, όπως π.χ. τους ως άνω τρόπους αντίδρασης υπό β, γ και στ. Τούτο μεθοδεύεται χάριν προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας, για τους οποίους η πρόταση επιθετικής εξαγοράς μπορεί να είναι συμφέρουσα και οι οποίοι ενδεχομένως δεν θα είναι διατεθειμένοι να προβούν σε δραστικά μέτρα, όπως οι μέτοχοι της πλειοψηφίας, οι οποίοι θα επιδιώκουν να διατηρήσουν τον έλεγχο της εταιρείας με κάθε θυσία.

Συνήθως η απόκτηση μετοχών της εταιρείας από τρίτους γίνεται με πρόθεση ανάληψης και της διοίκησης από τους αποκτώντες. Οι περιπτώσεις τέτοιων εξαγορών αποκαλούνται στη διεθνή συναλλακτική πρακτική ως management buy-in, management buy-out ή leveraged management buy-out. Στην περίπτωση του management buy-in την εξαγορά ενεργούν πρόσωπα που δεν μετέχουν στη διοίκηση της εταιρείας και επιθυμούν να αναλάβουν τόσο τη μετοχική πλειοψηφία όσο και την ίδια τη διοίκηση. Στην περίπτωση του management buy-out την εξαγορά ενεργούν οι ήδη διοικούντες την εταιρεία, οι οποίοι όμως δεν την ελέγχουν μετοχικά. Πρόκειται δηλαδή για περιπτώσεις εταιρειών στις οποίες υπάρχει διάκριση μετοχικής ιδιοκτησίας και διοίκησης, όπου τα διοικούντα στελέχη αποφασίζουν να αναλάβουν και το μετοχικό και ιδιοκτησιακό έλεγχο, έτσι ώστε να επέλθει πάλι ταύτιση ιδιοκτησίας και διοίκησης.

Σε αρκετές περιπτώσεις μαζί με τους διοικούντες συνασπίζονται και εργαζόμενοι στην εταιρεία. Στην περίπτωση του leveraged management buy-out η ίδια η εταιρεία

επιβοηθεί τη χρηματοδότηση των διοικούντων ή εργαζομένων που προτίθενται να αποκτήσουν μετοχές της χορηγώντας εγγυήσεις και άλλες εξασφαλίσεις προς τρίτους. Τούτο κατά το ισχύον ελληνικό δίκαιο δημιουργεί νομικά ζητήματα ιδίως από την άποψη του άρθρ. 23α παρ. 1 κ.ν. 2190/20 (εγγυήσεις της εταιρείας υπέρ μελών του ΔΣ και παροχή πιστώσεων προς τρίτους με σκοπό απόκτηση των μετοχών της). Πάντως τέτοιο πρόβλημα δεν γεννάται όταν την εξαγορά διενεργούν οι εργαζόμενοι στην εταιρεία, καθώς και από την άποψή του κατά πόσον τέτοιες εταιρικές εγγυήσεις και εξασφαλίσεις εξυπηρετούν τον εταιρικό σκοπό. Το leveraged management buy-out χρησιμοποιείται συχνά και ως μέσο αντίδρασης της εταιρείας σε επιθετικές εξαγορές. Και στις τρεις ως άνω περιπτώσεις συνήθως οι εξαγοράζοντες δεν ενεργούν ατομικά, αλλά συγκροτούν από κοινού μια νέα εταιρεία, η οποία διενεργεί την εξαγορά.

Με βάση το ν. 3461/2006, θα μπορούσε να παρατηρήσει κανείς ότι αυτός κατατείνει: (α) στην προστασία των μειοψηφούντων μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας και στην ίση μεταχείρισή τους, (β) στην επαρκή πληροφόρηση των ίδιων μετόχων, (γ) στη διαφάνεια της όλης διαδικασίας της δημόσιας πρότασης και (δ) στη θέσπιση καθεστώτος κρατικής εποπτείας επί της διαδικασίας αυτής. Η προστασία και ίση μεταχείριση των μειοψηφούντων μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας μεθοδεύεται κυρίως με τη θέσπιση κατώτατου υποχρεωτικού ποσοστού εξαγοράς (1/3 των υφιστάμενων μετοχών - άρθρ. 7) και με τη θέσπιση υποχρέωσης εξαγοράς του συνόλου των μετοχών στην περίπτωση που αποτέλεσμα της επιθετικής εξαγοράς είναι η συγκέντρωση ποσοστού μετοχών που εξασφαλίζουν πλέον του 1/3 των δικαιωμάτων ψήφου.

Η επαρκής πληροφόρηση των μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας, ιδίως αυτών της μειοψηφίας, μεθοδεύεται με τη θέσπιση προδιαγεγραμμένης στο νόμο δημόσιας διαδικασίας για την εκδήλωση, εξέλιξη, αποδοχή, περαίωση ή ανάκληση της δημόσιας πρότασης και με την υποχρέωση του φορέα που εκδηλώνει τη δημόσια πρόταση να προβεί σε κυκλοφορία ενημερωτικού δελτίου, στο οποίο να περιέχονται όλες οι αναγκαίες για την αξιολόγηση της πρότασης πληροφορίες. Οι ίδιες ρυθμίσεις που αποσκοπούν στην πληροφόρηση των μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας συντελούν και στη γενικότερη διαφάνεια της όλης διαδικασίας, η οποία έχει ευρύτερη σημασία για το σύνολο του επενδυτικού κοινού.

Η διαφάνεια αυτή ενισχύεται και από ειδικότερες ρυθμίσεις που προβλέπουν π.χ. την υποχρέωση ειδικής πληροφόρησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας (άρθρ. 10) και την υποχρέωση του ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας να

διατυπώσει αιτιολογημένη αξιολόγηση της δημόσιας πρότασης, συνοδευμένη από λεπτομερή έκθεση ανεξάρτητου χρηματοοικονομικού συμβούλου (άρθρ. 15). Όλες οι ανωτέρω ρυθμίσεις διαμορφώνουν καθεστώς ειδικής κρατικής εποπτείας που εκτείνεται τόσο στη διαδικασία εξέλιξης της δημόσιας πρότασης όσο και στο περιεχόμενό της με εποπτεύουσα αρχή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και με δυνατότητα επιβολής κυρώσεων (άρθρ. 29).

Δικαίωμα προαίρεσης αγοράς μετοχών (Stock Options)

Ειδική μορφή εξαγοράς μετοχών αποτελεί και η περίπτωση όπου η απόκτηση των μετοχών γίνεται με άσκηση δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών. Η ελληνική νομοθεσία έχει ρυθμίσει ρητά την περίπτωση χορήγησης δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών προς εργαζόμενους με οποιαδήποτε σχέση σε ανώνυμη εταιρεία. Δικαίωμα προαίρεσης αγοράς μετοχών μπορεί να χορηγηθεί και προς οποιονδήποτε τρίτο και ιδίως πρόσωπα που διατηρούν συναλλαγές με την εταιρεία, π.χ. υπεργολάβους αυτής κ.λ.π., ενίοτε και εν είδει αμοιβής για την εκ μέρους τους παροχή υπηρεσιών ή την εκτέλεση έργου προς την εταιρεία. Η χορήγηση δικαιώματος προαίρεσης συνήθως συνδυάζεται με δέσμευση της εταιρείας να διαθέσει τις μετοχές σε ορισμένη τιμή που προκαθορίζεται ήδη από τη στιγμή χορήγησης του δικαιώματος (οπότε η χορήγηση και άσκηση του δικαιώματος παρουσιάζει επενδυτικό ενδιαφέρον για τον λήπτη). Μπορεί όμως η τιμή διάθεσης να είναι η τρέχουσα αξία της μετοχής κατά το χρόνο άσκησης του δικαιώματος.

Η χορήγηση και άσκηση δικαιώματος προαίρεσης δημιουργεί πλείστα ζητήματα φορολογίας εισοδήματος, φορολογίας υπεραξίας καθώς και ζητήματα ασφαλιστικού δικαίου.¹⁵

Συμβάσεις σύνδεσης και εξάρτησης επιχειρήσεων

Δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις που επιθυμούν να συντονίσουν την επιχειρηματική τους δράση μπορούν, αντί να προβούν σε κάποιο από τους ρυθμισμένους μετασχηματισμούς του εταιρικού δικαίου (π.χ. συγχώνευση) να

¹⁵ Αναλυτικότερα για το δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μετοχών βλ. Π. Καραμανώλη, Παροχή Δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, ΔΕΕ 1997, 248.

προβούν στην κατάρτιση οργανωτικών για τις εταιρείες συμβάσεων που δημιουργούν σχέσεις εξάρτησης μεταξύ τους. Οι συμβάσεις αυτές έχουν συνήθως τη μορφή συμφωνιών μετόχων¹⁶ και μπορεί να έχουν κατά περίπτωση ως αντικείμενο π.χ. την ανάθεση της διοίκησης της μιας εταιρείας στην άλλη, το διορισμό των ιδίων προσώπων ως μελών των διοικητικών συμβουλίων των δύο εταιρειών, την ανταλλαγή πακέτων μετοχών, τη μεταφορά κερδών από τη μια εταιρεία στην άλλη, τη σύσταση κοινοπραξίας που να ασκεί την οργανική διοίκηση και των δύο, κ.λ.π.

Προκειμένου για κρατικά εποπτευόμενες επιχειρήσεις (π.χ. τραπεζικές, ασφαλιστικές κ.λ.π.), οργανωτικές συμβάσεις αυτής της μορφής μπορεί να προσκρούουν στις ισχύουσες διατάξεις περί κρατικής εποπτείας. Η κρατική εποπτεία μπορεί να περιλαμβάνει εκτός από την έγκριση των προσώπων που ασκούν την πραγματική διοίκηση και την απλή γνωστοποίηση στην εποπτεύουσα αρχή ή ακόμα και την έγκριση από αυτήν των φυσικών προσώπων που αποκτούν άμεσα ή έμμεσα σημαντική συμμετοχή στο εταιρικό κεφάλαιο.

Μεταβίβαση περιουσίας

Μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας συνήθως γίνεται με τα φορολογικά πλεονεκτήματα της απόσχισης κλάδου. Ιδίως σε επιχειρήσεις με αντικείμενο την παροχή αγαθών ή υπηρεσιών προς το ευρύ καταναλωτικό κοινό με βάση διαρκείς συμβάσεις (π.χ. τραπεζικές ή ασφαλιστικές επιχειρήσεις) το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο συνήθως είναι η πελατεία και οι υφιστάμενες με αυτήν συμβατικές σχέσεις. Τα οικονομικά οφέλη από τις υφιστάμενες πελατειακές σχέσεις μπορούν να μεταφερθούν από τη μία εταιρεία στην άλλη με διάφορες μεθόδους, π.χ. εκχώρηση δικαιωμάτων σε συνδυασμό με αναδοχή χρέους, ανανέωση συμβάσεων στο πρόσωπο της νέας εταιρείας, κατάρτιση νέων συμβάσεων από τη μία εταιρεία ως πράκτορα ή εμφανή αντιπρόσωπο της άλλης, κ.λ.π. Και οι μέθοδοι αυτοί μπορεί να γεννήσουν ζητήματα σε σχέση με την άσκηση της κρατικής εποπτείας σε κρατικά εποπτευόμενες επιχειρήσεις, π.χ. θέματα υπολογισμού του συντελεστή

¹⁶ Για τις συμφωνίες μετόχων βλ. Κ.Ν. Ρόκα, ο.π., 236, σημ. 12 - Κεφαλέα, Εξωεταιρικά συμφωνία μετόχων α.ε., ΕΕμπΔ 1971, 179 επ. - Μιχαλόπουλο, Ζητήματα εξωεταιρικών συμφωνιών, ΕΕμπΔ 1992, 345.

φερεγγυότητας σε τραπεζικές επιχειρήσεις ή των τεχνικών αποθεμάτων και του εγγυητικού κεφαλαίου σε ασφαλιστικές επιχειρήσεις.¹⁷

Κρατικοποίηση ή ιδιωτικοποίηση

Η κρατικοποίηση ή η ιδιωτικοποίηση εταιρειών συνιστά θεμελιώδη επέμβαση στο ιδιοκτησιακό καθεστώς, τη μετοχική σύνθεση και τη διοίκηση της εταιρείας, γι' αυτό από τα σύγχρονα εγχειρίδια αντιμετωπίζεται ως μορφή αναδιάρθρωσης της εταιρείας. Στην Ελλάδα η κρατικοποίηση των προβληματικών επιχειρήσεων μεθοδεύτηκε μέσω της αναγκαστικής αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με παράλληλο αποκλεισμό του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων και την ανάληψη του νέου κεφαλαίου από πρόσωπα που προσδιόρισε ο νομοθέτης και, όπως ήταν επόμενο, προκάλεσε πλείστα όσα ζητήματα συνταγματικότητας σε σχέση με την προστασία της μετοχικής ιδιοκτησίας, καθώς και ζητήματα συμμόρφωσης προς τις εταιρικού δικαίου κοινοτικές οδηγίες.

Από νομική άποψη η ιδιωτικοποίηση προϋποθέτει ότι η κρατική επιχείρηση που παραχωρείται στον ιδιωτικό τομέα είναι οργανωμένη με τη μορφή εμπορικής εταιρείας, ιδίως ΑΕ. Αν έχει τη μορφή νομικού προσώπου δημοσίου ή ιδιωτικού δικαίου, η τροπή της σε ΑΕ απαιτεί την έκδοση ειδικού νόμου. Η ιδιωτικοποίηση δεν επέρχεται με μόνη την υιοθέτηση νομικού τύπου του ιδιωτικού και του εταιρικού δικαίου. Ιδιωτικοποίηση σημαίνει συμμετοχή ιδιωτών στην εταιρεία ως εταίρων, πράγμα που απαιτεί ανάληψη του μετοχικού κεφαλαίου από ιδιώτες. Αυτή επιτυγχάνεται συνήθως είτε με δημόσια εγγραφή σε αύξηση κεφαλαίου δια του Χρηματιστηρίου είτε (σπανιότερα) με ιδιωτική τοποθέτηση είτε με μεταβίβαση μετοχών από το κράτος σε ιδιώτες (χωρίς αύξηση κεφαλαίου). Οι δύο τελευταίες περιπτώσεις απαιτούν ιδιωτική διαπραγμάτευση ή υποβολή προσφορών στο πλαίσιο δημοσίου διαγωνισμού.

Νομικές ιδιαιτερότητες της ιδιωτικοποίησης που αποκλίνουν από το Κοινό εταιρικό δίκαιο είναι ότι συνήθως το κράτος επιφυλάσσει για τον εαυτό του είτε τον έλεγχο του 50% +1 του κεφαλαίου είτε το δικαίωμα διορισμού ορισμένου αριθμού μελών της διοίκησης. Άλλη ιδιαιτερότητα είναι η συγκρότηση ειδικών ελεγκτικών, εποπτικών ή γνωμοδοτικών εταιρικών οργάνων αποτελούμενων από εκπροσώπους είτε των εργαζομένων είτε καταναλωτών είτε του ίδιου του κράτους.

¹⁷ βλ. Χρ. Χρυσάνθη, Μεταβίβαση δανείων, ΔΕΕ 1996, 133.

Νόθος μορφή ιδιωτικοποίησης είναι η ανάθεση της διοίκησης σε ιδιώτες που όμως δεν άγει σε μεταβολή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της επιχείρησης.

Λύση/ Εκκαθάριση/ Αναβίωση

Η λύση, εκκαθάριση ή και αναβίωση της εταιρείας συνιστούν επίσης μορφές μετασχηματισμού της, αφού επιφέρουν επέμβαση τόσο στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της όσο και στην περιουσία της. Στη διεθνή συναλλακτική πρακτική συνηθίζεται η λυόμενη προβληματική επιχείρηση να εισφέρει με τη μορφή εισφορών σε είδος έναν υγιή κλάδο της σε άλλη νεοϊδρυόμενη εταιρεία έναντι μετοχών, οι οποίες ακολούθως διανέμονται μετά την εκκαθάριση στους μετόχους της λυομένης ως εταιρική περιουσία.

Κατωτέρω παρουσιάζονται αναλυτικότερα οι κυριότερες μορφές συγχωνεύσεων και εξαγορών, υπό το πρίσμα του ισχύοντος εμπορικού νόμου 2190/1920 καθώς επίσης και των κυριότερων φορολογικών νόμων, οι οποίοι θέτουν τα πλαίσια εφαρμογής των εν λόγω συναλλαγών.

3.2 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ

3.2.1 Η έννοια της συγχώνευσης ανωνύμων εταιρειών με απορρόφηση

Στη συγχώνευση με απορρόφηση μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (που καλούνται απορροφούμενες) διαλύονται, δεν ακολουθεί εκκαθάριση αυτών, παύουν να υπάρχουν ως νομικά πρόσωπα, και το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) μεταβιβάζεται σε άλλη υφιστάμενη εταιρεία (που καλείται απορροφούσα), ενώ στους μετόχους των απορροφουμένων εταιρειών δίνονται μετοχές της απορροφούσας και ενδεχομένως ένα ορισμένο χρηματικό ποσό. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που αποδίδονται στους μετόχους των απορροφουμένων εταιρειών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών, την αξία καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιρειών.

Συγχώνευση ανώνυμων εταιρειών με απορρόφηση συντελείται όταν συντρέχουν οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- *Να υφίσταται μια ανώνυμη εταιρεία που αποκτά τις περιουσίες άλλης ή άλλων ανώνυμων εταιρειών*

Πρέπει να υφίσταται μια ανώνυμη εταιρεία, η οποία να αποκτά κατά κυριότητα το σύνολο της περιουσίας μιας ή περισσότερων ανώνυμων εταιρειών και η οποία ονομάζεται απορροφούσα. Η εταιρεία αυτή πρέπει να υφίσταται κατά το χρόνο της συγχωνεύσεως για να υπάρχει αυτή η μορφή συγχωνεύσεως. Αν δεν υπάρχει ανώνυμη εταιρεία και συνιστάται κατά τη συγχώνευση, έχουμε την άλλη μορφή συγχωνεύσεως, τη συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας.

Ευνόητο ότι η απορροφούσα εταιρεία είναι δυνατό να έχει τη μορφή άλλης εταιρείας λ.χ. να είναι εταιρεία περιορισμένης ευθύνης. Στην περίπτωση όμως αυτή δεν έχουν πλήρη εφαρμογή οι διατάξεις των άρθρων 68 έως 79 του Ν.2190/1920.

Συγχώνευση εταιρειών με διαφορετικό σκοπό είναι δυνατή. Εάν όμως η εταιρεία που θα προκύψει από τη συγχώνευση, είναι αποκλειστικού σκοπού, η αποκλειστικότητα του σκοπού της θα πρέπει να διατηρηθεί και μετά τη συγχώνευση. Εφόσον προβλέπεται δε η ισχύς συγκεκριμένων κανόνων οργάνωσης της εταιρείας που θα προκύψει από τη συγχώνευση, αυτοί οι κανόνες θα πρέπει επίσης να τηρηθούν.

- *Να υφίστανται μια ή περισσότερες εταιρείες που εξαφανίζονται με συγχώνευση*

Κατά το χρόνο της συγχωνεύσεως, πρέπει να υφίστανται μια ή περισσότερες άλλες ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες λύνονται και, χωρίς να υπαχθούν σε εκκαθάριση, μεταβιβάζουν ολόκληρη την περιουσία τους στην απορροφούσα. Οι εταιρείες αυτές ονομάζονται απορροφούμενες.

Ο νόμος δεν αξιώνει οι απορροφούμενες εταιρείες να έχουν ομοειδές αντικείμενο με την απορροφούσα ή να έχουν τα αυτά με εκείνη χαρακτηριστικά ή την ίδια έδρα. Μολονότι ο νόμος δεν απαιτεί κάτι τέτοιο, παρατηρούμε ότι αυτό είναι το σύνηθες στην πράξη, αφού το αντίθετο θα παρουσίαζε πρακτικές δυσχέρειες στις περιπτώσεις που τα εισφερόμενα στοιχεία δεν είναι μετρητά. Πράγματι, απορροφούσα και απορροφούμενες πρέπει να έχουν το ίδιο αντικείμενο για τους εξής κυρίως λόγους:

- Τα ενεργητικά στοιχεία της απορροφουμένης εταιρείας δε θα έχουν την ίδια χρησιμότητα και αξία για την απορροφούσα όση είχαν στην απορροφούμενη αν η

απορροφούσα δεν αξιοποιεί λειτουργικά τα στοιχεία που αποκτά με την απορρόφηση. Λειτουργική όμως αξιοποίηση αυτών προϋποθέτει ομοειδές αντικείμενο απορροφούσας – απορροφουμένων.

- Αν οι μεταβιβαζόμενες στην απορροφούσα υποχρεώσεις των απορροφουμένων εταιρειών είναι μη χρηματικές (λ.χ. εκτέλεση τεχνικών έργων, παραγγελιών κ.λπ.), η απορροφούσα πρέπει να έχει το ίδιο με τις απορροφούμενες εταιρείες αντικείμενο, για να είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις αυτές.

Προς την κατεύθυνση αυτή οδηγεί και η συνήθης πρακτική εταιρείες να μεταβιβάζουν έναν ορισμένο κλάδο, ο οποίος είναι ασυσχέτιστος με τους λοιπούς (δηλαδή κατασκευάζει προϊόντα ή παρέχει υπηρεσίες που δεν σχετίζονται με τα προϊόντα και τις υπηρεσίες των λοιπών κλάδων - ασυσχέτιστη διαποίκιση), προκειμένου να δημιουργηθεί μια νέα εταιρεία, η οποία θα έχει αποκλειστικά ως αντικείμενο εργασιών την πώληση του προϊόντος ή την παροχή της υπηρεσίας του εν λόγω κλάδου.

- *Να γίνεται μεταβίβαση στην απορροφούσα του συνόλου της περιουσίας καθεμιάς απορροφούμενης εταιρείας*

Οι απορροφούμενες εταιρείες πρέπει να μεταβιβάζουν στην απορροφούσα το σύνολο της περιουσίας τους, δηλαδή ολόκληρο το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις τους. Δεν είναι δυνατό να απορροφηθεί τμήμα της εταιρείας και κατά το υπόλοιπο η εταιρεία να εξακολουθεί να λειτουργεί. Αυτό ορίζεται ρητά στο νόμο, αλλά συνάγεται και από τις διατάξεις περί εκκαθάρισεως, περί ισότητας των μετοχών, περί δικαιωμάτων των πιστωτών, διατάξεις που είναι τελείως ασυμβίβαστες με οποιαδήποτε έννοια τμηματικής απορροφήσεως.

Η εισφορά ενός τμήματος της εταιρικής περιουσίας με καθολική διαδοχή της απορροφούσας ή της νέας εταιρείας μόνο ως προς αυτό το τμήμα, με σύγχρονη λύση και εκκαθάριση της εταιρείας, ως προς την υπόλοιπη περιουσία, δεν εμπίπτει στις διατάξεις του ν. 2190/20 για τη συγχώνευση. Αυτή η πράξη, γνωστή ως «μερική συγχώνευση», είναι ασυμβίβαστη με τα εννοιολογικά χαρακτηριστικά της συγχώνευσης, όπως καθορίζονται από το άρθρο 68. Αντίστοιχα, διανομή της εταιρικής περιουσίας προς τους μετόχους θα μπορούσε να επιχειρηθεί από την απορροφώμενη εταιρεία μόνο πριν από τη συγχώνευση και ανεξάρτητα από αυτή.

- *Αύξηση του κεφαλαίου της απορροφούσας με έκδοση νέων μετοχών*

Η απορροφούσα εταιρεία, έναντι της αξίας των περιουσιών των απορροφουμένων εταιρειών, δίνει στους μετόχους των εταιρειών αυτών νέες μετοχές εκδόσεώς της. Δηλαδή, η απορροφούσα εταιρεία οφείλει να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο και τις νέες μετοχές που θα εκδώσει να τις δώσει στους μετόχους των απορροφουμένων εταιρειών. Δεν είναι νοητή απορρόφηση εταιρείας χωρίς αύξηση του κεφαλαίου της απορροφούσας και παράδοση των νέων μετοχών στους μετόχους της απορροφουμένης εταιρείας.

Δεν αποτελεί συγχώνευση με απορρόφηση η παράδοση στους μετόχους της αποκτώμενης εταιρείας «ιδίων μετοχών» της αποκτώσας εταιρείας παλαιάς εκδόσεως. Άσχετα με το ότι οι τυχόν κατεχόμενες «ίδιες μετοχές», και όταν ακόμη επιτρέπεται η απόκτησή τους (άρθρο 16 παρ. 2), κατέχονται προσωρινά και «πρέπει να πωλούνται μέσα στο συντομότερο δυνατό χρονικό διάστημα, που δεν μπορεί να υπερβαίνει το ένα έτος», η παράδοση στους μετόχους της αποκτώμενης εταιρείας ιδίων μετοχών παλαιάς εκδόσεως που έχει η εκδότρια στην κυριότητά της, σημαίνει πληρωμή της αξίας των μεταβιβαζόμενων από την αποκτώμενη εταιρεία περιουσιακών στοιχείων, με οικονομικά αγαθά της αποκτώσας, δηλαδή «εξαγορά» της αποκτώμενης εταιρείας, που αποτελεί άλλο τρόπο συγχωνεύσεως. Για να υπάρξει συγχώνευση με απορρόφηση απαιτείται αύξηση της περιουσίας της απορροφούσας εταιρείας με παράλληλη αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.

Η συμμετοχή στη συγχώνευση και άλλων προσώπων, εκτός από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, με την εισφορά περιουσιακών τους στοιχείων στην απορροφώσα ή τη νέα εταιρεία, με συνακόλουθο αποτέλεσμα την αύξηση κεφαλαίου της απορροφώσας, δεν πρέπει να θεωρηθεί ότι επιτρέπεται, σε κάθε περίπτωση.¹⁸

- *Ενδεχόμενη καταβολή μετρητών στους μετόχους των απορροφουμένων εταιρειών*

Σε πολλές περιπτώσεις οι μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα για να τις ανταλλάξει με τις μετοχές της απορροφουμένης δε βρίσκονται σε ακέραιη αντιστοιχία. Δηλαδή, μια μετοχή της απορροφουμένης ενδεχομένως να μην είναι ίση ή ακέραιο πολλαπλάσιο ή υποπολλαπλάσιο της νέας μετοχής που θα εκδώσει η απορροφούσα. Έτσι, η απορροφούσα είναι ενδεχόμενο να υποχρεωθεί, για τη στρογγυλοποίηση της

¹⁸ Βλ. ειδικότερα υπέρ της απαγόρευσης Δ. Κριμπά, Συγχώνευσις των εμπορικών εταιρειών, Αθήνα, 1961, 176 και Α. Καραγκουνίδη, Οι προϋποθέσεις αύξησης του κεφαλαίου της απορροφώσας εταιρείας στη συγχώνευση ΑΕ με απορρόφηση, ΕΕμπΔ 1993, 162-171. Αντίθετα, Πασσιάς, ό.π., 1071, Γεωργακόπουλος, ό.π., 460, 483.

αντιστοιχίας των μετοχών, να καταβάλει τη διαφορά σε μετρητά στους μετόχους της απορροφουμένης εταιρείας.

Ο νόμος προσδιορίζει αφενός το ανώτατο όριο των μετρητών και αφετέρου το ανώτατο όριο των μετρητών και της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που η απορροφούσα μπορεί να δώσει στους μετόχους της απορροφουμένης εταιρείας με τη διάταξη του άρθρου 68 παρ. 2, η οποία ορίζει ότι:

(α) Το ποσό των μετρητών δεν μπορεί να υπερβεί το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που η απορροφούσα μπορεί να δώσει στους μετόχους της απορροφουμένης εταιρείας. Ο περιορισμός αυτός αποσκοπεί, προφανώς στο να μη μεταβάλλεται η απορρόφηση σε εξαγορά της εταιρείας.

(β) Το ποσό των μετρητών προστιθέμενο στην ονομαστική αξία των μετοχών της απορροφούσας, που δίνει στους μετόχους της απορροφουμένης εταιρείας, δεν μπορεί να υπερβεί την αξία της καθαρής θέσεως της απορροφουμένης εταιρείας, όπως αυτή προσδιορίστηκε από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων.

3.2.2 Διαδικασίες και διατυπώσεις της συγχωνεύσεως με απορρόφηση

Ιεράρχηση των διατυπώσεων και ενεργειών για την πραγματοποίηση της συγχωνεύσεως με απορρόφηση

Ο νόμος απαιτεί σειρά διατυπώσεων και ενεργειών για την πραγματοποίηση της απορροφήσεως εταιρειών. Την όλη διαδικασία μπορούμε να τη διαχωρίσουμε στα ακόλουθα στάδια:

Στάδιο Πρώτο: Κατάρτιση εγγράφου σχεδίου συμβάσεως συγχωνεύσεως και Εκθέσεων των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών για το σχέδιο αυτό

Στο πρώτο στάδιο, που ακολουθεί τις αναγκαίες διαπραγματεύσεις μεταξύ των προς συγχώνευση εταιρειών, υπάγονται οι ακόλουθες ενέργειες:

α) Τα Δ.Σ. των προς συγχώνευση εταιρειών (απορροφούσας και απορροφουμένων) καταρτίζουν και εγκρίνουν *σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως*, το ελάχιστο περιεχόμενο του οποίου καθορίζεται από το νόμο.

β) Το Δ.Σ. καθεμιάς από τις προς συγχώνευση εταιρείες καταρτίζει έκθεση επεξηγήσεως και δικαιολόγησης, από νομική και οικονομική άποψη, του σχεδίου συμβάσεως συγχωνεύσεως, η οποία υποβάλλεται στη ΓΣ μετόχων της εταιρείας που θα αποφασίσει για τη συγχώνευση.

γ) Το σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως και οι εκθέσεις των Δ.Σ. υποβάλλονται σε δημοσιότητα. Ειδικότερα:

- Το σχέδιο της συμβάσεως συγχωνεύσεως καταχωρείται στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες και περίληψη - ανακοίνωση για την καταχώρηση αυτή δημοσιεύεται στο τεύχος Α.Ε. και ΕΠΕ της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως.

- Η έκθεση του Δ.Σ. καθεμιάς εταιρείας καταχωρείται μόνο στο Μητρώο Αωνύμων Εταιρειών και δε δημοσιεύεται.

Στάδιο δεύτερο: Εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων

Για την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιρειών, συντάσσεται έκθεση προς τη ΓΣ των μετόχων των εταιρειών αυτών, από επιτροπή εμπειρογνομόνων, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9. Η επιτροπή αυτή, που ορίζεται έπειτα από κοινή αίτηση των συγχωνευόμενων εταιρειών, εξετάζει επίσης και τους όρους που περιλαμβάνονται στο σχέδιο σύμβασης της συγχώνευσης.

Τα μέλη της Επιτροπής δεν πρέπει να έχουν οποιαδήποτε εξάρτηση από την εταιρεία, την περιουσία της οποίας πρόκειται να εκτιμήσουν. Η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων αφενός μεν εκτιμά την αξία των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της απορροφούσας και των απορροφούμενων εταιρειών και αφετέρου αποφαινεται αν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών απορροφούσας - απορροφουμένων είναι κατά τη γνώμη της δίκαιη και λογική και συντάσσει σχετική έκθεση.

Στο σχέδιο της συμβάσεως συγχωνεύσεως, στη σύμβαση συγχωνεύσεως, και στις αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών, επιβάλλεται να αναφέρεται η σχέση ανταλλαγής των μετοχών μεταξύ των εταιρειών αυτών, γιατί, από οικονομική άποψη, η σχέση αυτή καθορίζει στην ουσία το αντάλλαγμα που λαμβάνουν οι μέτοχοι από την αποστέρηση της δικής τους επιχειρήσεως. Αυτός ακριβώς είναι ο λόγος που ο νόμος επιβάλλει ως πρώτιστη υποχρέωση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων να αναφέρει στην έκθεσή της «αν, κατά τη γνώμη της, η σχέση ανταλλαγής των μετοχών της ή των απορροφούμενων εταιρειών προς τις μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα εταιρεία είναι δίκαιη και λογική». Δίκαιη πρέπει να θεωρείται η σχέση όταν δε δημιουργεί αδικίες μεταξύ των μετόχων των συγχωνευόμενων εταιρειών και λογική όταν προσδιορίζεται με μια από τις επιστημονικά παραδεκτές μεθόδους.

Σημειώνεται ότι βάσει του άρθρου 9^α του Ν.2190/1920, η εταιρεία μπορεί να μην εφαρμόσει το άρθρο 9 όταν, σύμφωνα με το καταστατικό ή την απόφαση του εταιρικού οργάνου που αποφασίζει την αύξηση κεφαλαίου, αντικείμενο της εισφοράς σε είδος είναι κινητές αξίες ή μέσα χρηματαγοράς και με τους όρους που ορίζονται στο κείμενο του σχετικού νόμου.¹⁹

Επίσης η εταιρεία μπορεί να μην εφαρμόσει το άρθρο 9, όταν, σύμφωνα με το καταστατικό ή την απόφαση του εταιρικού οργάνου που αποφασίζει την αύξηση του κεφαλαίου, αντικείμενο της εισφοράς σε είδος είναι περιουσιακά στοιχεία διαφορετικά από τις ανωτέρω κινητές αξίες ή τα μέσα χρηματαγοράς, τα οποία έχουν ήδη αποτελέσει αντικείμενο αποτίμησης για την εύλογη αξία τους από αναγνωρισμένο ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα, και πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

¹⁹ Οι όροι που τίθενται από το νόμο είναι: «α) Οι κινητές αξίες ή τα μέσα χρηματαγοράς αποτιμώνται στη μέση σταθμισμένη τιμή, στην οποία αποτέλεσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήριο κατά το τελευταίο εξάμηνο πριν από την ημερομηνία πραγματοποίησης της σχετικής εισφοράς.

β) Όταν η τιμή της προηγούμενης περίπτωσης έχει επηρεασθεί από εξαιρετικές περιστάσεις που μπορούν να μεταβάλουν αισθητά την αξία των παραπάνω περιουσιακών στοιχείων κατά την ημερομηνία πραγματοποίησης της εισφοράς, όπως μεταξύ άλλων σε περιπτώσεις που η αγορά τέτοιων κινητών αξιών ή μέσων χρηματαγοράς έχει παύσει να έχει ρευστότητα, η αξία πρέπει να αναπροσαρμόζεται με πρωτοβουλία και ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου. Για την αναπροσαρμογή της ανωτέρω αξίας γίνεται αποτίμηση σύμφωνα με το άρθρο 9. Ο μέτοχος που εισέφερε τα παραπάνω περιουσιακά στοιχεία υποχρεούται να καταβάλει αμέσως οποιαδήποτε επί πλέον διαφορά σε μετρητά, διαφορετικά θεωρείται ότι δεν κατέβαλε την εισφορά του.»

«α) η εύλογη αξία των παραπάνω περιουσιακών στοιχείων έχει προσδιοριστεί για ημερομηνία που δεν προηγείται πέραν των έξι μηνών της ημερομηνίας πραγματοποίησης της σχετικής εισφοράς,

β) η αποτίμηση πραγματοποιήθηκε σύμφωνα με τους γενικά αποδεκτούς κανόνες και τις αρχές αποτίμησης που ισχύουν στην Ελλάδα για το είδος των περιουσιακών στοιχείων που εισφέρονται,

γ) όταν συντρέχουν νέες περιστάσεις που μπορούν να μεταβάλουν αισθητά την εύλογη αξία των παραπάνω περιουσιακών στοιχείων κατά την ημερομηνία πραγματοποίησης της εισφοράς τους, η αξία πρέπει να αναπροσαρμόζεται με πρωτοβουλία και ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου. Για την αναπροσαρμογή της αξίας γίνεται αποτίμηση σύμφωνα με το άρθρο 9. Αν δεν γίνει η αναπροσαρμογή αυτή, ένας ή περισσότεροι μέτοχοι που κατέχουν συνολικά ποσοστό τουλάχιστον 5% του καλυφθέντος κεφαλαίου της εταιρείας κατά την ημέρα που λαμβάνεται η απόφαση για την αύξηση του κεφαλαίου, μπορούν να ζητήσουν αποτίμηση σύμφωνα με το άρθρο 9. Οι μέτοχοι αυτοί μπορούν να υποβάλουν το αίτημά τους μέχρι την ημερομηνία πραγματοποίησης της εισφοράς σε είδος, υπό τον όρο ότι, κατά την ημερομηνία υποβολής του αιτήματος, εξακολουθούν να κατέχουν συνολικά ποσοστό τουλάχιστον 5% του καλυφθέντος κεφαλαίου της εταιρείας, όπως αυτό είχε διαμορφωθεί κατά την ημέρα που ελήφθη η απόφαση για αύξηση του κεφαλαίου. Ο μέτοχος που εισέφερε τα παραπάνω περιουσιακά στοιχεία είναι υποχρεωμένος να καταβάλει αμέσως οποιαδήποτε επί πλέον διαφορά σε μετρητά, διαφορετικά θεωρείται ότι δεν κατέβαλε την εισφορά του.»

Το ερώτημα που τίθεται είναι εάν η ΓΣ δεσμεύεται από τις κρίσεις της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, οι οποίες περιέχονται στην έκθεσή της. Ως προς τα συμπεράσματα του ΔΣ δεν τίθεται θέμα, στο μέτρο που αυτά αποτελούν απλές προτάσεις προς τη συνέλευση, η οποία δικαιούται να τις αποδεχθεί ή όχι. Το ζήτημα όμως τίθεται σε διαφορετική βάση, ως προς την έκθεση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, η οποία, μεταξύ άλλων, περιέχει εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση. Με δεδομένο το δεσμευτικό χαρακτήρα αυτής της εκτίμησης, από την οποία θα προκύψει και η αξία της εισφερόμενης στη συγχωνεύουσα εταιρεία περιουσίας, η απάντηση δε μπορεί παρά να είναι καταφατική, τουλάχιστον ως προς αυτή την εκτίμηση. Η Διεύθυνση Εμπορίου του Υπουργού Εμπορίου, προς αυτή την κατεύθυνση, έκρινε ότι η εκτίμηση περιουσίας της απορροφώμενης εταιρείας από τη ΓΣ δεν είναι δυνατό να υπερβεί την εκτίμηση της Επιτροπής του άρθρου 9 ν. 2190/20.

Επομένως, προβληματίζεται κανείς προς τη νομική αξία της κρίσης της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, ως προς τη σχέση ανταλλαγής, την οποία προτείνει το ΔΣ. Από το ένα μέρος, θα πρέπει να αγνοηθεί το γεγονός ότι η σχέση ανταλλαγής, όπως προτείνεται από την Επιτροπή, θα βασίζεται στην εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών που μετέχουν στην πράξη. Από το άλλο μέρος όμως, ο καθορισμός της σχέσης ανταλλαγής δεν επιτελείται από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων, η οποία απλώς εκφέρει σχετική κρίση. Η τελευταία, ως τέτοια, δεν μπορεί να έχει δεσμευτικό χαρακτήρα για τη συνέλευση, η οποία θα λάβει τη σχετική απόφαση.

Συνεπώς, αν και η εκτίμηση της περιουσίας των εταιρειών που συμμετέχουν στη συγχώνευση, είναι δεσμευτική για τη ΓΣ, η οποία θα αποφασίσει την πράξη, δεν ισχύει το ίδιο για τη σχέση ανταλλαγής, η οποία μπορεί αποφασιστεί, τελικά, διαφορετική από αυτή που πρότεινε το ΔΣ και από εκείνη που η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων έκρινε ως δίκαιη, εύλογη και λογική.²⁰

²⁰ Με την άποψη αυτή συντάσσεται και το Υπουργείο Εμπορίου, με το έγγραφό του Κ3 34/10.6.88, με το οποίο επί σχετικού ερωτήματος της Νομαρχίας Αθηνών/Διεύθυνση Εμπορίου αποφάνθηκε τα εξής:

«ΘΕΜΑ: Συγχώνευση Α.Ε. μετά το Π.Δ. 489/87»

«...Το Υπ. Εμπορίου παραθέτει το εξής παράδειγμα:

Απορροφούμενη εταιρεία «Α»

Μετοχικό κεφάλαιο: μετοχές 300.000 X 100 ονομ. αξία = 30.000.000. Καθαρή Θέση : μετοχές 300.000 X 193,93 εσωτ. αξία = 58.058.991

Απορροφούσα εταιρεία «Β»

Μετοχικό κεφάλαιο: μετοχές 16.360 X 10.000 ονομ. αξία = 163.600.000

Καθαρή Θέση: μετοχές 16.360 X 13.417,25 εσωτ. Αξία = 219.506.225. Σχέση ανταλλαγής μετοχών 13.417,25 / 193,93 = 69,33

Δηλαδή, οι μέτοχοι της απορροφούμενης εταιρείας θα ανταλλάξουν 69,33 παλαιές μετοχές προς μία νέα μετοχή της απορροφούσας.

Αριθμός μετοχών της απορροφούσας που δικαιούνται οι μέτοχοι της απορροφούμενης: $300.000 / 69,33 = 4.327$

Οι 4.327 νέες μετοχές με ονομαστική αξία 10.000, που είναι η ονομαστική αξία της μετοχής της απορροφούσας έχουν συνολική ονομαστική αξία 43.270.000 (4.327 x 10.000). Το ποσό αυτό θα κεφαλαιοποιηθεί. Η διαφορά 14.788,991 μεταξύ της Καθαρής Θέσης της απορροφούμενης εταιρείας και του ποσού που κεφαλαιοποιείται (58.058.991 –

Το ΔΣ δεσμεύεται από την απόφαση της ΓΣ να συντάξει τη σύμβαση συγχώνευσης με τους όρους που αποφάσισε η συνέλευση. Η μη τήρηση αυτής της δέσμευσης ή η επιβράδυνση της διαδικασίας συγχώνευσης, επισύρει την ευθύνη του ΔΣ.

Η πρακτική των Επιτροπών Εμπειρογνομόνων στη χώρα μας αγνοεί τη συνεισφορά κάθε συγχωνευόμενης εταιρείας στα μελλοντικά κέρδη της απορροφούσας ή της νέας εταιρείας και προσδιορίζει τη σχέση ανταλλαγής μετοχών αποκλειστικά με βάση τις καθαρές θέσεις (περιουσίες) των συγχωνευόμενων εταιρειών, ως εάν σε κάθε περίπτωση η συνεισφορά στα μελλοντικά κέρδη κάθε συγχωνευόμενης εταιρείας θα είναι ανάλογη της αξίας της καθαρής της θέσεως.

Σημειώνεται ότι σύμφωνα με το άρθρο 77α, σε περίπτωση που η σχέση ανταλλαγής των μετοχών των μετόχων της απορροφούμενης εταιρείας με μετοχές της απορροφούσας έχει ορισθεί αδικαιολόγητα χαμηλή η συγχώνευση δεν κηρύσσεται άκυρη για το λόγο αυτό. Εφόσον συντρέχει τέτοια περίπτωση, κάθε μέτοχος της απορροφούμενης εταιρείας μπορεί να αξιώσει την καταβολή σε αυτόν από την απορροφούσα εταιρεία αποζημίωσης σε μετρητά. Η αποζημίωση ορίζεται από το μονομελές πρωτοδικείο της έδρας της εταιρείας. Η σχετική αξίωση παραγράφεται αν παρέλθουν 6 μήνες από την καταχώριση στο μητρώο της εγκριτικής απόφασης της συγχώνευσης. Η απορροφούσα εταιρεία μπορεί με δήλωσή της να εξαγοράσει τις μετοχές των μετόχων που ασκούν τη σχετική αξίωση.

Στάδιο τρίτο: Δημοσίευση του σχεδίου της συμβάσεως συγχωνεύσεως σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα και παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών

Το σχέδιο της συμβάσεως συγχωνεύσεως, μετά την καταχώρησή του στα Μητρώα Ανώνυμων Εταιρειών των συγχωνευόμενων εταιρειών, δημοσιεύεται σε μια ημερήσια

43.270.000) θα αχθεί σε πίστωση του λογαριασμού «Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο από υπεραξία συγχωνεύσεως».

Όσον αφορά στο ερώτημά σας, για το ποια εκτίμηση υποχρεούται να αποδεχθεί η Γ.Σ. των μετόχων κάθε εταιρείας, δηλαδή την εκτίμηση των Διοικητικών Συμβουλίων ή της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, σας γνωρίζουμε ότι η ΓΣ των μετόχων, που σύμφωνα με το άρθρο 72 θα εγκρίνει το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης και την τροποποίηση του καταστατικού της απορροφούσας εταιρείας, μπορεί να αποδεχθεί οποιαδήποτε από τις δύο εκτιμήσεις, έχουμε όμως τη γνώμη ότι, σε καμία περίπτωση, η εκτίμηση απορροφουμένης εταιρείας δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη εκείνης της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων και αυτό για διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών...»

οικονομική εφημερίδα. Μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση αυτή οι πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών έχουν δικαίωμα να ζητήσουν να πάρουν επαρκείς εγγυήσεις, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που θέτει ο νόμος. Οι αντιρρήσεις που τυχόν προβάλλουν οι πιστωτές κατά της συγχωνεύσεως εκδικάζονται από το Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας οποιασδήποτε από τις αιτούσες εταιρείες.

Η προστασία των δανειστών του άρθρου 70 παρ. 2 και 3 ισχύει για τους δανειστές τόσο της απορροφώσας όσο και της απορροφώμενης. Τα μέτρα προστασίας του ανωτέρω άρθρου, ωστόσο, δεν επεκτείνονται σε όλους τους δανειστές της εταιρείας. Ανακύπτει συνεπώς το ζήτημα του καθορισμού του τρόπου προστασίας των λοιπών δανειστών. Το ίδιο ζήτημα εμφανίζεται και σχετικά με την προστασία των δανειστών που αφορά στο άρθρο 70 παρ. 2 και 3, μετά την πάροδο της προθεσμίας που θέτουν αυτές οι διατάξεις. Σε αυτές τις περιπτώσεις, εφαρμόζεται το κοινό δίκαιο και οι δανειστές δύνανται να επιδιώξουν την προστασία των συμφερόντων τους, με τα μέτρα που αυτό τους παρέχει.

Οι δανειστές των εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση, οι απαιτήσεις των οποίων έχουν γεννηθεί πριν από αυτή και δεν έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες, κατά το χρόνο δημοσίευσης της περίληψης του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, δικαιούνται να ζητήσουν να λάβουν επαρκείς εγγυήσεις, σε προθεσμία ενός μηνός από την ανωτέρω δημοσίευση.²¹

Οι πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών έχουν δικαίωμα να ζητήσουν τις εγγυήσεις εφόσον συντρέχουν οι ακόλουθες περιπτώσεις:

(α) Οι απαιτήσεις των πιστωτών να γεννήθηκαν πριν από τη δημοσίευση του σχεδίου της συμβάσεως συγχωνεύσεως, γιατί οι πιστωτές της κατηγορίας αυτής χορήγησαν τις πιστώσεις τους στην εταιρεία με βάση την οικονομική της κατάσταση και τελώντας σε άγνοια των προθέσεων της εταιρείας για συγχώνευσή της με άλλες εταιρείες χειρότερης πιθανόν οικονομικής καταστάσεως.

(β) Οι απαιτήσεις των πιστωτών να μην έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες κατά το χρόνο δημοσιεύσεως του σχεδίου της συμβάσεως συγχωνεύσεως.

²¹ Αν η αξίωση του δανειστή ήταν ήδη απαιτητή, ή αν γεννήθηκε μετά τη δημοσίευση, δεν υφίσταται δικαίωμα αντιρρήσεως, με την αιτιολογία ότι οι μεν είχαν αδιαφορήσει για εξασφάλιση των απαιτήσεών τους ήδη πριν από τη συγχώνευση, οι δε συναλλάχθηκαν με την εταιρεία γνωρίζοντας τη συγχώνευση, Λ. Γεωργακόπουλος, Εταιρείες και συνδεδεμένες επιχειρήσεις, β' έκδ., εκδ. Αφοί Σάκκουλα, Αθήνα, 1996, 643, 644.

(γ) Η οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιρειών να καθιστά απαραίτητη την προστασία των πιστωτών με την παροχή εγγυήσεων (εμπραγμάτων - υποθήκες προσημειώσεις, ενέχυρα - ή και προσωπικών). Κατά το πνεύμα του νόμου πρέπει να εκτιμάται η συνολική καθαρή θέση των εταιρειών που συγχωνεύονται, αφού, μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχωνεύσεως, η απορροφούσα εταιρεία υποκαθίσταται σε όλα γενικά τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των απορροφούμενων εταιρειών.

(δ) Οι πιστωτές, προκειμένου να ζητήσουν την παροχή εγγυήσεων²² για την κανονική είσπραξη των απαιτήσεών τους, πρέπει να μην έχουν ήδη λάβει επαρκείς εγγυήσεις (προσωπικές ή εμπράγματα) από τις εταιρείες που έρχονται σε συγχώνευση.

Ο δανειστής ο οποίος θα προβάλει αντιρρήσεις κατά της συγχώνευσης, θα στραφεί κατά της εταιρείας έναντι της οποίας έχει την απαίτησή του, προσβάλλοντας όμως τη συγχώνευση ως πράξη. Το γεγονός ότι αυτός ο δανειστής δεν έχει απαίτηση κατά των λοιπών εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση, δεν του επιτρέπει να στραφεί και κατά αυτών των εταιρειών.

Στην πραγματικότητα παρέχεται στους δανειστές προθεσμία ενός μηνός, για να ζητήσουν την παροχή εγγυήσεων από την εταιρεία και να προβάλουν αντιρρήσεις κατά της συγχώνευσης, για κάθε διαφορά που θα προκύψει σχετικά με αυτές τις εγγυήσεις. Οι δανειστές έχουν συμφέρον να ζητήσουν την παροχή εγγυήσεων το συντομότερο δυνατό, ώστε να έχουν, στη συνέχεια, το χρονικό περιθώριο να προβάλουν ενδεχόμενες αντιρρήσεις, εάν δεν ικανοποιηθούν με τα μέτρα που έλαβε η εταιρεία, για την προστασία τους.

Το Μονομελές Πρωτοδικείο δύναται να επιτρέψει τη συγχώνευση, παρά τις ενδεχόμενες αντιρρήσεις των δανειστών, εφόσον κρίνει ότι η οικονομική κατάσταση της εταιρείας ή οι εγγυήσεις που έχουν ήδη λάβει οι δανειστές, ή που τους προσφέρονται, δε δικαιολογούν τις αντιρρήσεις τους. Το δικαστήριο αποφασίζει σχετικά, ύστερα από αίτηση εταιρείας από αυτές που μετέχουν στη συγχώνευση. Η αίτηση κοινοποιείται στις εταιρείες που μετέχουν στην πράξη και στο δανειστή που θα έχει εκφράσει αντιρρήσεις.

²² Ο όρος «εγγυήσεις» θα πρέπει να εκληφθεί με την ευρύτερη δυνατή έννοια, κατά τρόπο ώστε να καταλαμβάνει οποιοδήποτε είδους εξασφάλιση (όχι απαραίτητα εμπράγματη) των σχετικών δικαιωμάτων των δανειστών.

Η απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου δεν προσβάλλεται με ένδικα μέσα. Οι συμμετέχουσες στη συγχώνευση εταιρείες όμως δύνανται να προβούν, μετά την έκδοση της απόφασης, στην παροχή νέων εγγυήσεων και να ζητήσουν, με νέα αίτησή το δικαστήριο να επιτρέψει τη συγχώνευση. Σ' αυτή την περίπτωση, το δικαστήριο καλείται να αποφανθεί για τη συγχώνευση, μετά τη μεταβολή των πραγμάτων, η οποία δικαιολογεί τη νέα απόφαση.²³

Οι δανειστές δύνανται να ανακαλέσουν τις αντιρρήσεις που θα έχουν προβάλει σε βάρος της συγχώνευσης. Σε αυτή την περίπτωση, δεν απαιτείται νέα απόφαση, η οποία θα ανακαλεί την προηγούμενη, με την οποία δεν είχε επιτραπεί η συγχώνευση.²⁴

Αν υπάρχουν ομολογιούχοι δανειστές, τουλάχιστον σε μια από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, η απόφαση της εταιρείας αυτής για συγχώνευση απαιτεί έγκριση των δανειστών αυτών (άρθρο 70 παρ. 4). Στη συνεδρίαση της ιδιαίτερης συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών, η οποία αποφασίζει με την απλή απαρτία και πλειοψηφία των άρθρων 29 παρ. 1 και 31 παρ. 1 ν. 2190/20, μετέχει το σύνολο των ομολογιούχων δανειστών, ανεξάρτητα δανείου. Η απαρτία υπολογίζεται, επομένως, με βάση το ποσό που αντιστοιχεί στο σύνολο των ομολογιακών δανείων. Κάθε ομολογία παρέχει ένα δικαίωμα ψήφου, χωρίς να εξετάζεται η ονομαστική της αξία. Διαφορετική όμως είναι η περίπτωση κατά την οποία ένας τίτλος περιλαμβάνει περισσότερες ομολογίες. Σε αυτή την περίπτωση, ο ομολογιούχος δανειστής έχει τόσα δικαιώματα ψήφου όσα και οι ομολογίες που αντιπροσωπεύει ο τίτλος. Το ποσοστό της πλειοψηφίας, για τη λήψη απόφασης της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών, υπολογίζεται επίσης με βάση το σύνολο των παρόντων ομολογιούχων δανειστών κάθε εταιρείας, και πάλι ανεξάρτητα ομολογιακού δανείου.

Στους κομιστές άλλων, εκτός μετοχών, τίτλων, (π.χ. μετατρέψιμες ομολογίες, κατόχων κοινών ιδρυτικών ή εξαιρετικών ιδρυτικών τίτλων), από τους οποίους απορρέουν ειδικά δικαιώματα, παρέχονται από την απορροφούσα εταιρεία δικαιώματα τουλάχιστον ισοδύναμα με εκείνα που είχαν στην απορροφούμενη εταιρεία, εκτός εάν κάθε κομιστής τέτοιου τίτλου ενέκρινε την τροποποίηση των δικαιωμάτων του (άρθ. 70 παρ.5).

²³ Βλ. Λεβαντής, Το Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών, τόμος 3, 1995, 96.

²⁴ Βλ. Λεβαντής, ό.π., 96, 97.

Στάδιο τέταρτο: Πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με το σχέδιο της συμβάσεως συγχωνεύσεως και την οικονομική κατάσταση των συγχωνευομένων εταιρειών

Κάθε συγχωνευόμενη εταιρεία θέτει στη διάθεση των μετόχων της τουλάχιστον το σχέδιο της συμβάσεως συγχωνεύσεως, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και τις Εκθέσεις Διαχειρίσεως του Δ.Σ. των τριών τελευταίων χρήσεων των εταιρειών που συγχωνεύονται και ενδεχομένως μια λογιστική κατάσταση. Η πληροφόρηση αυτή αποτελεί δικαίωμα των μετόχων και γίνεται ένα μήνα πριν από τη ΓΣ της εταιρείας που θα αποφασίσει για τη συγχώνευση.

Στάδιο πέμπτο: Έγκριση του σχεδίου συμβάσεως συγχωνεύσεως από τις γενικές συνελεύσεις των συγχωνευόμενων εταιρειών

Το σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως εγκρίνεται από καταστατική ΓΣ καθεμιάς συγχωνευόμενης εταιρείας. Σε περίπτωση που το σχέδιο έχει τροποποιηθεί εξαιτίας της εκτιμήσεως της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, οι γενικές συνελεύσεις εγκρίνουν το τροποποιημένο σχέδιο.

Στις ίδιες καταστατικές γενικές συνελεύσεις εγκρίνονται και οι αναγκαίες τροποποιήσεις (αύξηση κεφαλαίου κ.λπ.) των καταστατικών τους.

Στάδιο έκτο: Κατάρτιση συμβάσεως συγχωνεύσεως ενώπιον συμβολαιογράφου

Καταρτίζεται η σύμβαση συγχωνεύσεως ενώπιον συμβολαιογράφου. Στο συμβολαιογραφικό έγγραφο προσαρτώνται υπεύθυνες δηλώσεις του Ν.1599/86 των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών ότι δεν προβλήθηκαν από τους πιστωτές των εταιρειών αντιρρήσεις ή αυτές που προβλήθηκαν έχουν ήδη επιλυθεί.

Στάδιο έβδομο: Έγκριση της συγχωνεύσεως από τον Υπουργό Εμπορίου και δημοσιότητα της συγχωνεύσεως

Η πράξη της συγχωνεύσεως εγκρίνεται από τον Υπουργό Εμπορίου (αρμόδιο Νομάρχη) και παρέχεται μόνο αφού διαπιστωθεί ότι συντελέστηκαν νόμιμα όλες οι πράξεις και οι διατυπώσεις που επιβάλλει ο νόμος για την πραγματοποίηση της συγχωνεύσεως.

Οι αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων για τη συγχώνευση, η σύμβαση συγχώνευσης και η έγκριση του Υπουργού Εμπορίου υποβάλλονται στις διατυπώσεις δημοσιότητας που προβλέπει ο νόμος, δηλαδή καταχώρηση στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες και δημοσίευση ανακοινώσεως-περιλήψεως στο τεύχος των Α.Ε. και ΕΠΕ της Εφημερίδας της Κυβέρνησης.

Μετά το πέρας και των 7 σταδίων, ολοκληρώνεται η διαδικασία της συγχωνεύσεως. Συγκεκριμένα η συγχώνευση ολοκληρώνεται και τα αποτελέσματα αυτής επέρχονται από την καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών της αποφάσεως του Υπουργού Εμπορίου με την οποία εγκρίνεται η συγχώνευση.

3.2.3 Άδεια της Επιτροπής Ανταγωνισμού

Στην περίπτωση των ΕΕΧ, ΑΕΔΑΚ και ΕΠΕΥ, η άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί τυπικό προαπαιτούμενο της άδειας σύστασης αυτών, η δε προηγούμενη απόφαση της Επιτροπής συνιστά προαπαιτούμενο της ενδεχόμενης τροποποίησης του καταστατικού τους. Συνεπώς, η διοίκηση στην οποία υποβάλλεται η αίτηση καταχώρισης της συγχώνευσης, εξετάζει την καθ' ύλη και κατά τόπο αρμοδιότητά της, την τυπική νομιμοποίηση των προσώπων που υποβάλλουν την αίτηση, την τυπική πληρότητα των στοιχείων που απαιτεί ο νόμος. Στα στοιχεία αυτά υπάγεται και η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ως εκ τούτου το Υπουργείο Ανάπτυξης πρέπει να ελέγχει κάθε φορά, αν έχει προηγηθεί σχετική απόφαση αυτής, επειδή ο έλεγχος αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, συμπεριλαμβάνεται στον έλεγχο της τυπικής νομιμότητας που προβαίνει η Διοίκηση στην περίπτωση της συγχώνευσης ανωνύμων εταιρειών. Εν αντιθέσει με τα ως άνω, στην περίπτωση

του προληπτικού ελέγχου που ορίζει ο ν.703/77, να μην η καταχώριση στο ΜΑΕ ισοδυναμεί με πραγματοποίηση της συγκέντρωσης, η οποία απαγορεύεται, αν δεν προηγηθεί απόφαση της Επιτροπής Ανταγωνισμού, πλην όμως η Διοίκηση δεν είναι αρμόδια να κρίνει, αν πληρούνται οι προϋποθέσεις υπαγωγής στον προληπτικό έλεγχο του νόμου, δηλαδή αν πληρούνται τα «κατώφλια» του νόμου.

Υποχρέωση γνωστοποίησης υπάρχει:

A) αν με τη συγκέντρωση αποκτάται ή αυξάνεται μερίδιο αγοράς προϊόντων υπηρεσιών, που αφορά η συγκέντρωση, που αντιπροσωπεύει στην εθνική αγορά ή σε σημαντικό, σε συνάρτηση με τα χαρακτηριστικά των προϊόντων των υπηρεσιών, τμήμα της, τουλάχιστον 10% του συνολικού κύκλου εργασιών που πραγματοποιείται με το προϊόντα ή τις υπηρεσίες που θεωρούνται ομοειδή από τον καταναλωτή λόγω ιδιοτήτων, τιμής και χρήσης για την οποία προορίζονται ή

B) ο συνολικός κύκλος εργασιών όλων των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση ανέρχεται στην εθνική αγορά τουλάχιστον σε ΕΥΡΩ 150.000.000 και δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες πραγματοποιούν κάθε μια χωριστά συνολικό κύκλο εργασιών άνω των ΕΥΡΩ 15.000.000.

Η εποπτική αρχή δεν μπορεί να ελέγξει τις ως άνω προϋποθέσεις υπαγωγής στον προληπτικό έλεγχο, διότι πρόκειται για έννοιες, που απαιτούν ουσιαστική έρευνα, συνεπώς, δεν μπορεί να ζητήσει την τυχόν εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Ανταγωνισμού ή να κρίνει, ότι εν προκειμένω δεν συντρέχει περίπτωση υπαγωγής στο

ν. 703/77. Η Διοίκηση δεν νομιμοποιείται, επίσης, να αρνηθεί την καταχώριση της υπό έγκριση συγχώνευσης, διαπιστώνοντας η ίδια, ότι η υπό κρίση συγχώνευση μπορεί να προκαλέσει παρεμπόδιση ή νόθευση του ανταγωνισμού, διότι σε αυτήν την περίπτωση προβαίνει σε ανεπίτρεπτο έλεγχο ουσιαστικής νομιμότητας.²⁵

Γίνεται δεκτό όμως, ότι η εποπτική αρχή μπορεί και πρέπει να αρνηθεί την καταχώριση, προσωρινά στο χρονικό διάστημα ανάμεσα στη γνωστοποίηση της προπαρασκευαζόμενης συγχώνευσης και την έκδοση της απόφασης της Επιτροπής Ανταγωνισμού και οριστικά στο χρονικό διάστημα μετά από την έκδοση της απόφασης

²⁵ Καραγκουνίδης, ό.π., σελ. 163.

της Επιτροπής Ανταγωνισμού, η οποία απαγορεύει τη συγκέντρωση των επιχειρήσεων.²⁶

Σε περίπτωση, όμως, που η συγχώνευση ολοκληρωθεί με την καταχώριση στο ΜΑΕ, τότε έχουμε πραγματοποίηση της συγκέντρωσης, η οποία αν υπάγεται στον προληπτικό έλεγχο και δεν έχει λάβει χώρα, τότε θα επέλθουν οι κυρώσεις του ν.703/77, οι οποίες συνίστανται στην επιβολή από την Επιτροπή Ανταγωνισμού προστίμου για υπαίτια παράβαση της υποχρέωσης γνωστοποίησης ύψους τουλάχιστον ΕΥΡΩ 15.000, το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 7% του συνολικού κύκλου εργασιών, καθώς και πρόστιμο για πραγματοποίηση της συγκέντρωσης ύψους τουλάχιστον ΕΥΡΩ 30.000, το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 15% του συνολικού κύκλου εργασιών των συμμετεχουσών επιχειρήσεων. Η Επιτροπή Ανταγωνισμού μπορεί να διατάξει επίσης, το διαχωρισμό των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση ή των περιουσιακών στοιχείων ή τον τερματισμό του κοινού ελέγχου ή όποια άλλα μέτρα κρίνει πρόσφορα για την άρση του περιορισμού του ανταγωνισμού που απορρέει από την πραγματοποίηση της συγκέντρωσης.

Η απόφαση του Υπουργού με την οποία αρνείται την έγκριση πρέπει να είναι αιτιολογημένη και σε κάθε περίπτωση υπόκειται στον έλεγχο του Συμβουλίου της Επικρατείας.

3.2.4 Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρείας

Απαραίτητη προϋπόθεση για την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχωνεύσεως είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρείας στο μέτρο που απαιτείται να δοθούν μετοχές στους μετόχους των απορροφουμένων εταιρειών, σύμφωνα με τη συμφωνημένη σχέση ανταλλαγής μετοχών απορροφούσας - απορροφουμένων εταιρειών.

Ο ν. 2190/1920 με τη διάταξη του άρθρου 68 παρ. 2 θέτει ως ανώτατο όριο της συνολικής ονομαστικής αξίας των νέων μετοχών, που εκδίδει η απορροφούσα εταιρεία και παραδίνει στους μετόχους της απορροφουμένης εταιρείας, την «καθαρή θέση της εισφερόμενης περιουσίας» της εταιρείας αυτής, όπως αυτή προσδιορίστηκε από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων. Δεν θέτει όμως ο νόμος κατώτατο όριο της ονομαστικής αξίας των νέων αυτών μετοχών που μπορεί να οριστεί σε ποσό μικρότερο του

²⁶ Βλ. Καραγκουνίδη, ό.π. σελ. 163.

ανώτατου ορίου που προαναφέρουμε, δηλαδή ο νόμος επιτρέπει την έκδοση των νέων μετοχών υπέρ το άρτιο. Αντίθετα, δεν είναι δυνατό να εκδοθούν μετοχές υπό το άρτιο, αφού ο νόμος θέτει ως ανώτατο όριο (οροφή) της ονομαστικής αξίας των νέων μετοχών την πραγματική καθαρή θέση της απορροφούμενης εταιρείας.

Αλλά στην πραγματική καθαρή θέση της απορροφούσας και της απορροφούμενης εταιρείας, όπως αυτές προσδιορίζονται από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων, δεν περιλαμβάνεται το Goodwill καθεμιάς από τις εταιρείες αυτές. Συνεπώς για το Goodwill της απορροφημένης εταιρείας δεν εκδίδονται μετοχές της απορροφούσας. Το Goodwill αμφοτέρων των εταιρειών, απορροφούσας και απορροφούμενων, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών.

Οι γενικές διατάξεις που διέπουν κάθε αύξηση του κεφαλαίου έχουν εφαρμογή και στην εξεταζόμενη περίπτωση συγχωνεύσεως εταιρειών δια απορροφήσεως. Έτσι, η αύξηση του κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρείας είναι δυνατό να γίνει:

(α) Με απόφαση του Δ.Σ. της εταιρείας, χωρίς να απαιτείται τροποποίηση του καταστατικού, υπό τις προϋποθέσεις που θέτει η διάταξη του άρθρου 13 παρ. 1 του νόμου, δηλαδή:

- ο Το Δ.Σ. πρέπει να είναι εξουσιοδοτημένο από το καταστατικό (αρχικό ή μετά από τροποποίηση) ή με απόφαση της γενικής συνελεύσεως για την αύξηση του κεφαλαίου.
- ο Η απόφαση του Δ.Σ πρέπει να ληφθεί με αυξημένη πλειοψηφία των 2/3 των μελών του.
- ο Το ποσό της αύξησεως του κεφαλαίου δεν μπορεί να υπερβεί το αρχικό ή, κατά περίπτωση, το καταβλημένο μετοχικό κεφάλαιο.
- ο Η αύξηση του κεφαλαίου να συντελεστεί με έκδοση νέων μετοχών.

(β) Με απόφαση της γενικής συνελεύσεως των μετόχων της εταιρείας κατά τη συνήθη απαρτία και πλειοψηφία, χωρίς να απαιτείται τροποποίηση του καταστατικού, υπό τις προϋποθέσεις που θέτει η διάταξη του άρθρου 13 παρ. 2 του νόμου, δηλαδή:

- ο Πρέπει να υπάρχει σχετική πρόβλεψη στο καταστατικό (αρχικό ή κατά τροποποίηση).

- ο Αύξηση του κεφαλαίου να λάβει χώρα στη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρείας.
- ο Το ποσό του αυξανόμενου κεφαλαίου δεν μπορεί να υπερβαίνει το πενταπλάσιο του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου.
- ο Η αύξηση του κεφαλαίου να συντελεστεί με έκδοση νέων μετοχών.

(γ) Με απόφαση της γενικής συνελεύσεως των μετόχων που λαμβάνεται με αυξημένη (καταστατική) απαρτία και πλειοψηφία των άρθρων 29 παρ. 3 και 31 παρ. 2 του νόμου, εφόσον για την αύξηση του κεφαλαίου απαιτείται τροποποίηση του καταστατικού.

Οι μετοχές που εκδίδονται λόγω της απορροφήσεως προορίζονται αποκλειστικά για τους μετόχους της απορροφουμένης εταιρείας. Οι παλαιοί μέτοχοι της απορροφούσας δεν έχουν δικαίωμα προτιμήσεως που έχουν σε κάθε άλλη αύξηση του κεφαλαίου (άρθρο 13 παρ. 5), ούτε και μπορούν να μετάσχουν στην αύξηση αυτήν του κεφαλαίου που γίνεται για την απορρόφηση εταιρείας.

Οι νέες μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα είναι κοινές. Είναι δυνατό όμως να εκδοθούν και προνομιούχες ή άλλης κατηγορίας μετοχές από αυτές που προβλέπει ο νόμος (άρθρο 3), εφόσον τέτοια υποχρέωση πηγάζει από τη σύμβαση συγχωνεύσεως.

Με τη σύμβαση συγχωνεύσεως γίνεται η κάλυψη των νέων μετοχών, ενώ η καταβολή του κεφαλαίου γίνεται με τη συμπλήρωση των διαδικασιών συγχωνεύσεως. Η καταβολή, δηλαδή η ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχωνεύσεως, αν δεν τίθεται βραχύτερη προθεσμία από τη σύμβαση συγχωνεύσεως, πρέπει να συντελείται μέσα στην προθεσμία που όρισε η ΓΣ των μετόχων.²⁷

Θέμα προκύπτει αν η απόφαση του νομάρχη για την έγκριση της συγχωνεύσεως βραδύνει πέραν του τετράμηνου που ορίζει η παραπάνω διάταξη. Μια λύση θα ήταν να κληθεί εν νέου η ΓΣ των μετόχων, η οποία να ορίσει νέα ημερομηνία καταβολής του

²⁷ Επισημαίνουμε τις διατάξεις του άρθρου 11 του Ν.2190/1920, που ορίζουν σχετικώς ότι:

«Σε κάθε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου η πιστοποίηση της καταβολής ή μη αυτού πρέπει να γίνεται εντός προθεσμίας 1 μηνός από τη λήξη της προθεσμίας καταβολής του ποσού της αύξησης. Πιστοποίηση καταβολής δεν απαιτείται εάν η αύξηση κεφαλαίου δεν γίνεται με νέες εισφορές.

Η προθεσμία καταβολής της αύξησης του κεφαλαίου ορίζεται από το όργανο που έλαβε τη σχετική απόφαση, και δεν μπορεί να είναι μικρότερη των 15 ημερών ούτε μεγαλύτερη των 4 μηνών από την ημέρα που ελήφθη η απόφαση αυτή.»

κεφαλαίου καλύπτουσα τη βραδυπορία. Επισημαίνεται ότι αν μέσα στις ταχθείσες νόμιμες προθεσμίες δεν ολοκληρωθεί η συγχώνευση και δεν μεταβιβαστεί η περιουσία των απορροφούμενων εταιρειών στην απορροφούσα, η αύξηση του κεφαλαίου ματαιώνεται και επέρχεται ανατροπή των διαδικασιών συγχωνεύσεως που είχαν πραγματοποιηθεί.

Η αύξηση του κεφαλαίου λόγω απορροφήσεως σε ό,τι αφορά τη μεταβίβαση της περιουσίας της απορροφουμένης καλύπτεται με εισφορά σε είδος, της οποίας η τμηματική καταβολή απαγορεύεται (άρθρο 12 παρ. 1 εδ. β' του νόμου).

3.2.5 Μετοχές της απορροφούμενης εταιρείας που δεν ανταλλάσσονται με μετοχές της απορροφούσας εταιρείας

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 75 παρ. 4 του νόμου, «οι μετοχές της απορροφούσας εταιρείας δεν ανταλλάσσονται με μετοχές της απορροφουμένης που κατέχονται είτε από την ίδια την απορροφούσα εταιρεία, είτε από πρόσωπο που ενεργεί στο όνομά του, αλλά για λογαριασμό της εταιρείας αυτής, είτε από την ίδια την απορροφούμενη εταιρεία, είτε από πρόσωπο που ενεργεί στο όνομά του, αλλά για λογαριασμό της εταιρείας αυτής».²⁸

²⁸ Για παράδειγμα, έστω ότι η εταιρεία Α απορροφά την εταιρεία Β και ότι (I) η Α κατέχει κατά κυριότητα 2.000 μετοχές της Β ή (II) η Β κατέχει κατά κυριότητα 2.000 μετοχές εκδόσεώς της (ίδιες μετοχές). Για καθεμιά από τις περιπτώσεις αυτές σημειώνουμε τα εξής:

(α) Η Α κατέχει 2.000 μετοχές της Β:

Η περιουσία της Β, όπως προκύπτει από την έκθεση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, η οποία αναλογεί στις 2.000 μετοχές της Β ανήκει ήδη (πριν από την απορρόφηση) στην Α, αφού αυτή κατέχει τις 2.000 μετοχές της Β κατά κυριότητα. Κατά τον προσδιορισμό της σχέσεως ανταλλαγής των μετοχών της Β μετοχές της Α, η περιουσία που αναλογεί στις 2.000 μετοχές της Β θα αφαιρεθεί από την πραγματική καθαρή θέση αυτής και μόνο για την υπόλοιπη καθαρή θέση της Β η Α θα δώσει μετοχές εκδόσεώς της. Η υπό (α) περίπτωση της παραπάνω διατάξεως απαγορεύει την Α να εκδώσει 2.000 μετοχές και να τις κρατήσει η ίδια. Το αντίθετο θα οδηγούσε στο να αποκτήσει η Α δικές της μετοχές, πράξη που κατά κανόνα ο νόμος απαγορεύει.

(β) Η Β κατέχει 2.000 δικές της μετοχές:

Σ' αυτήν την περίπτωση η Β έχει ουσιαστικά μειώσει το κεφάλαιό της κατά 2.000 μετοχές. Οι μετοχές αυτές, που αναγράφονται στο ενεργητικό του ισολογισμού της με τον τίτλο «ίδιες μετοχές», στην ουσία δεν αποτελούν περιουσιακό στοιχείο, αλλά λογαριασμό αντίθετο του λογαριασμού «μετοχικό κεφάλαιο». Στην έκθεση της Εκτιμητικής Επιτροπής, η

3.2.6 Φορολογικοί νόμοι

Η Ελληνική Πολιτεία, προκειμένου και αυτή με τη σειρά της να συνδράμει στη δημιουργία μεγάλων ομίλων, προχώρησε κατά καιρούς στη θέσπιση φορολογικών κινήτρων. Με τους διάφορους νόμους επιδιώχθηκαν οι παρακάτω επιμέρους οικονομικοί σκοποί:

- Η δια των φορολογικών απαλλαγών και διευκολύνσεων υποβοήθηση της δημιουργίας μεγάλων και ισχυρών παραγωγικών μονάδων, ικανών να ανταποκριθούν στα ζητήματα που προκύπτουν από τη σύγχρονη τεχνική και οικονομική εξέλιξη, για τις επιχειρήσεις που θέλουν να συγχωνευθούν ή να μετατραπούν σε ΑΕ ή ΕΠΕ.
- Η λήψη ειδικών μέτρων ισχυόντων για κάθε σοβαρή επένδυση, που συμβάλλει στην προαγωγή της οικονομίας της χώρας.
- Η δημιουργία ευνοϊκών προϋποθέσεων για την εγκατάσταση αλλοδαπών επιχειρήσεων στην Ελλάδα.
- Η προσέλκυση ξένων κεφαλαίων για τη δημιουργία μεγάλων παραγωγικών μονάδων.
- Η λήψη ευνοϊκών μέτρων για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς.

Χωρίς την πρόβλεψη φορολογικών ελαφρύνσεων ο μετασχηματισμός θα ήταν ιδιαίτερα δαπανηρή διαδικασία και η όποια νομοθετική διευκόλυνσή της κατά τα άρθρα 66 επ., 68 επ. ή 81 επ. του κ.ν. 2190/20 θα ήταν γράμμα κενό περιεχομένου. Φορολογικές διευκολύνσεις παρέχουν το ν.δ. 1297/72, ο ν. 2166/93, ο ν. 2386/96 (ο οποίος ίσχυσε μέχρι 31.12.98 οπότε και καταργήθηκε), ο ν. 2578/98 (για εταιρείες διαφορετικών Κρατών – Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης) που ενσωματώνει στο ελληνικό δίκαιο τις διατάξεις της Οδηγίας 90/434 ΕΟΚ, L. 225, 20.8.90 κλπ.

Κατωτέρω αναφέρουμε περιληπτικά τους σημαντικότερους ισχύοντες αναπτυξιακούς φορολογικούς νόμους και τις διαφορές τους.

αξία των μετοχών αυτών δεν θα συμπεριληφθεί στα ενεργητικά περιουσιακά στοιχεία και δε θα ληφθεί υπόψη κατά τον καθορισμό της σχέσεως ανταλλαγής των μετοχών της Β με μετοχές της Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Ισχύοντες αναπτυξιακοί φορολογικοί νόμοι				
Προϋποθέσεις /Απαλλαγές	Ν.Δ. 1297/1972	Ν.2166/1993	Ν.2578/1998	Ν.2190/1920
Βιβλία & στοιχεία του ΚΒΣ	Ανεξαρτήτως κατηγορίας βιβλίων και αν έχει κλείσει ισολογισμό (κατά το χρόνο μετατροπής ή συγχώνευσης)	Οι μετασηματιζόμενες επιχειρήσεις πρέπει να τηρούν Γ κατηγορίας βιβλία του ΚΒΣ και να έχουν συντάξει τουλάχιστον έναν Ισολογισμό για δωδεκάμηνο ή μεγαλύτερο χρονικό διάστημα	(βλ. σχόλιο κατωτέρω)	Μπορούν να συστήσουν ΕΠΕ ή ΑΕ, ανεξαρτήτως της κατηγορίας τηρούμενων βιβλίων των συγχωνευόμενων εταιρειών
Αντικείμενο εργασιών	Ανεξαρτήτως αντικειμένου με εξαίρεση τις εταιρείες εκμισθώσεων ακινήτων (κτηματική) και των κατασκευαστικών	Ανεξαρτήτως αντικειμένου τόσο η μητρική όσο και η θυγατρική	(βλ. σχόλιο κατωτέρω)	Ανεξαρτήτως αντικειμένου τόσο η μητρική όσο και η θυγατρική
Ποιες εταιρείες αφορά (ελληνικές & αλλοδαπές)	Μόνο ελληνικές εταιρείες	Μόνο ελληνικές εταιρείες	Συγκεκριμένες εταιρείες με ιδιαίτερα γνωρίσματα (νομικής και φορολογικής φύσης), που απαριθμούνται στα Παραρτήματα Α&Β του Ν.2578/1998 (εφαρμόζονται σε πράξεις που γίνονται μεταξύ εταιρειών διαφορετικών Κρατών-Μελών)	Μόνο ελληνικές εταιρείες
Μετοχικό – εταιρικό κεφάλαιο	Για τη δημιουργία: Α) 300.000 ευρώ για ΑΕ Β) 146.735 ευρώ για ΕΠΕ	Για τη δημιουργία: Α) 300.000 ευρώ για ΑΕ Β) 146.735 ευρώ για ΕΠΕ	(βλ. σχόλιο ανωτέρω)	Για τη δημιουργία: Α) 60.000 ευρώ για ΑΕ Β) 18.000 ευρώ για ΕΠΕ
Μετοχές (είδος μετοχών & περιορισμοί)	Α) εκτός της περίπτωσης συγχωνεύσεως ΑΕ, ονομαστικές μετοχές (100%) στο εισφερόμενο κεφάλαιο για μια πενταετία Β) εκτός της περίπτωσης συγχωνεύσεως ΑΕ, οι μετοχές της ΑΕ, που αντιστοιχούν στην αξία του εισφερόμενου κεφαλαίου, είναι υποχρεωτικά μη μεταβιβάσιμες κατά 75% για μια πενταετία από το χρόνο της συγχώνευσης ή μετατροπής	Ελεύθερα όπως θέλει η εταιρεία χωρίς κανένα περιορισμό	Ελεύθερα όπως θέλει η εταιρεία χωρίς κανένα περιορισμό. Αν διαλυθεί η νέα εταιρεία εντός πενταετίας από τη συγχώνευση, αίρονται οι φορολογικές απαλλαγές (εκτός από την περίπτωση της περαιτέρω συγχώνευσης ή απορρόφησης ή απόσχισης κλάδου βάσει του Ν.2166/1993)	Ελεύθερα όπως θέλει η εταιρεία χωρίς κανένα περιορισμό

<p>Εκτίμηση εισφερόμενων στοιχείων</p>	<p>Εκτιμητική Επιτροπή άρθρου 9 Ν.2190/1920 υποχρεωτικά (όχι βάσει βιβλίων)</p> <p>Οι αποσβέσεις θα γίνουν στην αναπόσβεστη λογιστική αξία, όπως αυτή προσδιορίζεται από την ανωτέρω Επιτροπή</p>	<p>Όχι Εκτιμητική Επιτροπή άρθρου 9 Ν.2190/1920, αλλά πιστοποίηση των λογιστικών αξιών των εισφερόμενων περιουσιακών στοιχείων από τις συγχωνευόμενες εταιρείες στη νέα (ΑΕ, ΕΠΕ) από:</p> <p>Α) Ορκωτό Ελεγκτή, ή</p> <p>Β) Επιτροπή άρθρου 9 (όχι εκτίμηση αλλά πιστοποίηση) , ή</p> <p>Γ) Αρμόδια ΔΥΟ.</p> <p>Η εκτίμηση θα γίνει με βάση τον τελευταίο Ισολογισμό. Αν όμως η συγχώνευση γίνει πριν από τη σύνταξη Ισολογισμού (πχ 17/4/χχ), τότε συντάσσεται προσωρινός Ισολογισμός έως 17/4/χχ και διενεργείται απογραφή για όλες τις συγχωνευόμενες εταιρείες. Καθεμία συγχωνευόμενη εταιρεία πρέπει να λάβει σχετική πιστοποίηση. Η απογραφή αυτή και ο Ισολογισμός δεν καταχωρούνται στο Βιβλίο Απογραφών & Ισολογισμού και δεν υποβάλλονται δηλώσεις Φορολογίας Εισοδήματος.</p>	<p>Όχι Εκτιμητική Επιτροπή άρθρου 9 Ν.2190/1920 (βάσει βιβλίων)</p>	<p>Εκτιμητική Επιτροπή άρθρου 9 Ν.2190/1920 υποχρεωτικά (όχι βάσει βιβλίων), ή δυνατότητα μη αποτίμησης των εταιρικών εισφορών από τη σχετική Εκτιμητική Επιτροπή, υπό τις προϋποθέσεις του άρθρου 9^α του Ν.2190/1920</p>
<p>Επιβολή φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου (ΦΣΚ)</p>	<p>Το εισφερόμενο κεφάλαιο απαλλάσσεται του ΦΣΚ και φορολογείται μόνο η υπεραξία</p> <p>Επί μετασχηματισμού ατομικών επιχειρήσεων σε ΕΠΕ ή ΑΕ, επιβάλλεται ΦΣΚ επί ολόκληρου του κεφαλαίου της ΕΠΕ ή ΑΕ</p> <p>Επί συγχωνεύσεως ατομικής επιχείρησης σε ΕΠΕ ή ΑΕ, επιβάλλεται</p>	<p>Δεν οφείλεται ΦΣΚ, αφού δεν προκύπτει υπεραξία</p> <p>Επί μετασχηματισμού ατομικών επιχειρήσεων σε ΕΠΕ ή ΑΕ, επιβάλλεται ΦΣΚ επί ολόκληρου του κεφαλαίου της ΕΠΕ ή ΑΕ</p> <p>Επί συγχωνεύσεως ατομικής επιχείρησης σε ΕΠΕ ή ΑΕ, επιβάλλεται</p>	<p>Το εισφερόμενο κεφάλαιο απαλλάσσεται του ΦΣΚ και φορολογείται μόνο η υπεραξία (υπό προϋποθέσεις)</p>	<p>Επιβολή ΦΣΚ 1%</p>

	ΦΣΚ στη διαφορά του κεφαλαίου της ΕΠΕ ή ΑΕ που προκύπτει από τη συγχώνευση	ΦΣΚ στη διαφορά του κεφαλαίου της ΕΠΕ ή ΑΕ που προκύπτει από τη συγχώνευση		
	Επί μετασχηματισμού ΟΕ, ΕΕ ή άλλων νομικών προσώπων που εμπίπτουν στο Ν.1676/1986, επιβάλλεται ΦΣΚ στη διαφορά του κεφαλαίου που προκύπτει από το μετασχηματισμό, με εξαίρεση τα κεφαλαιοποιούμενα αποθεματικά και κέρδη	Δεν προκύπτει υπεραξία και δεν οφείλεται ΦΣΚ		
	Συμπληρωματικές εισφορές κεφαλαίου υπόκεινται σε ΦΣΚ	Συμπληρωματικές εισφορές κεφαλαίου υπόκεινται σε ΦΣΚ		Συμπληρωματικές εισφορές κεφαλαίου υπόκεινται σε ΦΣΚ
Μεταφορά ζημιάς της μετασχμ/νης	Δεν μεταφέρεται η φορολογική ζημιά	Μεταφέρεται η φορολογική ζημιά		Δεν μεταφέρεται η φορολογική ζημιά
Φορολογία αποθεματικών	Οι αφορολόγητες κρατήσεις εκ των κερδών ή τα ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά εκ των μη διανεμόμενων κερδών, που υφίστανται στις μετασχηματιζόμενες εταιρείες, εφόσον μεταφέρονται αυτούσια σε ειδικούς λογαριασμούς στη νέα εταιρεία, δεν υπόκεινται σε φορολογία.	Οι αφορολόγητες κρατήσεις εκ των κερδών ή τα ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά εκ των μη διανεμόμενων κερδών, που υφίστανται στις μετασχηματιζόμενες εταιρείες, εφόσον μεταφέρονται αυτούσια σε ειδικούς λογαριασμούς στη νέα εταιρεία, δεν υπόκεινται σε φορολογία.	Οι αφορολόγητες κρατήσεις και τα αφορολόγητα αποθεματικά, που έχουν σχηματιστεί από την εισφέρουσα ημεδαπή ΑΕ ή από την ευρισκόμενη στην Ελλάδα μόνιμη εγκατάσταση αλλοδαπής εταιρείας Κράτους-Μέλους της ΕΕ, εφόσον μεταφέρονται αυτούσια σε ειδικούς λογαριασμούς στα βιβλία της λήπτριας μόνιμης εγκατάστασης ή της ημεδαπής ΑΕ, δεν υπόκεινται σε φορολογία.	Φορολογούνται τα αποθεματικά κατά το χρόνο της μετατροπής ή συγχώνευσης
Φορολόγηση προκύπτουσας υπεραξίας	Δεν επιβάλλεται φόρος εισοδήματος στην προκύπτουσα υπεραξία	Δεν προκύπτει υπεραξία και επομένως δεν επιβάλλεται φόρος εισοδήματος	Δεν επιβάλλεται φόρος εισοδήματος στην προκύπτουσα υπεραξία. Ωστόσο φορολογείται με 20% στις εξής περιπτώσεις: <ul style="list-style-type: none"> • ημεδαπή ΑΕ εισφέρει την ευρισκόμενη σε άλλο Κράτος-Μέλος της ΕΕ μόνιμη εγκατάστασή της) 	Επιβάλλεται φόρος υπεραξίας 20% και τέλος χαρτοσήμου 2.4%.

			<ul style="list-style-type: none"> • μεταφέρεται εκτός Ελλάδας από την αλλοδαπή λήπτρια εταιρεία περιουσιακού στοιχείου που απέκτησε συνεπεία της συγχώνευσης ή διάσπασης ή της εισφοράς ενεργητικού 	
--	--	--	---	--

Με βάση τις διατάξεις του Ν.1297/1972, του Ν.2578/1998 όσο και του Ν.2166/1993, απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, χαρτοσήμου ή οιοδήποτε άλλου τέλους υπέρ του Δημοσίου, καθώς και εισφοράς ή δικαιώματος υπέρ οιοδήποτε τρίτου: ι) η σύμβαση μετατροπής, ιι) η εισφορά και μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της μετατρεπόμενης επιχείρησης και η μεταγραφή των σχετικών πράξεων, ιιι) η μεταβίβαση στοιχείων ενεργητικού ή παθητικού ή άλλων δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων καθώς και κάθε εμπράγματος δικαιώματος.

Σε περίπτωση μετατροπής με το ν.δ. 1297/72 και το Ν.2578/1998 και ειδικά για ακίνητα που ανήκουν και χρησιμοποιούνται από τη μετατρεπόμενη εταιρεία και εισφέρονται στην ανώνυμη εταιρεία, χωρεί απαλλαγή από το φόρο μεταβίβασης μόνο υπό την προϋπόθεση ότι τα εισφερόμενα ακίνητα θα χρησιμοποιηθούν για τις ανάγκες της Α.Ε. τουλάχιστον για μία πενταετία από τη μετατροπή. Κατά τη διάρκεια της πενταετίας επιτρέπεται η ανώνυμη εταιρεία να εκμισθώνει τα ακίνητα ή να τα εκποιεί, υπό την προϋπόθεση ότι το προϊόν της εκποίησης αυτής θα χρησιμοποιηθεί μέσα σε δύο χρόνια από την εκποίηση για την απόκτηση ακινήτων ή άλλων πάγιων περιουσιακών στοιχείων ίσης τουλάχιστον αξίας για τις ανάγκες της επιχείρησης ή για εξόφληση δανείων και πιστώσεων προς Τράπεζες, φορολογικές υποχρεώσεις προς το Δημόσιο και υφιστάμενων, κατά την ημερομηνία εκποίησης των ακινήτων, εισφορών προς ασφαλιστικά ιδρύματα.

Στη μετατροπή με το ν. 2166/93 το μετοχικό κεφάλαιο της νέας εταιρείας δημιουργείται από το εισφερόμενο και μόνο κεφάλαιο της μετατρεπόμενης προσωπικής εταιρείας και όχι από την καθαρή θέση αυτής. Ως καθαρή θέση της εταιρείας νοείται η διαφορά που προκύπτει μεταξύ του ενεργητικού ισολογισμού αφενός και των υποχρεώσεων σε τρίτους και των ιδίων κεφαλαίων (δηλ. εταιρικού κεφαλαίου και φορολογηθέντων αποθεματικών) αφετέρου.

Σημειώνουμε ότι κίνητρα συγχώνευσης παρασχέθηκαν και με το Ν.3296/2004, τα οποία εφαρμόζονται για επιχειρήσεις οποιασδήποτε νομικής μορφής και ανεξάρτητα του αντικείμενου των εργασιών τους, εφόσον σε αυτές δεν περιλαμβάνεται ανώνυμη εταιρεία, με σκοπό την ίδρυση προσωπικής εταιρείας ή εταιρείας περιορισμένης ευθύνης ή ανώνυμης εταιρείας. Σύμφωνα με τις διατάξεις του εν λόγω νόμου, τα καθαρά κέρδη που δηλώνονται με βάση την εμπρόθεσμη δήλωση φορολογίας εισοδήματος και τα οποία προκύπτουν από τα τηρούμενα βιβλία Γ' κατηγορίας της συνιστώμενης εταιρείας φορολογούνται για το πρώτο οικονομικό έτος με τον ισχύοντα συντελεστή, μειωμένο κατά 10 μονάδες και για το επόμενο οικονομικό έτος με συντελεστή μειωμένο κατά 5 μονάδες.

Ιεράρχηση και χρονοδιάγραμμα των διαδικασιών συγχωνεύσεως Α.Ε. με απορρόφηση άλλης Α.Ε.

Κατωτέρω παραθέτουμε σε πίνακα, κατά χρονική σειρά, τις διαδικασίες και ενέργειες που πρέπει να πραγματοποιηθούν για τη συγχώνευση ανώνυμων εταιρειών με απορρόφηση, με βάση τις διατάξεις των κυριότερων νόμων, του Ν.2166/1993 και του ν.δ. 1297/1972.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Χρονική σειρά διαδικασιών για την πραγματοποίηση συγχώνευσης βάσει των Ν.1297/1972 και Ν.2166/1993			
Πηγή: Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, 2001, Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Μετατροπές εταιρειών & εκτίμηση αξίας επιχειρήσεων			
Χρόνος (ημερομηνίες ενδεικτικές)	Διαδικασίες – Ενέργειες	Ν. 2166/1993	Ν.Δ. 1297/1972
15 Απριλίου	Απόφαση Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών (απορροφούσας και απορροφημένων) για τη σύνταξη ισολογισμού μετασχηματισμού με ημερομηνία 30/4. Απόφαση Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών (απορροφούσας και απορροφουμένων) για τη σύνταξη ισολογισμού με ημερομηνία 30/4 βάσει του οποίου η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων θα διενεργήσει την εκτίμηση της.	NAI	-
30 Απριλίου	Απογραφή (πραγματική) της περιουσίας της απορροφουμένης	NAI	NAI
15 Μαΐου	Σύνταξη ισολογισμού μετασχηματισμού σύμφωνα με το Ν.2166/1993 ή	NAI	-
		-	NAI

	Σύνταξη ισολογισμού για την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων		
...	Εκτίμηση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 Ν.2190/1920 ή Ορκωτού Ελεγκτή ή Ελεγκτή της ΔΟΥ	ΝΑΙ	ΝΑΙ
30 Μαΐου	Κατάρτιση και Έγκριση Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης (Σ.Σ.Σ.) από τα Διοικητικά Συμβούλια των συγχωνευόμενων εταιρειών και Σύνταξη της εκθέσεως των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών που να εξηγεί λεπτομερώς το Σ.Σ.Σ.	ΝΑΙ	ΝΑΙ
5 Ιουνίου	Καταχώρηση ΣΣΣ και Εκθέσεως ΔΣ στο Μητρώο ΑΕ	ΝΑΙ	ΝΑΙ
8 Ιουνίου	Δημοσίευση στο ΦΕΚ ανακοίνωσης για την καταχώρηση στο ΜΑΕ του Σ.Σ.Σ.	ΝΑΙ	ΝΑΙ
15 Ιουνίου	Δημοσίευση περίληψης του Σ.Σ.Σ σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα (μέσα σε 10 ημέρες από την ολοκλήρωση των αμέσως παραπάνω διατυπώσεων δημοσιότητας), άρθρο 70 παρ. 1 Ν.2190/1920	ΝΑΙ	ΝΑΙ
15 Ιουλίου	Προθεσμία ενός μηνός από την αμέσως παραπάνω δημοσίευση για την κοινοποίηση αντιρρήσεων από τους πιστωτές	ΝΑΙ	ΝΑΙ
15 Ιουλίου	Απόφαση των Διοικητικών Συμβουλίων των συγχωνευόμενων εταιρειών για σύγκληση γενικών συνελεύσεων των μετόχων προς έγκριση της συγχωνεύσεως	ΝΑΙ	ΝΑΙ
17 Ιουλίου	Δημοσίευση της πρόσκλησης για ΓΣ των μετόχων	ΝΑΙ	ΝΑΙ
19 Αυγούστου	Πραγματοποίηση [μετά 2μηνο τουλάχιστον από δημοσίευση στο ΦΕΚ ανακοίνωσης για την καταχώρηση στο ΜΑΕ του Σ.Σ.Σ.] Γενικών Συνελεύσεων των μετόχων από καθεμιά συγχωνευόμενη εταιρεία που εγκρίνουν τη συγχώνευση. Η Γ.Σ. της απορροφούσας αποφασίζει την τροποποίηση του καταστατικού της για την αύξηση του Μ.Κ. Επί συστάσεως νέας εταιρείας σύνταξη του καταστατικού αυτής	ΝΑΙ	ΝΑΙ
20 Αυγούστου	Υπογραφή της σύμβασης συγχώνευσης (Σ.Σ) από τους εκπροσώπους των συγχωνευόμενων εταιρειών	ΝΑΙ	ΝΑΙ
21 Αυγούστου	Υποβολή στο Υπ. Εμπορίου αντιγράφων των πρακτικών Γ.Σ και της Σ.Σ.	ΝΑΙ	ΝΑΙ
... Αυγούστου	Έγκριση της συγχωνεύσεως από τον Υπουργό Εμπορίου	ΝΑΙ	ΝΑΙ
... Αυγούστου	Καταχώρηση στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών καθεμιάς συγχωνευόμενης εταιρείας: της αποφάσεως της Γ.Σ, της Σ.Σ. και της έγκρισης του Υπουργού	ΝΑΙ	ΝΑΙ
... Αυγούστου	Δημοσίευση στο ΦΕΚ (Τεύχος ΑΕ και ΕΠΕ) ανακοίνωσης περί συγχώνευσης και τροποποίησης του καταστατικού της	ΝΑΙ	ΝΑΙ

	απορροφώσας εταιρείας (ή του καταστατικού της νέας εταιρείας)		
--	---	--	--

3.2.7 Αποτελέσματα της συγχωνεύσεως ανώνυμων εταιρειών με απορρόφηση

Χρόνος επελεύσεως των αποτελεσμάτων της συγχωνεύσεως

Τα έννομα αποτελέσματα της συγχωνεύσεως, τόσο για τις συγχωνευόμενες εταιρείες όσο και έναντι των τρίτων, επέρχονται αυτοδίκαια και ταυτόχρονα χωρίς καμία άλλη διατύπωση, από την καταχώρηση στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών της αποφάσεως του Υπουργού Εμπορίου με την οποία εγκρίνεται η συγχώνευση (άρθρο 75 παρ. 1).

Τα αποτελέσματα που επιφέρει η συγχώνευση, με οποιοδήποτε τρόπο κι αν αυτή πραγματοποιηθεί, αναφέρονται στις ίδιες τις συγχωνευόμενες εταιρείες, στους μετόχους των εταιρειών αυτών και στους δανειστές και οφειλότες αυτών.

Καθολική διαδοχή στα δικαιώματα και υποχρεώσεις της απορροφημένης

Η πρώτη νομική συνέπεια της συγχώνευσης συνίσταται στην υποκατάσταση της απορροφώσας εταιρείας στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της απορροφώμενης. Η διαδοχή που επέρχεται, είναι καθολική και η μεταβίβαση της περιουσίας (ενεργητικού και παθητικού) της απορροφώμενης εταιρείας πραγματοποιείται στην κατάσταση που βρίσκεται τη στιγμή της συγχώνευσης. Η καθολική διαδοχή υποδηλώνει τη μεταβίβαση του συνόλου των σχέσεων και των περιουσιακών στοιχείων της απορροφώμενης εταιρείας στην απορροφώσα.²⁹

Με την περάτωση της διαδικασίας της συγχώνευσης η απορροφώσα εταιρεία αποκτά την κυριότητα των περιουσιακών αντικειμένων της απορροφώμενης εταιρείας και καθίσταται δικαιούχος των απαιτήσεων της. Η απορροφώσα εταιρεία ευθύνεται προς

²⁹ Πασσιάς, ό.π., 1116 και 1120, Ν. Ρόκα, ο.π., 3η έκδ., Αθήνα, 1989, 227 και 231.

τους δανειστές της απορροφώμενης, απεριόριστα, με ολόκληρη την περιουσία της και όχι μέχρι την περιουσία που μεταβιβάστηκε σ' αυτή.³⁰

Η σύμβαση συγχώνευσης είναι δυνατό να περιλαμβάνει ρήτρα, σύμφωνα με την οποία η απορροφώμενη εταιρεία διατηρεί ένα μέρος της περιουσίας της, που θα χρησιμεύσει στην πληρωμή των χρεών της εταιρείας ή του συμφηφιστικού ποσού, που θα διανεμηθεί στους μετόχους. Ο χαρακτήρας όμως της συγχώνευσης προϋποθέτει ότι αυτά τα στοιχεία είναι μικρής σπουδαιότητας, σε σχέση με τη συνολική εταιρική περιουσία, που αποτελεί αντικείμενο της μεταβίβασης. Η διάθεση αυτών των στοιχείων πρέπει πάντως να έχει περατωθεί, πριν από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, διότι αυτή τη στιγμή, η απορροφώσα εταιρεία παύει να είναι αυτοτελής φορέας δικαιωμάτων και υποχρεώσεων. Με την ίδια προϋπόθεση ότι δηλαδή οι υποχρεώσεις θα ικανοποιηθούν πριν από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, είναι δυνατή και η εξαίρεση υποχρέωσης της απορροφώμενης εταιρείας από την καθολική διαδοχή.

Τέλος της απορροφουμένης εταιρείας

Από της επελεύσεως της συγχωνεύσεως το νομικό πρόσωπο της απορροφουμένης δεν έχει πια λόγο υπάρξεως, αφού η περιουσία (ενεργητική και παθητική) μεταβιβάστηκε στην απορροφούσα, χωρίς να μεσολαβούν στα στάδια της εκκαθαρίσεως και διανομής, οπότε θα δικαιολογείτο η συνέχιση υπάρξεως του νομικού προσώπου της εταιρείας αυτής. Αντίθετα με την απορροφούμενη εταιρεία, η απορροφούσα εταιρεία ισχυροποιείται και καθίσταται μεγαλύτερος οικονομικός οργανισμός.

Αποτελέσματα ως προς τους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιρειών

Οι μέτοχοι της απορροφουμένης εταιρείας αποκτούν, σύμφωνα με τη σύμβαση συγχωνεύσεως μετοχικά δικαιώματα στην απορροφούσα εταιρεία και ταυτόχρονα χάνουν το μετοχικό τους δικαίωμα στην απορροφούμενη εταιρεία.

Η απόκτηση και η απώλεια των παραπάνω δικαιωμάτων των μετόχων της απορροφούμενης εταιρείας επέρχονται κατά το χρόνο συντελέσεως της

³⁰ Πασσιάς, ό.π., 1119.

συγχωνεύσεως, χωρίς να παρεμβάλλεται το στάδιο της εκκαθάρισεως ή της διανομής. Το μετοχικό δικαίωμα που αποκτούν οι μέτοχοι της απορροφούμενης εταιρείας δεν προϋποθέτει αναγκαιώς τη λήψη του τίτλου της μετοχής. Το δικαίωμα αυτό αποκτάται αφότου συντελεστεί η συγχώνευση. Κάθε μέτοχος αποκτά το μετοχικό δικαίωμα που του ανήκει σύμφωνα με τη σύμβαση συγχωνεύσεως.

Ταυτόχρονα με την απόκτηση του παραπάνω μετοχικού του δικαιώματος ο μέτοχος της απορροφούμενης εταιρείας χάνει το μετοχικό του δικαίωμα στην εταιρεία αυτήν, η οποία με την απορρόφηση εξαφανίζεται.

Η σχέση ανταλλαγής των μετοχών της απορροφούμενης με μετοχές της απορροφούσας προσδιορίζεται στη σύμβαση συγχωνεύσεως. Η μορφή του τίτλου της μετοχής (ανώνυμη ή ονομαστική), που δικαιούται να λάβει ο μέτοχος της απορροφούμενης, εξαρτάται από τις σχετικές προβλέψεις της συμβάσεως συγχωνεύσεως. Δεν είναι απαραίτητο οι τίτλοι που θα λάβει ο μέτοχος να είναι της ίδιας μορφής με τους τίτλους της απορροφούμενης εταιρείας.

Γίνεται δεκτό ότι στους προνομιούχους μετόχους της απορροφούμενης εταιρείας πρέπει να δοθούν προνομιούχες του ίδιου προνομίου μετοχές της απορροφούσας. Για να δοθούν στους προνομιούχους μετόχους κοινές μετοχές ή για να περιοριστεί το προνόμιό τους, απαιτείται απόφαση των ιδίων των προνομιούχων μετόχων, η οποία λαμβάνεται σε ιδιαίτερη συνέλευση αυτών.

Οι μέτοχοι της απορροφούσας δεν υφίστανται από τη συγχώνευση άμεση μεταβολή στο νομικό καθεστώς αυτών με την εταιρεία τους. Μόνο, όπως κάθε αύξηση του κεφαλαίου, επηρεάζεται η σχέση του μετοχικού τους δικαιώματος προς το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο.

Αποτελέσματα ως προς τους δανειστές της απορροφούμενης εταιρείας

Με την απορρόφηση εξαφανίζεται το νομικό πρόσωπο απορροφούμενης εταιρείας και, συνεπώς, οι δανειστές της εταιρείας αυτής στερούνται του αρχικού οφειλέτη τους, και η οφειλή μεταφέρεται, κατ' επιταγή του νόμου, στην απορροφούσα εταιρεία, η οποία και για την οφειλή αυτήν ευθύνεται απεριόριστα με ολόκληρη την περιουσία της.

Η απορροφούσα εταιρεία, με την απόκτηση πρόσθετων περιουσιακών στοιχείων και την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, καθίσταται ισχυρότερος οικονομικός

οργανισμός και θα ήταν δυνατό να θεωρηθεί ότι η ασφάλεια των δανειστών αυξάνει, αφού μπορούν να επιληφθούν περισσότερων περιουσιακών στοιχείων απ' ό,τι πριν συντελεστεί η απορρόφηση. Η γνώμη αυτή είναι σωστή μόνο στην περίπτωση που όλες οι συγχωνευόμενες εταιρείες έχουν τον ίδιο βαθμό φερεγγυότητας ή καλύψεως των υποχρεώσεων.³¹

Ο νόμος παρέχει στους πιστωτές επαρκή προστασία, αφού έχουν το δικαίωμα να ζητήσουν τη χορήγηση εγγυήσεων για την κανονική είσπραξη των απαιτήσεών τους και την προβολή αντιρρήσεων κατά της συγχωνεύσεως.

Αποτελέσματα ως προς τους εργαζόμενους της απορροφούμενης εταιρείας

Οι εργασιακές σχέσεις επίσης παραμένουν αμετάβλητες. Αν η εταιρεία υπό την παλαιά μορφή της είχε απολύσει συνδικαλιστικά στελέχη καταχρηστικά, οφείλει να τα επαναπροσλάβει υπό τη νέα της μορφή. Αυτονόητο είναι ότι οι υφιστάμενες συμβάσεις διατηρούνται, εκτός αν λύονται, επειδή προβλέπεται συμβατικά λήξη τους λόγω αλλαγής της εταιρικής μορφής. Το γεγονός της μετατροπής δεν αποτελεί σπουδαίο λόγο καταγγελίας διαρκούς σύμβασης. Δεν

³¹ Σε περίπτωση που οι συγχωνευόμενες εταιρείες έχουν διαφορετικό βαθμό καλύψεως των υποχρεώσεών τους, η συγχώνευση επενεργεί ευμενέστερα για τη μια και δυσμενέστερα την άλλη συγχωνευόμενη εταιρεία. Έστω π.χ. ότι η εταιρεία Α απορροφά τις εταιρείες Β και Γ και ότι η περιουσιακή τους κατάσταση, κατά το χρόνο συντελέσεως της συγχωνεύσεως, έχει ως εξής:

<i>Εταιρεία</i>	<i>Ενεργητικό</i>	<i>Υποχρεώσεις</i>	<i>Καθαρή θέση</i>	<i>Ενεργητικό/ Υποχρεώσεις</i>	<i>Βαθμός κάλυψης υποχρεώσεων</i>
A	300.000	200.000	100.000	300.000/200.000	1,50
B	150.000	120.000	30.000	150.000/120.000	1,25
Γ	120.000	50.000	70.000	120.000/50.000	2,40
Σύνολο	570.000	370.000	200.000	570.000/ 370.000	1,54

Ο βαθμός φερεγγυότητας της Γ από 2,40 έπεσε σε 1,54 και συνεπώς η εξασφάλιση των δανειστών της αποδυναμώθηκε, ενώ της Α από 1,50 αυξήθηκε σε 1,54 και της Β από 1,25 σε 1,54 και συνεπώς η ασφάλιση των δανειστών των εταιρειών Α και Β ισχυροποιήθηκε.

ασκεί έννομη επιρροή, ότι κατά τη μετατροπή εισήλθαν και νέα εταιρικά μέλη. Έτσι, π.χ. ο ν. 2112/20 και το β.δ. 1920 προβλέπουν ότι οι ευνοϊκές για τον εργαζόμενο διατάξεις του δικαίου της καταγγελίας της σχέσης εργασίας δεν επηρεάζονται από τη μεταβολή του προσώπου του εργοδότη λόγω π.χ. μεταβίβασης της επιχείρησης. Ομοίως ο ν. 3239/55 προβλέπει ότι τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις που απορρέουν από συλλογικές συμβάσεις εργασίας μεταβιβάζονται αυτοδικαίως σε περίπτωση διαδοχής στο πρόσωπο του εργοδότη. Τέλος, το π.δ. 572/88, σε εφαρμογή της Οδηγίας 77/187 ΕΟΚ, αφενός επιβεβαίωσε τον κανόνα της αυτοδίκαιης μεταβίβασης της εργασιακής σχέσης (σε επίπεδο ατομικής αλλά και συλλογικής σύμβασης εργασίας) και της συνακόλουθης διατήρησης τόσο της θέσης όσο και των όρων εργασίας, αφετέρου όμως δεν απέκλεισε το ενδεχόμενο καταγγελίας σχέσεων εργασίας για λόγους οικονομικούς, τεχνικούς ή οργανώσεως, που προϋποθέτουν αλλαγές σε επίπεδο απασχόλησης και οι οποίοι ανακύπτουν από αυτή τούτη τη μεταβίβαση.

Αξίζει σε αυτό το σημείο να τονιστεί η δυσκολία νομοθετικής αντιμετώπισης της περίπτωσης, κατά την οποία η απορροφημένη εταιρεία έχει καθιερώσει τη συμμετοχή των εργαζομένων στη διοίκησή της, ενώ η απορροφώσα δε γνωρίζει τέτοια συμμετοχή. Σ' αυτή την περίπτωση, οι εργαζόμενοι της πρώτης εταιρείας θα εξέφραζαν διαφωνίες, ως προς την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Το πρόβλημα εμφανίζεται ιδιαίτερα οξύ στις διασυννοριακές συγχωνεύσεις, όταν η νομοθεσία που διέπει τη μία από τις συμμετέχουσες εταιρείες, δεν προβλέπει τη συμμετοχή των εργαζομένων.

3.2.8 Ακυρότητα της συγχωνεύσεως

Για την ακυρότητα της συγχωνεύσεως προβλέπει το άρθρο 77 του νόμου, που ορίζει τα ακόλουθα:

«1. Η συγχώνευση κηρύσσεται άκυρη με απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου, το οποίο δικάζει κατά τη διαδικασία της εκούσιας δικαιοδοσίας, μόνο:

Α) αν δεν τηρήθηκαν οι διατάξεις του άρθρου 74 ή

Β) αν αποδειχθεί ότι απόφαση της Γενικής Συνελεύσεως μιας από τις εταιρείες που συγχωνεύθηκαν και που ενέκρινε τη συγχώνευση είναι άκυρη ή ακυρώσιμη κατά τις διατάξεις των άρθρων 35α παρ. 1 και 35β παρ. 1.

«2. Η αγωγή για την ακύρωση της συγχωνεύσεως είναι απαράδεκτη:

Α) αν παρήλθαν έξι μήνες από την ημερομηνία καταχώρησης, στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών, της εγκριτικής απόφασης της συγχώνευσης, που προβλέπεται από το άρθρο 74 ή

Β) αν έπαψαν να υπάρχουν οι λόγοι για τους οποίους θα μπορούσε να γίνει η ακύρωση.

«3. Το αρμόδιο δικαστήριο παρέχει στις ενδιαφερόμενες εταιρείες προθεσμία για την άρση των λόγων ακυρότητας της συγχώνευσης, όταν η άρση αυτή είναι εφικτή.

Η δικαστική απόφαση που κηρύσσει την ακυρότητα της συγχώνευσης δεν θίγει το κύρος των υποχρεώσεων που γεννήθηκαν σε όφελος ή σε βάρος της απορροφούσας εταιρείας στην περίοδο μετά την ημερομηνία καταχώρησης στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών, της εγκριτικής απόφασης της συγχώνευσης, που προβλέπεται από το άρθρο 74, και πριν από την υποβολή της απόφασης στη δημοσιότητα που προβλέπεται από την παράγραφο 4 του άρθρου αυτού.

Οι εταιρείες που έλαβαν μέρος στη συγχώνευση ευθύνονται εις ολόκληρο για τις υποχρεώσεις της προηγούμενης παραγράφου».

3.2.9 Η ελαττωματικότητα της συγχώνευσης υπό το πρίσμα των κανόνων σχετικά με τον έλεγχο των συγκεντρώσεων επιχειρήσεων - Ο προληπτικός έλεγχος των συγχωνεύσεων

Σύμφωνα με τις γενικές επιταγές του ν.703/1977 «περί ελέγχου μονοπωλίων και ολιγοπωλίων και προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού», απαγορεύεται η καταχρηστική εκμετάλλευση της δεσποζούσης θέσης μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων επί του συνόλου ή μέρους της αγοράς της Ελλάδας. Η καταχρηστική αυτή εκμετάλλευση μπορεί να γίνεται:

- α) με τον άμεσο ή έμμεσο εξαναγκασμό προς καθορισμό είτε των τιμών αγοράς ή πωλήσεως είτε άλλων μη ευλόγων όρων συναλλαγής.
- β) με τον περιορισμό της παραγωγής, της καταναλώσεως ή της τεχνολογικής αναπτύξεως, προς ζημία των καταναλωτών,
- γ) με την εφαρμογή άνισων όρων για ισοδύναμες παροχές, κατά τρόπο ώστε οι επιχειρήσεις αυτές να τίθενται σε μειονεκτική ανταγωνιστική θέση.
- δ) με την εξάρτηση της συνάψεως ασύμφορων εν γένει συμβάσεων.

Επομένως κάθε πράξη που επιφέρει στρέβλωση του ανταγωνισμού απαγορεύεται εκ του νόμου. Ομοίως και κάθε εξαγορά ή συγχώνευση που αλλοιώνει τους όρους και τις προϋποθέσεις του υγιούς ανταγωνισμού τίθεται σε περιορισμούς. Ειδικότερα, στο μέτρο που η συγχώνευση δημιουργεί επιχείρηση, η οποία έχει ως αντικείμενο ή ως αποτέλεσμα το συντονισμό της ανταγωνιστικής συμπεριφοράς επιχειρήσεων που παραμένουν ανεξάρτητες, ο συντονισμός αυτός αξιολογείται από την Επιτροπή Ανταγωνισμού. Κατά την αξιολόγηση αυτή, η Επιτροπή Ανταγωνισμού λαμβάνει υπόψη ιδίως: α) αν δύο ή περισσότερες μητρικές επιχειρήσεις ασκούν, σε σημαντικό βαθμό, δραστηριότητες στην ίδια αγορά με την κοινή επιχείρηση ή σε αγορά προηγούμενων ή επόμενων σταδίων από αυτήν της κοινής επιχείρησης ή σε παραπλήσια αγορά, στενά συνδεδεμένη με την αγορά αυτή και β) εάν ο συντονισμός, ο οποίος απορρέει ευθέως από τη δημιουργία της κοινής επιχείρησης, παρέχει στις συμμετέχουσες επιχειρήσεις τη δυνατότητα να εξαλείψουν τον ανταγωνισμό σε μεγάλο μέρος των αγορών τους.

Σύμφωνα με το άρθρο 4α του ν.703/1977, η συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών που γίνεται με βάση τις διατάξεις του ν. 2190/1920, ως μορφή συγκέντρωσης επιχειρήσεων υποβάλλεται σε καθεστώς προληπτικής γνωστοποίησης στην Επιτροπή Ανταγωνισμού. Η γνωστοποίηση απαιτείται κάθε φορά που το μερίδιο αγοράς ή ο συνολικός κύκλος εργασιών των υπό συγχώνευση επιχειρήσεων υπερβαίνει τα προσδιοριζόμενα στο νόμο όρια.

Γίνεται πάντοτε πριν από την κατά το άρθρο 75 ν. 2190/1920 επέλευση των εννόμων αποτελεσμάτων της συγχώνευσης και συγκεκριμένα, μέσα σε δέκα εργάσιμες ημέρες από τη σύναψη της οικείας σύμβασης.

Εξάλλου, μέχρι να ληφθεί απόφαση σχετικά με την οριστική τύχη της συγκέντρωσης από το εκάστοτε αρμόδιο όργανο, καθιερώνεται αναστολή πραγματοποίησης της

συγχώνευσης (άρθρ. 4ε παρ. 1 ν. 703/1977), προκειμένου να αποφεύγεται η δημιουργία τετελεσμένων καταστάσεων.

Η αναστολή, μάλιστα αφορά και τις συμβάσεις συγχώνευσης που δεν γνωστοποιήθηκαν, παρά τη νόμιμη επιταγή. Τέλος, αν παρά την αναστολή ή την απαγόρευση της συγκέντρωσης, αυτή τελικώς πραγματοποιηθεί, η Επιτροπή Ανταγωνισμού δικαιούται να διατάξει «το διαχωρισμό των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση ή των περιουσιακών στοιχείων, ή όποια άλλα μέτρα κρίνει πρόσφορα για την άρση του περιορισμού του ανταγωνισμού που απορρέει από την πραγματοποίηση της συγκέντρωσης.

3.2.10 Καθορισμός της σχέσεως ανταλλαγής των μετοχών απορροφούσας και απορροφουμένης κατά την επιστήμη και την αλλοδαπή πρακτική

Όταν η συγχώνευση πραγματοποιείται με την εξαγορά μετοχών δεν γίνεται ανταλλαγή μετοχών μεταξύ εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης εταιρείας. Το αντίτιμο αγοράς της εξαγοραζόμενης εταιρείας προσδιορίζεται ύστερα από εκτίμηση της αξίας της ως δρώσας οικονομικής μονάδας. Το τίμημα εξαγοράς της εταιρείας καταβάλλεται από την εξαγοράζουσα εταιρεία συνήθως σε μετρητά, τα οποία εξευρίσκει εν όλω ή εν μέρει είτε από αδιανέμητα κέρδη, είτε από έκδοση μετοχών ή ομολογιών. Στην περίπτωση αυτήν τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχειρήσεως καταχωρούνται στα βιβλία στο κόστος κτήσεώς τους, η δε τυχόν επιπλέον διαφορά που καταβάλλεται χαρακτηρίζεται ως αποκτώμενο Goodwill και καταχωρείται στα βιβλία.

Σε μια όμως πραγματική συγχώνευση (με απορρόφηση ή με σύσταση εταιρείας) γίνεται ανταλλαγή των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιρειών, οπότε ανακύπτει το σημαντικό θέμα της σχέσεως ανταλλαγής των μετοχών. Η σχέση αυτή εκφράζεται συνήθως ως ένας αριθμός μετοχών της απορροφούσας (ή της νέας εταιρείας), που πρέπει να ανταλλαγεί με καθεμιά μετοχή της απορροφουμένης (ή συγχωνευόμενης) εταιρείας. Η σχέση αυτή προσδιορίζεται από τις συγχωνευόμενες εταιρείες και είναι διαπραγματεύσιμη.

Εξεύρεση της σχέσεως ανταλλαγής των μετοχών με βάση την αξία των συγχωνευόμενων εταιρειών

Μια αντικειμενική βάση προσδιορισμού της σχέσεως ανταλλαγής των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιρειών αποτελεί αναμφισβήτητα η αξία καθεμιάς εταιρείας εξεταζόμενης ως δρώσας επιχειρηματικής μονάδας.

Πρέπει, λοιπόν, να προσδιοριστεί καταρχήν η αξία καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες και με βάση τις αξίες αυτές να καθοριστεί στη συνέχεια η σχέση ανταλλαγής των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιρειών, λαμβανομένης όμως υπόψη και της συνεισφοράς κάθε συγχωνευόμενης εταιρείας στα μελλοντικά κέρδη της προερχόμενης από τη συγχώνευση ενιαίας οικονομικής μονάδας.³²

Καθορισμός της Καθαρής Θέσεως και της συνεισφοράς καθεμιάς συγχωνευόμενης εταιρείας στα μελλοντικά κέρδη της απορροφούσας ή της νέας εταιρείας

Το σύνηθες είναι ότι η συνεισφορά κάθε συγχωνευόμενης εταιρείας στα μελλοντικά κέρδη της απορροφούσας (ή της νέας) εταιρείας διαφέρει έναντι των μελλοντικών

³² Παράδειγμα: Η εταιρεία Α απορροφά τις εταιρείες Β και Γ. Έστω ότι η αξία τους εκτιμάται ως εξής:

Εταιρεία	Συνολική αξία εταιρείας	Αριθμός μετοχών εταιρείας	Αξία μετοχής
Α	200.000	10.000	20
Β	120.000	12.000	10
Γ	100.000	20.000	5

Επομένως 1 μετοχή της Α αντιστοιχεί με 2 μετοχές της Β και με 4 μετοχές της Γ. Η υπό συζήτηση βάση υπολογισμού της σχέσεως ανταλλαγής των μετοχών είναι ακριβοδίκαιη με την προϋπόθεση ότι η συνεισφορά καθεμιάς συγχωνευόμενης εταιρείας στα μελλοντικά κέρδη της απορροφούσας (ή της νέας εταιρείας) θα είναι η ίδια με τα μελλοντικά κέρδη που μόνη της η εταιρεία θα πραγματοποιούσε αν δε μεσολαβούσε η συγχώνευση και τα οποία λήφθηκαν σαν βάση για την εκτίμηση της αξίας της, προϋπόθεση όμως που ενδεχόμενα να μη συντρέχει.

κερδών που μόνη της η εταιρεία προβλέπεται να πραγματοποιήσει αν δε μεσολαβούσε η συγχώνευση. Σε αυτήν την περίπτωση, αφετηρία για τη λύση του εξεταζόμενου θέματος πρέπει να είναι η αντίληψη ότι καθεμιά από τις συγχωνευόμενες εταιρείες κάνει δύο ειδών συνεισφορές στη νέα εταιρεία: (α) συνεισφορά των καθαρών ενεργητικών της στοιχείων και (β) συνεισφορά της στα μελλοντικά κέρδη της απορροφούσας (ή της νέας) εταιρείας. Για τον καθορισμό λοιπόν μιας ακριβοδίκαιης σχέσεως ανταλλαγής των μετοχών μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών πρέπει να εκτιμηθούν προηγούμενα και τα δύο αυτά είδη συνεισφορών καθεμιάς συγχωνευόμενης εταιρείας.

Έκδοση μετοχών πολλών κατηγοριών

Προϋποθέσεις για την ίση μεταχείριση των εταιρειών

Μετά την εκτίμηση της συνολικής αξίας της καθαρής θέσεως και της συνεισφοράς καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες στα μελλοντικά κέρδη της απορροφούσας (ή της νέας) εταιρείας και αφού συμφωνήσουν σ' αυτήν όλα τα συμβαλλόμενα μέρη, ακολουθεί ο προσδιορισμός της κατηγορίας των μετοχών που θα εκδώσει η απορροφούσα (ή η νέα) εταιρεία, για να τις ανταλλάξει με τις μετοχές των συγχωνευόμενων εταιρειών. Σε μερικές περιπτώσεις είναι δυνατό να εκδοθεί μια μόνο κατηγορία μετοχών, ενώ σε άλλες η αρχή της ισότητας δυνατό να επιβάλλει την έκδοση περισσότερων κατηγοριών μετοχών.

Δύο βασικές προϋποθέσεις πρέπει να συντρέχουν ώστε όλες οι συγχωνευόμενες εταιρείες να τύχουν ίσης μεταχείρισης:

(α) Τα μελλοντικά κέρδη που θα πραγματοποιούνται από τη νέα μονάδα πρέπει να διανέμονται στους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιρειών με βάση το ποσοστό συνεισφοράς τους σ' αυτά τα κέρδη. Αν π.χ. το 60% των κερδών της νέας εταιρείας προέρχεται από τις λειτουργικές δραστηριότητες που συνεισέφερε η Χ εταιρεία, θα πρέπει το 60% των κερδών της νέας εταιρείας να διανέμεται στους παλαιούς μετόχους της Χ εταιρείας.

(β) Οι μέτοχοι της νέας εταιρείας πρέπει να κρατήσουν τη σχετική καθαρή τους θέση και να λαμβάνουν μια κανονική (ή συντηρητική) αμοιβή επί της συνεισφοράς τους, αφού μπορούσαν να είχαν πωλήσει τα περιουσιακά στοιχεία που συνεισέφεραν και να

επενδύσουν το προϊόν από την πώλησή τους με κάποιο καθορισμένο ποσοστό αποδόσεως.

Έκδοση μιας κατηγορίας μετοχών

Στην εξαιρετική περίπτωση που τα ποσοστά των αναμενόμενων κερδών από τη συνεισφορά των επιμέρους εταιρειών είναι ανάλογα με τη συνεισφορά τους σε περιουσιακά στοιχεία, τότε είναι δυνατό να εκδοθούν κοινές μετοχές ονομαστικής αξίας ίσης ή και μικρότερης από την αξία των περιουσιακών στοιχείων που συνεισφέρονται για τη συγχώνευση. Στις περιπτώσεις όμως που τα ποσοστά των μελλοντικών κερδών δεν είναι ανάλογα με τα εισφερόμενα περιουσιακά στοιχεία, η έκδοση μιας σειράς μετοχών είναι δυνατό να οδηγήσει σε ανισότητα, είτε στα μελλοντικώς διανεμόμενα κέρδη είτε στα εισφερόμενα περιουσιακά στοιχεία.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι οι μέτοχοι των εταιρειών Κ και Λ συμφωνούν να συγχωνευθούν και να ιδρύσουν την εταιρεία Μ. Η τρέχουσα αξία των καθαρών ενεργητικών που συνεισφέρονται έχει ως εξής:

Εταιρεία	Κ	Λ	Μ
Συνεισφερόμενο καθαρό ενεργητικό	200.000	800.000	1.000.000
Ποσοστό συνεισφοράς	20%	80%	100%

Αν τα αναμενόμενα κέρδη είναι π.χ. 20.000 για τη Κ και 80.000 για την Λ, τα ποσοστά κερδών είναι ίσα και ανέρχονται σε 10% επί των εισφορών. Έτσι, είναι δυνατό να εκδοθούν μετοχές μιας κατηγορίας.

Αν όμως τα αναμενόμενα κέρδη είναι λ.χ. 50.000 για τη Κ και 50.000 για τη Λ, δημιουργείται η ακόλουθη κατάσταση:

Εταιρεία	Κ	Λ	Μ
Συνεισφερόμενο καθαρό ενεργητικό	200.000	800.000	1.000.000
Ποσοστά εισφερόμενου ενεργητικού	20%	80%	100%
Συνεισφερόμενα κέρδη	50.000	50.000	100.000
Ποσοστά εισφερόμενων κερδών	50%	50%	100%

Εκδίδοντας μετοχές μιας μόνο κατηγορίας σε ποσοστό επί του συνεισφερόμενου καθαρού ενεργητικού διατηρείται η ισότητα σε σχέση με τις συνεισφορές των εταιρειών, αλλά οι συμμετοχές στα κέρδη θα μεταβληθούν ως εξής:

Μέτοχοι	Πριν τη συγχώνευση	Μετά τη συγχώνευση	Αύξηση (μείωση)
Εταιρεία Κ	50%	20%	(30%)
Εταιρεία Λ	50%	80%	30%

Η διανομή των μετοχών με βάση τα ποσοστά των κερδών οδηγεί στη διανομή των μετοχών της Μ βάσει της σχέσης 50:50, που θα δώσει στην Κ μια συμμετοχή στο κεφάλαιο της Μ αυξημένη κατά 300.000 σε σχέση με τη συνεισφορά της σε καθαρό ενεργητικό και στην Λ εταιρεία μια συμμετοχή μικρότερη κατά 300.000 σε σχέση με τη συνεισφορά της σε καθαρό ενεργητικό.

Έκδοση μετοχών περισσότερων της μιας κατηγορίας

Από την ανάλυση που προηγήθηκε αποδεικνύεται ότι η έκδοση μιας κατηγορίας μετοχών της νέας εταιρείας οδηγεί σε μια ανισότητα, είτε στη διανομή των κερδών είτε στη διατήρηση της καθαρής θέσεως. Αν πρέπει να διατηρηθούν οι αρχικές σχέσεις συμμετοχής στην καθαρή θέση και στα κέρδη της νέας εταιρείας, η εταιρεία αυτή πρέπει να εκδώσει ορισμένο αριθμό προνομιούχων μετοχών επιπλέον των κοινών μετοχών. Η ακόλουθη τριών σταδίων προσέγγιση είναι ένας τρόπος διατηρήσεως αυτών των σχέσεων:

(α) Τα αναμενόμενα κέρδη από τις συνεισφορές των συγχωνευόμενων εταιρειών πρέπει να κεφαλαιοποιούνται με ένα ποσοστό το οποίο να απεικονίζει την καλύτερη εκτίμηση των κανονικών κερδών κατά τον προσδιορισμό του συνολικού ποσού των μετοχών που πρέπει να εκδοθούν για τους μετόχους κάθε συγχωνευόμενης εταιρείας.³³

³³ Μολονότι το ποσοστό κεφαλαιοποίησης επιλέγεται σχετικώς υποκειμενικά, πρέπει να εξετάζονται οι εξής δύο περιορισμοί:

(α) Το ποσοστό που θα επιλεγεί δεν πρέπει να υπερβαίνει το κατώτερο ποσοστό κερδών που αναμένονται από τα συνεισφερόμενα καθαρά ενεργητικά στοιχεία μιας από τις συγχωνευόμενες εταιρείες. Στην περίπτωση που το ποσοστό κεφαλαιοποίησης υπερβαίνει το ποσοστό αναμενόμενων κερδών και τη συνεισφορά μιας από τις συγχωνευόμενες

(β) Η συνολική αξία των προνομιούχων μετοχών που θα εκδοθούν πρέπει να είναι ίση με την αξία των συνεισφορών των συγχωνευόμενων εταιρειών. Οι μετοχές πρέπει να είναι προνομιούχες μέχρι της αξίας ρευστοποιήσεως των στοιχείων ενεργητικού που συνεισφέρθηκαν και πρέπει να είναι σωρευτικού μερίσματος και πλήρους συμμετοχής, έτσι ώστε οι κατανομές των κερδών να είναι ισομερείς αν το ποσοστό των πραγματικών κερδών υπερβαίνει το ποσοστό του προνομιούχου μερίσματος.

(γ) Κοινές μετοχές πρέπει να εκδοθούν για κάθε συγχωνευόμενη εταιρεία για τη διαφορά μεταξύ της συνολικής αξίας που υπολογίστηκε σύμφωνα με όσα εκτέθηκαν παραπάνω υπό (α) και του ποσού των προνομιούχων μετοχών που εκδόθηκαν.

Όπου οι παραπάνω προϋποθέσεις πληρούνται, οι απαιτήσεις από τις συνεισφορές των καθαρών ενεργητικών διατηρούνται δια της εκδόσεως προνομιούχων μετοχών και η συμμετοχή των προνομιούχων μετοχών στα κέρδη επιτρέπει μια κατανομή των κερδών σύμφωνα με το ποσοστό συνεισφοράς κάθε συγχωνευόμενης εταιρείας στα πραγματοποιούμενα κέρδη.

Έστω ότι οι προαναφερθείσες εταιρείες Κ και Λ με αναμενόμενα κέρδη π.χ. 20.000 για την Κ και 100.000 για την Λ συγχωνεύονται και ιδρύουν την εταιρεία Μ. Τα καθαρά ενεργητικά και τα κέρδη που συνεισφέρονται έχουν ως εξής:

Εταιρεία	Κ	Λ	Σύνολο
Συνεισφερόμενο καθαρό ενεργητικό	200.000	800.000	1.000.000
Ποσοστά εισφερόμενου ενεργητικού	20%	80%	100%
Συνεισφορά στα κέρδη	20.000	100.000	120.000
Ποσοστό συνεισφοράς στα κέρδη	16,7%	83,3%	100%
Ποσοστά εισφερόμενων κερδών	10%	12,5%	12%

Οι συγχωνευόμενες εταιρείες συμφωνούν σε ένα πλάνο σύμφωνα με το οποίο:

- τα κέρδη θα κεφαλαιοποιηθούν με 8%,

εταιρείες, η συνολική αξία των μετοχών που θα εκδοθούν για τους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιρειών θα είναι μικρότερη από την αξία των καθαρών ενεργητικών που συνεισφέρθηκαν.

(β) Το ποσοστό που θα επιλεγεί δεν πρέπει να είναι μικρότερο από το ποσοστό μερίσματος των προνομιούχων μετοχών που θα εκδοθούν. Η ισομερής κατανομή των κερδών προϋποθέτει ότι όλες οι μετοχές παίρνουν το ίδιο ποσοστό μερίσματος. Αν το ποσοστό των προνομιούχων μετοχών υπερβαίνει το ποσοστό κεφαλαιοποίησης και το ποσοστό των πραγματοποιούμενων κερδών είναι ίσο με το ποσοστό κεφαλαιοποίησης, οι προνομιούχοι λαμβάνουν αυτομάτως ένα μεγαλύτερο ποσοστό μερίσματος από τις μετοχές τους.

- για τα συνεισφερόμενα καθαρά ενεργητικά θα εκδοθούν προνομιούχες μετοχές ονομαστικής αξίας 100, με 7% σωρευτικό μέρισμα και πλήρους συμμετοχής στα κέρδη,
- για την υπολειπόμενη αξία θα εκδοθούν κοινές μετοχές ονομαστικής αξίας.

Το ποσοστό κεφαλαιοποίησης 8% αντικατοπτρίζει την καλύτερη εκτίμηση των κανονικών κερδών. Έτσι, οι κοινές μετοχές που θα εκδοθούν εκτιμάται ότι αντιπροσωπεύουν τις καταβολές για το Goodwill (δηλαδή τη δυνατότητα υπερκέρδους).

Ο προσδιορισμός των μετοχών που θα εκδοθούν θα γίνει ως εξής:

Εταιρεία	Κ	Λ	Σύνολο
Συνεισφορά στα κέρδη	20.000	100.000	120.000
Ποσοστό κεφαλαιοποίησης	/8%	/8%	/8%
Συνολική αξία μετοχών προς έκδοση	250.000	1.250.000	1.500.000
Προνομιούχες μετοχές για τα καθαρά ενεργητικά	200.000	800.000	1.000.000
Κοινές μετοχές για τα παραπάνω κέρδη	50.000	450.000	500.000

Έτσι, οι μέτοχοι της Κ θα λάβουν 2.000 (200.000:100) προνομιούχες μετοχές της Μ και 500 (50.000:100) κοινές μετοχές της Μ. Αν η εταιρεία Κ είχε 10.000 κοινές μετοχές σε κυκλοφορία, η αναλογία ανταλλαγής θα είναι:

- ❖ Σε κάθε 5 (10.000 : 2.000) κοινές μετοχές της Κ μια προνομιούχο μετοχή της Μ.
- ❖ Σε κάθε 20 (10.000 : 500) κοινές μετοχές της Κ μια κοινή μετοχή της Μ.

Οι προνομιούχοι μέτοχοι διατηρούν το ποσοστό συνεισφοράς τους στη νέα εταιρεία. Τα κέρδη επίσης διανέμονται ισομερώς, όπως προκύπτει από τους παρακάτω υπολογισμούς.

Ας υποθέσουμε, καταρχήν, ότι τα αναμενόμενα κέρδη 120.000 πραγματοποιούνται. Επειδή το πραγματικό ποσοστό κερδών 8% (120.000:1.500.000) υπερβαίνει το ποσοστό του προνομιούχου μερίσματος 7% και οι προνομιούχες μετοχές είναι πλήρους συμμετοχής, οι μέτοχοι κάθε εταιρείας θα λάβουν απλώς 8% επί του συνόλου των μετοχών τους. Ο μερισμός των κερδών 120.000 θα γίνει ως εξής:

	Μέτοχοι της	
	Εταιρείας Κ	Εταιρείας Λ
<i>Στις προνομιούχες μετοχές:</i>		
- 200.000 x 8%	16.000	-
- 800.000 x 8%	-	64.000
<i>Στις κοινές μετοχές:</i>		
- 50.000 x 8%	4.000	-
- 450.000 x 8%	-	36.000
	20.000	100.000
Συνολικό ποσοστό, όπως ανωτέρω	16,7%	83,3%

Ας υποθέσουμε τώρα ότι τα πραγματοποιημένα κέρδη ανέρχονται σε 165.000, δηλαδή υπερβαίνουν τα αναμενόμενα. Ο μερισμός των κερδών στην περίπτωση αυτή θα έχει ως εξής:

	Μέτοχοι της	
	Εταιρείας Κ	Εταιρείας Λ
<i>Στις προνομιούχες μετοχές:</i>		
- 200.000 x 7%	14.000	-
- 800.000 x 7%	-	56.000
<i>Στις κοινές μετοχές:</i>		
- 50.000 x 7%	3.500	-
- 450.000 x 7%	-	31.500
Σε όλες τις μετοχές (προνομιούχες και κοινές)		
$[165.000 - (14.000 + 3.500 + 56.000 + 31.500)] = 60.000$		
$60.000 \times (250.000 / 1.500.000)$	10.000	-
$60.000 \times (1.250.000 / 1.500.000)$	-	50.000
	27.500	137.500
Συνολικό ποσοστό, όπως ανωτέρω ³⁴	16,7%	83,3%

Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι η διανομή του συνόλου των κερδών στους μετόχους των δύο εταιρειών γίνεται σύμφωνα με τα αρχικά ποσοστά συνεισφοράς καθεμιάς εταιρείας στα κέρδη της Μ.

³⁴ Εναλλακτικά, αφού το ποσοστό των κερδών υπερβαίνει το προνομιούχο μέρισμα και οι προνομιούχες μετοχές συμμετέχουν πλήρως στα κέρδη, η συνολική κατανομή των κερδών μπορεί να υπολογιστεί ως εξής:

$$\text{Στους μετόχους της Κ: } (250.000/1.500.000) \times 162.500 = 27.500$$

$$\text{Στους μετόχους της Λ: } (1.250.000/1.500.000) \times 162.500 = \underline{137.500}$$

165.000

Ας υποθέσουμε ακόμη ότι τα πραγματοποιημένα κέρδη ανέρχονται σε 100.000, δηλαδή υπολείπονται των αναμενόμενων κερδών. Η διανομή των κερδών θα έχει ως εξής:

	<i>Μέτοχοι της</i>	
	<i>Εταιρείας Κ</i>	<i>Εταιρείας Λ</i>
<i>Στις προνομιούχες μετοχές:</i>		
- 200.000 x 7%	14.000	-
- 800.000 x 7%	-	56.000
<i>Στις κοινές μετοχές:</i>		
<i>[100.000-(14.000+56.000)= 30.000]</i>		
<i>30.000x (375.000 / 1.625.000)</i>	5.000	-
<i>30.000x (1.250.000 / 1.625.000)</i>	-	25.000
	19.000	81.000
Συνολικό ποσοστό	19%	81%

Το ποσοστό των κερδών που διανεμήθηκαν στους μετόχους της Κ αυξήθηκε, γιατί η Λ αναμενόταν να συνεισφέρει ένα μεγάλο ποσοστό κερδών, το οποίο όμως δεν πραγματοποιήθηκε. Εντούτοις όλοι οι μέτοχοι έλαβαν το ίδιο ποσοστό κερδών (της Κ: $5.000 : 250 = 20$, της Λ: $25.000 : 1.250 = 20$) και η διανομή είναι συνεπώς, ισομερής σε ένα επίπεδο κερδών χαμηλότερο του αναμενομένου. Τα κέρδη που διανέμονται στις κοινές μετοχές αντιπροσωπεύουν το Goodwill και είναι χαμηλότερο από ό,τι αναμενόταν και εμφανίζει το λάθος στον αρχικό υπολογισμό του Goodwill.

Συμπερασματικά, για να γίνεται διανομή κερδών με ποσοστό όμοιο με εκείνο που υπολογίστηκαν τα συνεισφερόμενα στην Μ κέρδη από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, τα κέρδη που πραγματοποιούνται από την Μ πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσα με το ποσοστό κερδών των προνομιούχων μετοχών (στο παράδειγμα 7%).

Στην πράξη συναντιούνται και πολλοί άλλοι τρόποι καθορισμού της αξίας των μετοχών που δίνονται στους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιρειών, όπως λ.χ. η έκδοση μετοχών Α και Β κλάσεως. Οι μετοχές καθεμιάς κλάσεως έχουν τα ίδια δικαιώματα στο μέρισμα, αλλά η μια είναι προνομιούχα στη διανομή της περιουσίας, ή το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών μπορεί να διατηρείται σε οποιοδήποτε επίπεδο των πραγματοποιούμενων κερδών. Τα στοιχεία κάθε περιπτώσεως πρέπει να εξεταστούν προσεκτικά για να καθοριστεί μια ισομερής κατανομή των μετοχών.

Προσδιορισμός της σχέσεως ανταλλαγής των μετοχών με βάση τα κέρδη ανά μετοχή των συγχωνευόμενων εταιρειών

Κατά τη διαπραγμάτευση των όρων συγχώνευσης δίνεται ιδιαίτερη προσοχή και μελετώνται οι επιπτώσεις αυτής σε δύο κυρίως παράγοντες: α) στα κέρδη ανά μετοχή και β) στη χρηματιστηριακή τιμή. Λαμβάνεται επίσης υπόψη και η επίδραση επί του μερίσματος και της λογιστικής αξίας, η βαρύτητα όμως που δίνεται σε αυτά είναι πολύ περιορισμένη. Όταν βέβαια η σχέση ανταλλαγής αποφασίζεται με βάση την περιουσιακή κατάσταση των εταιρειών, όπως στην Ελλάδα από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 του Ν.2190/1920, τότε αποφασιστικό στοιχείο αποτελεί η αξία της μετοχής με βάση την καθαρή περιουσία που προκύπτει από την τρέχουσα αξία των ενεργητικών και όχι από τα προαναφερθέντα κέρδη ανά μετοχή ή τη χρηματιστηριακή αξία. Τα κέρδη βέβαια λαμβάνονται υπόψη από τον αγοραστή γιατί στις συγχωνεύσεις αντικειμενικός σκοπός είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής.

Για να ξεκινήσει η διαδικασία συγχώνευσης δύο εταιρειών θα πρέπει η διοίκηση της αποκτώντας να βεβαιωθεί ότι θα υπάρξει από αυτή συνεργητικό αποτέλεσμα. Εάν επιβεβαιωθεί αυτό, στο μέτρο του δυνατού, το επόμενο πρόβλημα που αντιμετωπίζει είναι η αξία της απορροφουμένης και ειδικότερα η τιμή που θα πληρωθεί για κάθε μετοχή αυτής. Εφόσον η απόφαση για τη συγχώνευση λαμβάνεται με βάση την κερδοφορία των επιχειρήσεων, η αποτίμηση της κοινής αξίας των δύο εταιρειών και η χωριστή της απορροφουμένης, για τον υπολογισμό της αξίας της κάθε μετοχής της, θα βασιστεί στις μελλοντικές ταμειακές ροές τους.

Αξιολόγηση των συγχωνευόμενων εταιρειών με βάση την ταμιακή ροή

Η μέσω πρόβλεψης της ταμιακής ροής αξιολόγηση της συγχώνευσης περιβάλλεται με κάποια αβεβαιότητα. Στην περίπτωση κοινής ανάλυσης (και των δύο εταιρειών) η αβεβαιότητα σχετίζεται με την πιθανότητα να μην εμφανιστεί τελικά το συνεργητικό αποτέλεσμα. Κατ' αυτήν πρέπει να ληφθεί υπόψη τυχόν αύξηση της δανειακής επιβάρυνσης ή αν μετά την συγχώνευση απαιτούνται νέες επενδύσεις, οι οποίες πρέπει και αυτές να χρηματοδοτηθούν. Στην περίπτωση μεμονωμένης αξιολόγησης

της απορροφουμένης, η αβεβαιότητα για τις μελλοντικές ροές της είναι μικρότερη και σχετίζεται με την πιθανότητα να μην επαληθευθεί το ύψος της προσδοκώμενης ταμιακής ροής, οπότε υπερεκτιμάται η τιμή της μετοχής.

Αξιολόγηση των συγχωνευόμενων εταιρειών με βάση τα ανά μετοχή κέρδη τους

Το αποτέλεσμα προτεινόμενης συγχώνευσης αξιολογείται με προσδιορισμό του αντίκτυπου κυρίως επί των κερδών ανά μετοχή.

Παρόντα Κέρδη: Για την αντανάκλαση του αποτελέσματος της συγχώνευσης επί των τρεχόντων κερδών ανά μετοχή υποθέτουμε τα ακόλουθα χρηματοοικονομικά στοιχεία για δύο εισηγμένες επιχειρήσεις:

	Επιχείρηση Α	Επιχείρηση Β
Συνολικά κέρδη	720.000	364.000
Αριθμός μετοχών	60.000	45.500
Κέρδη ανά μετοχή	12	8
Τιμή μετοχής	18	8
Πολλαπλασιαστής (P/E)	1,5	1

Υποτίθεται ότι συμφωνείται η συγχώνευση των εταιρειών αυτών και ότι η επιζώσα θα είναι η Α. Η Β πρόσφερε και η Α δέχτηκε, με βάση την ανάλυση που υποδείχτηκε προηγουμένως, 9 χρηματικές μονάδες ανά μετοχή που θα πληρωθούν σε μετοχές της Α. Ο λόγος ανταλλαγής δηλαδή είναι δύο προς μία (18/9). Συνήθως προτιμάται ο προσδιορισμός από τη σχέση 9/18, οπότε συγκεκριμένα ορίζεται ότι θα ληφθούν 0,50 μετοχές της Α για κάθε μία μετοχή της Β. Υποθέτοντας ότι καμία μεταβολή δε λαμβάνει χώρα στα κέρδη, η επίδραση της συγχώνευσης επ' αυτών απεικονίζεται παρακάτω:

	Επιχείρηση Α
Συνολικά κέρδη	1.084.000
Νέος αριθμός μετοχών (45.500 x 0,50) + 60.000	82.750

Κέρδη ανά μετοχή της Α	13,1 (έναντι 12)
Κέρδη ανά μετοχή της Β (13,1 x 0,50)	6,55 (έναντι 8)

Επέρχεται βελτίωση στα κέρδη ανά μετοχή της εταιρείας Α κατά 11 χρηματικές μονάδες (από 12 σε 13,1), ενώ της εταιρείας Β μειώνονται κατά 1,45 (από 8 σε 6,55). Οι μέτοχοι δηλαδή της Β συμμετέχουν στα ανά μετοχή κέρδη (13,1) που προκύπτουν από την απορρόφηση κατά ποσοστό 0,50, διότι κάθε μετοχή της Β που κατείχαν ανταλλάχθηκε με 0,50 μετοχές της Α.

Μελλοντικά κέρδη: Στο προηγούμενο παράδειγμα η αποκτώσα εταιρεία Α έχει υψηλότερο πολλαπλασιαστή (1,5). Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι αναμένεται υψηλότερη αύξηση στα κέρδη της Α από τη Β. Ο λόγος ανταλλαγής όμως βασίστηκε στα τρέχοντα κέρδη των εταιρειών και τα κέρδη της Β υπέστησαν μείωση από 8 σε 6,55 χρηματικές μονάδες. Η Β όμως συγχωνεύεται με εταιρεία που έχει προοπτική αύξησης των κερδών με ρυθμό υψηλότερο από το δικό της και συνεπώς η προσωρινή μείωση των κερδών αντισταθμίζεται με ταχύτερο ρυθμό μελλοντικής αύξησης με τη συγχώνευση παρά χωρίς αυτή.

Αν όμως τα κέρδη της Β αναμένονταν να αυξηθούν ταχύτερα της Α, πιθανότατα να δικαιολογείτο υψηλότερος λόγος ανταλλαγής των μετοχών τους (πχ. $18:12 = 1,5$ ή $0,667$), γιατί δεν δικαιολογείται η εταιρεία που έχει περισσότερο ευσίωνες προοπτικές και υψηλότερο αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των κερδών να υφίσταται μεγάλη μείωση των ανά μετοχή κερδών. Η μείωση αυτή υφίσταται οποτεδήποτε ο πολλαπλασιαστής που χρησιμοποιείται για την αγοραζόμενη εταιρεία υπερβαίνει εκείνο της αποκτώσας. Εν προκειμένω η σχέση τιμής προς κέρδη (P/E) της αποκτώμενης εταιρείας είναι 1,1 φορές (9/8). Αν η σχέση αυτή παραμείνει υπό το 15, που είναι ο πολλαπλασιαστής της αποκτώσας εταιρείας Α, θα προκύψει αύξηση των κερδών της Α. Αν π.χ. ο πολλαπλασιαστής είναι 1,1, τα κέρδη της Α ανέρχονται από 12 σε 13,1. Αν όμως υπερβεί το 1,5 θα προκύψει μείωση των κερδών της, όπως φαίνεται παρακάτω, υποθέτοντας για αυτό ότι ο πολλαπλασιαστής είναι 1,8. Όταν ο πολλαπλασιαστής είναι 1,5 τα κέρδη ανά μετοχή παραμένουν τα ίδια (12 χρηματικές μονάδες):

	Λόγος ανταλλαγής	Λόγος ανταλλαγής
	12/18	14,4/18
	(P/E = 12/8 = 1,5)	(P/E = 14,4/8 = 1,8)

Συνολικά κέρδη	1.084.000	1.084.000
Αριθμός μετοχών	90.333 (60.000+12/18x45.500)	96.400 (60.000+14.4/18x45.500)
Κέρδη ανά μετοχή	12	11,2

Η υψηλότερη κερδοφόρα δύναμη της αποκτώσας Α θα συμβάλλει στην ταχύτερη άνοδο των κερδών που προκύπτουν μετά τη συγχώνευση (και ιδίως θα ωφεληθούν οι μέτοχοι της Β της οποίας τα αντίστοιχα κέρδη μειώθηκαν από 8 σε 6,55 χρηματικές μονάδες). Έστω ότι ο νέος ρυθμός αύξησης θα είναι ο μέσος όρος και των δύο εταιρειών. Αν υποθεθεί ότι οι ρυθμοί αύξησης των κερδών είναι 20% και 12% αντίστοιχα, τότε ο ρυθμός αύξησης της νέας εταιρείας που προκύπτει από τη συγχώνευση, θα είναι 16%.

Το ερώτημα που προκύπτει σε περιπτώσεις απορρόφησης είναι ο χρόνος που θα απαιτηθεί προκειμένου τα κέρδη των μετόχων της εταιρείας που υφίσταται την αραίωση (Dilution) να καλύψουν αυτή. Πόσος χρόνος δηλαδή θα παρέλθει ώστε 6,55 χρηματικές μονάδες αυξανόμενες με το νέο ρυθμό 16% θα φθάσουν εκείνο το ύψος των κερδών στο οποίο οι 8 χρηματικές μονάδες χωρίς τη συγχώνευση θα βρίσκονταν αυξανόμενες προς 10% (με το προ της συγχωνεύσεως δηλαδή ρυθμό). Θα παρέλθουν περίπου 3.5 έτη για να εξαλειφθεί αραίωση των κερδών.³⁵

Άλλοι παράγοντες αξιολογήσεως των συγχωνευόμενων εταιρειών

Εκτός από τα κέρδη και τα ενεργητικά, έχουν χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό του λόγου ανταλλαγής και άλλοι παράγοντες, όπως τα μερίσματα και οι τιμές των μετοχών.

Μέρισμα: Το μέρισμα ανά μετοχή παίζει περιορισμένο ρόλο κατά την αξιολόγηση των συνενώσεων. Το μέρισμα είναι συνάρτηση των κερδών. Εταιρείες όμως με καλές προοπτικές και ευκαιρίες επενδύσεων επανεπενδύουν τα περισσότερα από τα κέρδη και γι' αυτό το μέρισμα είναι μικρού ύψους. Ο λόγος ανταλλαγής συνεπώς με βάση το

³⁵ Αυτό μπορεί να προσδιορισθεί και αλγεβρικά με την εξίσωση: $E_1 \times (1+g_1)^N = E_2 \times (1+g_2)^N$ όπου E_1 τα κέρδη ανά μετοχή χωρίς τη συγχώνευση, E_2 τα κέρδη μετά τη συγχώνευση, και g οι αντίστοιχοι ρυθμοί αύξησης και $N =$ ο ζητούμενος αριθμός ετών στον οποίο εξαλείφεται η αραίωση κερδών. Με τη βοήθεια των λογαρίθμων βρίσκουμε ότι $N = 3,41$, τρία έτη δηλαδή και πέντε μήνες περίπου.

μέρισμα ανά μετοχή, στις περισσότερες περιπτώσεις αξιολόγησης συγχωνεύσεων, δεν είναι αντανakλαστικός των προαναφερθεισών μεταβλητών, δηλαδή των τρεχόντων κερδών από τα οποία εξαρτάται το μέρισμα, του ρυθμού αύξησης των κερδών (από το οποίο εξαρτώνται τα μελλοντικά κέρδη και το μέρισμα) και του πολλαπλασιαστή αυτών. Σε εταιρείες όμως χωρίς προοπτικές ανάπτυξης το ύψος του μερίσματος πιθανό να παίζει σημαντικό ρόλο και ο λόγος ανταλλαγής των μετοχών να λάβει υπόψη και το ύψος αυτού.

Τιμή Μετοχής: Άλλος παράγοντας που λαμβάνεται υπόψη κατά την αξιολόγηση συνένωσης εταιρειών είναι η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών τους. Η τιμή αυτή αντανakλά μελλοντικά κέρδη, μερίσματα, αξία ενεργητικών, επιχειρηματικό κίνδυνο και άλλους παράγοντες. Συνήθως όμως δίνεται μεγαλύτερη βαρύτητα στα κέρδη ανά μετοχή, των οποίων μπορεί να υπολογιστεί ο ακριβής επηρεασμός από τη συγχώνευση, παρά στη χρηματιστηριακή αξία, ο επηρεασμός της οποίας εξαρτάται από την κρίση πολλών επενδυτών και συνεπώς σχετίζεται με αβεβαιότητα. Ο προσδιορισμός του λόγου ανταλλαγής βάσει των χρηματιστηριακών τιμών, όπως και βάσει της πραγματικής αξίας των μετοχών, γίνεται με τον εξής τύπο:

$$\frac{\text{(Τιμή μετοχής επιζούσας εταιρείας x Αριθμός μετοχών που προσφέρεται)} / \text{Τιμή μετοχή απορροφούμενης εταιρείας}}$$

Αν στο ανωτέρω παράδειγμα η συνένωση αποφασιζόταν με βάση τις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών των εταιρειών και η Α προσέφερε 0,25 μετοχές της για κάθε μετοχή της Β, ο λόγος ανταλλαγής θα ήταν 0,56. Η μία δηλαδή μετοχή της Β θα ανταλλασσόταν με 0,56 μετοχές της Α:

$$(18 \times 0,25) / 8 = 0,5625$$

Συνήθως όμως η αποκτώσα εταιρεία προσφέρει υψηλότερη τιμή από την τρέχουσα, για τη μετοχή της εταιρείας που επιθυμεί να απορροφήσει, για να καταστήσει την προσφορά ελκυστική. Οι εταιρείες πάντως με υψηλό πολλαπλασιαστή, που σκοπεύουν στην αύξηση των κερδών ανά μετοχή, αποκτούν εταιρείες με χαμηλό πολλαπλασιαστή και παρά το γεγονός ότι πληρώνουν για τη μετοχή της αποκτώμενης εταιρείας μεγαλύτερη τιμή από τη χρηματιστηριακή, τελικώς η ανταλλαγή μπορεί να είναι συμφέρουσα. Αυτό είναι περισσότερο πιθανόν όταν η αποκτώμενη εταιρεία είναι μικρή παρά όταν είναι μεγάλη. Στην πρώτη περίπτωση είναι πιθανότερο η αγορά να μην μεταβάλλει το λόγο τιμή / κέρδη (P/E) με τον οποίο κεφαλαιοποιεί τα κέρδη της επιζούσας, ενώ όταν η εταιρεία είναι μεγάλη το πιθανότερο είναι ο νέος

πολλαπλασιαστής να κυμαίνεται γύρω από το μέσο σταθμισμένο των δύο πολλαπλασιαστών, σύμφωνα με ποικίλες μελέτες.

Επίσης είναι πιθανόν ένας καλά πληροφορημένος αγοραστής να δίνει στην εταιρεία μεγαλύτερη ή μικρότερη αξία από εκείνη της αγοράς και συνεπώς να κρίνει τη συγχώνευση σαν συμφέρουσα ή μη και να διαπραγματεύεται ανάλογα. Επιπλέον οι τιμές των μετοχών διακυμαίνονται ευρέως και διαφορετικά σε κάθε εταιρεία και σε οξείς διακυμάνσεις πρέπει να ομαλοποιούνται οι τιμές αυτών για ορισμένο χρονικό διάστημα. Παρά τα μειονεκτήματα αυτά και την αβεβαιότητα για τον τρόπο με τον οποίο θα αντιδράσει η αγορά σε κάθε συγχώνευση, οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών λαμβάνονται σοβαρά υπόψη.

Περίπτωση προσδιορισμού του λόγου ανταλλαγής με βάση τις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών μπορεί να κριθεί ως ενδεδειγμένη όταν δεν υπάρχουν κέρδη στη μία ή και στις δύο επιχειρήσεις. Η αγορά θεωρείται ότι περισσότερο ορθά από κάθε άλλον μπορεί να αντανakλάσει στην τιμή των μετοχών τα αναμενόμενα κέρδη και μερίσματα. Ο προσδιορισμός δηλαδή του λόγου ανταλλαγής εταιρειών για συνένωση, στην περίπτωση κατά την οποία συνεχώς κατά τα τελευταία έτη εμφανίζονται ζημίες, θα μπορούσε να βασιστεί στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών σε ορισμένη ημερομηνία ή στην ομαλοποιημένη τιμή τους για ορισμένη περίοδο αν υπήρξαν οξείς διακυμάνσεις.

3.2.11 Συγχώνευση ανώνυμης εταιρείας με ατομική επιχείρηση, προσωπική εταιρεία ή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας ή με απορρόφηση από αυτή

Ο ν. 2190/1920 προβλέπει και ρυθμίζει μόνο τις συγχωνεύσεις της ανώνυμης εταιρείας με άλλες ανώνυμες εταιρείες και δεν αναφέρεται στις συγχωνεύσεις της ανώνυμης εταιρείας με ατομική επιχείρηση, με προσωπική εταιρεία, ομόρρυθμη ή ετερόρρυθμη ή με εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, είτε με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας είτε με απορρόφηση των παραπάνω επιχειρήσεων και εταιρειών από (υφιστάμενη) ανώνυμη εταιρεία. Ο Ν.2190/1920 και γενικά ο εμπορικός νομοθέτης αγνοεί τις προαναφερόμενες περιπτώσεις συγχωνεύσεων.

Η συγχώνευση Ανώνυμης Εταιρείας με επιχείρηση οιασδήποτε άλλης μορφής (ατομική επιχείρηση, προσωπική εταιρεία ή Ε.Π.Ε) με σκοπό την ίδρυση νέας Ανώνυμης Εταιρείας, εξακολουθεί να διέπεται από τις διατάξεις του Ν.Δ 1297/1972.

3.2.12 Συγχώνευση εταιρείας σε εκκαθάριση (άρθρο 47 ν. 2190/20)

Οι διατάξεις των άρθρων 68 έως και 78, καθώς και του άρθρου 80, εφαρμόζονται και στην περίπτωση που εταιρεία ή εταιρείες έχουν λυθεί λόγω παρόδου του χρόνου διάρκειας ή με απόφαση της ΓΣ, καθώς επίσης και στην περίπτωση που μετά την κήρυξη της εταιρείας ή των εταιρειών σε πτώχευση επήλθε συμβιβασμός ή αποκατάσταση σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις του πτωχευτικού δικαίου. Η συγχώνευση των εταιρειών αυτών, που γίνεται μόνο, είτε με απορρόφησή τους από άλλη εταιρεία, είτε με σύσταση νέας εταιρείας, αποκλείεται αν έχει αρχίσει η διανομή της εταιρικής περιουσίας τους.

Η συγχώνευση εταιρείας σε εκκαθάριση ή σε πτώχευση επιτρέπεται όταν πραγματοποιείται με απορρόφηση ή με σύσταση νέας εταιρείας. Η εταιρεία σε πτώχευση ή σε εκκαθάριση δε δύναται όμως να απορροφήσει άλλη. Η απόφαση για τη συγχώνευση εμπεριέχει την αντίστοιχη για την αναβίωση της εταιρείας. Αποκλείεται εξάλλου η εξαγορά ανώνυμης εταιρείας σε εκκαθάριση ή σε πτώχευση, με την έννοια του άρθρου 79 ν. 2190/20.

Από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, η εκκαθάριση ή η πτώχευση, καθώς και τα αποτελέσματά τους, ανακαλούνται αναδρομικά.

3.3 ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΠΟΥ ΚΑΤΕΧΕΙ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ

3.3.1 Έννοια της απορροφήσεως καθολικά εξηρημένης εταιρείας

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 78 παρ. 1 του Ν.2190/1920, απαλλάσσονται από ορισμένες διατυπώσεις οι συγχωνευόμενες με απορρόφηση, στις περιπτώσεις που αυτές συνδέονται με καθολική κεφαλαιακή δέσμευση, δηλαδή όταν η απορροφούσα

(μητέρα) είναι ο μοναδικός μέτοχος της απορροφουμένης (θυγατέρας), γιατί η πρώτη κατέχει το 100% μετοχών της δεύτερης.

Εν προκειμένω, η απορροφούσα δεν αυξάνει το κεφάλαιό της, αφού η απαίτησή της ως μετόχου της απορροφουμένης για νέες μετοχές αποσβένεται «δια συγχύσεως» με την υποχρέωσή της για έκδοση και διανομή νέων μετοχών, η οποία υποχρέωση πηγάζει από την απορρόφηση. Εντούτοις, η παραπάνω διάταξη του άρθρου 78 παρ. 1 του νόμου απαλλάσσει τις συγχωνευόμενες εταιρείες από ορισμένες διατυπώσεις υπό την προϋπόθεση ότι η απορροφούσα εταιρεία είναι μητρική εταιρεία και είναι κυρία του συνόλου (100%) των μετοχών της (μονομετοχικής) θυγατρικής της εταιρείας, άσχετα αν ένα μέρος των μετοχών αυτών κατέχει τρίτο πρόσωπο, αλλά για λογαριασμό της απορροφούσας μητρικής εταιρείας, όπως λ.χ. λόγω νομής, εγγυήσεως, προς φύλαξη κ.λπ.

3.3.2 Διαδικασία και διατυπώσεις της συγχωνεύσεως με απορρόφηση καθολικά εξηρημένης εταιρείας

Στάδιο πρώτο: Κατάρτιση εγγράφου σχεδίου συμβάσεως συγχωνεύσεως και δημοσιότητα αυτού

Τα Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών καταρτίζουν σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως, για το οποίο ισχύουν τα όσα παραπάνω εκτέθηκαν.

Καθεμιά από τις συγχωνευόμενες εταιρείες (απορροφούσα και απορροφούμενη) υποβάλλει το σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως στις διατυπώσεις δημοσιότητας που προβλέπει το άρθρο 7β. Η δημοσιότητα του σχεδίου πρέπει να πραγματοποιηθεί ένα μήνα τουλάχιστον πριν από την έναρξη των αποτελεσμάτων της πράξεως απορροφήσεως, δηλαδή τουλάχιστον ένα μήνα πριν από την καταχώρηση στα Μητρώα Α.Ε. όλων των συγχωνευόμενων εταιρειών της εγκρίσεως του Νομάρχη για τη συγχώνευση των εταιρειών.

Εφόσον τηρηθούν οι προϋποθέσεις που επιβάλλει το άρθρο 78 παρ. 2, δεν απαιτείται απόφαση των γενικών συνελεύσεων των μετόχων των συγχωνευόμενων εταιρειών για την έγκριση του σχεδίου της συμβάσεως συγχωνεύσεως. Συνεπώς, σε μια τέτοια

περίπτωση, δεν απαιτείται η κατάρτιση εκθέσεων του Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών και καταχώρηση αυτών στα Μητρώα Α.Ε. Σε περίπτωση όμως που δεν τηρηθούν οι προϋποθέσεις που επιβάλλει το άρθρο 78 παρ. 2, οπότε απαιτείται απόφαση των γενικών συνελεύσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών, πρέπει να δεχθούμε ότι επιβάλλεται η κατάρτιση εκθέσεων των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών, προκειμένου να υποβληθούν στις γενικές συνελεύσεις, καθώς επίσης και καταχώρηση αυτών στα Μητρώα Α.Ε.

Στάδιο δεύτερο: Εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της απορροφούμενης εταιρείας

Ο Ν.2190/1920 δεν απαιτεί στην εξεταζόμενη μορφή συγχωνεύσεως εκτίμηση των περιουσιών των συγχωνευόμενων εταιρειών, όπως απαιτεί στην κοινή συγχώνευση με απορρόφηση.

Ο αναπτυξιακός φορολογικός Ν.1297/1972 εντούτοις, προκειμένου να διαπιστωθεί η υπεραξία συγχωνεύσεως και να αναβληθεί η φορολογία αυτής, απαιτεί τη διενέργεια απογραφής και την εκτίμηση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων. Έτσι, κατά κανόνα, οι απορροφούμενες θυγατρικές εταιρείες ζητούν εκτίμηση της αξίας της περιουσίας τους από την Επιτροπή αυτή.

Στάδιο τρίτο: Παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών

Η απορροφούσα και οι συγχωνευόμενες εταιρείες στην εξεταζόμενη περίπτωση αποτελούν, από οικονομική άποψη, ένα και τον αυτόν οργανισμό. Τα συμφέροντα, συνεπώς, των επιμέρους συγχωνευόμενων εταιρειών δεν επηρεάζονται από τη συγχώνευση. Αντίθετα, επειδή οι συγχωνευόμενες εταιρείες συνιστούν, από νομική άποψη, ξεχωριστά νομικά πρόσωπα, η συγχώνευση αυτών σε ένα νομικό πρόσωπο, δυνατό να επηρεάσει τα συμφέροντα των πιστωτών των επιμέρους συγχωνευόμενων εταιρειών. Για το λόγο αυτόν τυγχάνει εφαρμογής και στην εξεταζόμενη μορφή συγχωνεύσεως το άρθρο 70 που προστατεύει τους πιστωτές, ομολογιούχους πιστωτές και τους κομιστές άλλων, πλην μετοχών, τίτλων.

Στάδιο τέταρτο: Πληροφόρηση των μετόχων των συγχωνευόμενων εταιρειών

Οι μέτοχοι των συγχωνευόμενων εταιρειών πρέπει καταρχήν να αποφασίσουν για τη συγχώνευση των εταιρειών (άρθρο 72) και να λάβουν γνώση, ένα μήνα πριν από τη συνέλευση, των εγγράφων που προβλέπονται από το άρθρο 73 παρ. 1 περ. α', β' και γ', εκτός από την Έκθεση Εκτιμητικής Επιτροπής που δεν απαιτείται από την εμπορική νομοθεσία στην εξεταζόμενη μορφή συγχωνεύσεως. Εντούτοις, για την απλούστευση της διαδικασίας, ο νόμος δεν ζητεί απόφαση της γενικής συνελεύσεως των συγχωνευόμενων εταιρειών, εφόσον τηρηθούν οι προϋποθέσεις που καθιερώνει το άρθρο 78 παρ. 2.

Στάδιο πέμπτο: Κατάρτιση συμβάσεως συγχωνεύσεως ενώπιον συμβολαιογράφου

Καταρτίζεται η σύμβαση συγχωνεύσεως ενώπιον συμβολαιογράφου και υπογράφεται από τους εκπροσώπους των συγχωνευόμενων εταιρειών. Στο συμβόλαιο προσαρτώνται υπεύθυνες δηλώσεις του άρθρου 8 του Ν.1599/1986 των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών ότι δεν προβλήθηκαν από τους πιστωτές των εταιρειών αντιρρήσεις ή αυτές που προβλήθηκαν έχουν ήδη επιλυθεί.

Η σύμβαση συγχωνεύσεως υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του νόμου. Ευνόητο ότι, εφόσον δεν τηρηθούν οι προϋποθέσεις που θέτει το άρθρο 78 παρ. 2, και συνεπώς απαιτούνται εγκριτικές αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών, πρέπει να προηγηθεί η λήψη τέτοιων αποφάσεων, οι οποίες πρέπει και αυτές να υποβληθούν στη δημοσιότητα του άρθρου 7β του νόμου.

Στάδιο έκτο: Έγκριση της συγχωνεύσεως από τον Υπουργό Εμπορίου και δημοσιότητα αυτής

Ακολουθούν οι διατυπώσεις που απαιτούνται για την έγκριση της συγχωνεύσεως από τον αρμόδιο Νομάρχη και τη δημοσιότητα συγχωνεύσεως.

Ανάλυση των επιμέρους διατυπώσεων συγχωνεύσεως με απορρόφηση καθολικά εξαρτημένων εταιρειών

Κατά τη διάταξη του άρθρου 78 παρ. 1, στην εξεταζόμενη περίπτωση συγχωνεύσεως έχουν καταρχήν εφαρμογή οι διατάξεις των άρθρων 69 έως και 77, με ορισμένες όμως εξαιρέσεις. Οι εξαιρέσεις αυτές είναι οι ακόλουθες:

- Δεν αναγράφονται στο Σχέδιο της Συμβάσεως Συγχωνεύσεως η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, οι διατυπώσεις παραδόσεως των νέων μετοχών και η ημερομηνία από την οποία οι νέες μετοχές παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη. Οι παραπάνω διατυπώσεις δεν έχουν έδαφος εφαρμογής στην εξεταζόμενη περίπτωση, αφού δε γίνεται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφούσας, αλλά απλώς οι μετοχές της απορροφούμενης ακυρώνονται και στη θέση τους στο ενεργητικό της απορροφούσας καταλαμβάνουν τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφούμενης εταιρείας.
- Δεν απαιτείται έκθεση του Δ.Σ. με επεξηγήσεις του Σχεδίου Συμβάσεως Συγχωνεύσεως, κυρίως για τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών κ.λ.π., η οποία έκθεση προβλέπεται από τη διάταξη του άρθρου 69 παρ. 4 για τις περιπτώσεις απορροφήσεως μη καθολικά συνδεμένων εταιρειών.
- Δεν απαιτείται εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιρειών από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων, που προβλέπεται, από το άρθρο 71, γιατί στην εξεταζόμενη περίπτωση δεν αυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφούσας, ούτε εκδίδονται νέες μετοχές για να δοθούν στους κομιστές των μετοχών της απορροφούμενης εταιρείας, αφού οι μετοχές αυτές κατέχονται όλες από την απορροφούσα και η οποία με τη συγχώνευση τις ακυρώνει. Εντούτοις, ο αναπτυξιακός φορολογικός Ν.1297/1972 επιβάλλει την εκτίμηση της περιουσίας των απορροφούμενων εταιρειών.
- Δεν απαιτείται οι μέτοχοι να λάβουν γνώση των Εκθέσεων του Δ.Σ. και της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, αφού τέτοιες εκθέσεις δεν συντάσσονται (άρθρο 73 Ι περ. δ' και ε').

- Δεν έχει εφαρμογή η διάταξη του άρθρου 75 παρ. 1 περ. β που ορίζει ότι στις άλλες περιπτώσεις απορροφήσεως «οι μέτοχοι της ή των απορροφούμενων εταιρειών γίνονται μέτοχοι της απορροφούσας εταιρείας», αφού μοναδικός μέτοχος της απορροφούμενης εταιρείας είναι η ίδια η απορροφούσα, η οποία δεν μπορεί να γίνει μέτοχος του εαυτού της.
- Δεν έχει εφαρμογή η διάταξη του άρθρου 76 παρ. 1, που προβλέπει ευθύνη των μελών του Δ.Σ. της απορροφούμενης εταιρείας για κάθε πταίσμα έναντι των μετόχων της εταιρείας αυτής κατά την προετοιμασία και πραγματοποίηση της συγχωνεύσεως, αφού μοναδικός μέτοχος της απορροφούμενης είναι η απορροφούσα εταιρεία και συνεπώς δεν νοείται βλάβη της ίδιας από τη συγχώνευση.
- Δεν έχει επίσης εφαρμογή στην εξεταζόμενη περίπτωση η παρ. 2 του αυτού άρθρου που προβλέπει ευθύνη της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, αφού δεν προβλέπεται εκτίμηση των περιουσιών των συγχωνευόμενων εταιρειών από την Επιτροπή αυτή.
- Δεν απαιτείται απόφαση της γενικής συνελεύσεως καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, εφόσον συντρέχουν σωρευτικά οι ακόλουθες περιπτώσεις (άρθρο 78 παρ. 2 περ. α' και β'):
 - ο Αν η δημοσιότητα του Σχεδίου Συμβάσεως Συγχωνεύσεως που προβλέπει το άρθρο 69, πραγματοποιείται από καθεμιά από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, ένα μήνα τουλάχιστον πριν από την έναρξη των αποτελεσμάτων της πράξεως απορροφήσεως και
 - ο Αν όλοι οι μέτοχοι της απορροφούσας εταιρείας έχουν το δικαίωμα, ένα μήνα τουλάχιστον πριν από την έναρξη των αποτελεσμάτων της πράξεως απορροφήσεως, να λαμβάνουν γνώση στην έδρα της απορροφούμενης εταιρείας των εγγράφων που προβλέπονται στο άρθρο 73 παρ. 1 περ. α', β' και γ', δηλαδή του Σχεδίου της Συμβάσεως Συγχωνεύσεως, των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων και των εκθέσεων του Δ.Σ. των τριών τελευταίων χρήσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών και της Λογιστικής Καταστάσεως (προσωρινού ισοζυγίου), εφόσον οι οικονομικές καταστάσεις της τελευταίας χρήσεως φέρουν ημερομηνία λήξεως της χρήσεως αυτής

που απέχει περισσότερο από έξι μήνες από την ημερομηνία του σχεδίου της συμβάσεως συγχωνεύσεως.

3.3.3 Αποτελέσματα της συγχωνεύσεως με απορρόφηση καθολικά εξηρημένης εταιρείας

Από την καταχώρηση της εγκρίσεως του Νομάρχη ή του Υπουργού Εμπορίου στα Μητρώα των Α.Ε. των συγχωνευόμενων εταιρειών ολοκληρώνεται η διαδικασία της συγχωνεύσεως και επέρχονται όλα τα αποτελέσματα που προβλέπει το άρθρο 75 του Ν.2190/1920, εκτός από το ότι ο μέτοχος των απορροφούμενων εταιρειών, που είναι στην εξεταζόμενη περίπτωση η ίδια η απορροφούσα εταιρεία, δεν μπορεί να γίνει μέτοχος του εαυτού της.

Με την κατά νόμο ολοκλήρωση της προκείμενης μορφής απορρόφησης (άρθρ. 75 παρ. 1), η περιουσία της θυγατρικής εισφέρεται ως σύνολο (ενεργητικό και παθητικό) στη μητρική-απορροφώσα εταιρεία, η οποία πρέπει να ακυρώσει αμέσως το σύνολο των μετοχών της, καθώς αυτές δεν ενσωματώνουν πλέον υπαρκτή, αλλά ήδη καταργηθείσα μετοχική σχέση.³⁶ Εξάλλου, η μητρική εταιρεία δεν μπορεί να προχωρήσει ούτε στην έκδοση νέων μετοχών, αφενός μεν γιατί η σχετική αξίωση αποσβένεται λόγω συγχύσεως³⁷ και αφετέρου γιατί η απόκτηση των μετοχών αυτών από την απορροφώσα εταιρεία θα οδηγούσε σε παραβίαση της απαγόρευσης του άρθρου 16.

Κατ' επέκταση, λοιπόν, στην περίπτωση του άρθρου 78 δεν είναι νομικώς και λογιστικώς δυνατή ούτε η αύξηση του κεφαλαίου της απορροφώσας (μητρικής) εταιρείας.

Από λογιστική άποψη, οι ακυρούμενες μετοχές παύουν εφεξής να εμφανίζονται στο ενεργητικό του ισολογισμού της απορροφώσας - μητρικής εταιρείας (στο λογαριασμό «συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις») και τη θέση τους παίρνουν τα κατ' ιδίαν περιουσιακά στοιχεία της απορροφώμενης εταιρείας, στα οποία η απορροφώσα υποκαθίσταται μέσω του μηχανισμού της οιονεί καθολικής διαδοχής.

³⁶ Παμπούκη, ό.π., τεύχ. 1ο.

³⁷ Γεωργακόπουλο, Εγχειρίδιο, 645-64.

3.4 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΣΥΣΤΑΣΗ ΝΕΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

3.4.1 Έννοια της συγχωνεύσεως ανώνυμων εταιρειών με σύσταση ανώνυμης εταιρείας

Σύμφωνα με τη διάταξη της παρ. 2 του άρθρου 68 του Ν.2190/1920, συγχώνευση ανώνυμων εταιρειών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας συντελείται όταν συντρέχουν τα ακόλουθα:

- Να υφίστανται κατά το χρόνο της συγχωνεύσεως δύο τουλάχιστον ανώνυμες εταιρείες οι οποίες λύνονται και, χωρίς να ακολουθήσουν το στάδιο της εκκαθαρίσεως, μεταβιβάζουν το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις τους σε νέα ανώνυμη εταιρεία, την οποία ιδρύουν, και οι οποίες λυόμενες εταιρείες με τη συγχώνευση εξαφανίζονται ως ιδιαίτερα νομικά πρόσωπα.
- Να δημιουργείται από τις εξαφανιζόμενες εταιρείες μια νέα ανώνυμη εταιρεία στην οποία περιέρχονται τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό και υποχρεώσεις) των εταιρειών αυτών, τις οποίες διαδέχεται στα δικαιώματα και στις υποχρεώσεις τους.
- Η νέα εταιρεία, έναντι της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των εξαφανιζόμενων εταιρειών τα οποία αποκτά, πρέπει να δίνει στους μετόχους των εταιρειών αυτών μετοχές εκδόσεώς της.

3.4.2 Διατυπώσεις της συγχωνεύσεως ανώνυμων εταιρειών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας

Σύμφωνα με το άρθρο 80 του Ν.2190/1920:

(α) Οι διατυπώσεις που απαιτούνται για τη συγχώνευση ανώνυμων εταιρειών με απορρόφηση απαιτούνται επίσης και για τη συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας.

(β) Επειδή στη συγχώνευση της εξεταζόμενης μορφής συνιστάται νέα ανώνυμη εταιρεία, έχει εφαρμογή το άρθρο 4α περί ακυρότητας της νέας εταιρείας με δικαστική απόφαση, εφόσον συντρέχει ένας από τους λόγους που αναφέρονται στο άρθρο αυτό.

(γ) Κατά την εφαρμογή των διατυπώσεων που απαιτούνται στη συγχώνευση με απορρόφηση, σαν απορροφούμενες εταιρείες θεωρούνται οι εταιρείες που εξαφανίζονται και σαν απορροφούσα θεωρείται η νέα εταιρεία.

(δ) Το σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως πρέπει να περιέχει τουλάχιστον τα στοιχεία που προβλέπονται από τη διάταξη του άρθρου 69 παρ. 2 του Ν.2190/1920 (η μορφή, η επωνυμία και η έδρα τόσο των εξαφανιζόμενων εταιρειών όσο και της νέας εταιρείας που πρόκειται να συσταθεί).

(ε) Το σχέδιο της συμβάσεως συγχωνεύσεως, όπως και επί συγχωνεύσεως με απορρόφηση, εγκρίνεται από τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων καθεμιάς εξαφανιζόμενης εταιρείας. Οι συνελεύσεις αυτές πρέπει να εγκρίνουν και ολόκληρο το καταστατικό της νέας εταιρείας (άρθρο 80 παρ. 2).

3.4.3 Αποτελέσματα της συγχωνεύσεως ανώνυμων εταιρειών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας

Και στην εξεταζόμενη μορφή συγχωνεύσεως επέρχονται τα αποτελέσματα που προβλέπονται από το άρθρο 75 του Ν.2190/1920, δηλαδή όσα και επί απορροφήσεως εταιρειών.

Ακυρότητα της συγχωνεύσεως ανώνυμων εταιρειών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας

Ισχύει και στην εξεταζόμενη μορφή συγχωνεύσεως το άρθρο 77 του Ν.2190/1920.

Η σπουδαιότερη διαφορά στη συγχώνευση αυτή από τη συγχώνευση με απορρόφηση είναι ότι οι Γενικές Συνελεύσεις των εξαφανιζόμενων εταιρειών πρέπει να εγκρίνουν και ολόκληρο το καταστατικό της νέας εταιρείας.³⁸ Η ΓΣ δεν μπορεί να λάβει απόφαση για

³⁸ άρθρο 80 (3) ν. 2190/20.

τη συγχώνευση υπό αίρεση ή προθεσμία. Υποστηρίζεται, όμως, ότι η ΓΣ της απορροφώμενης δύναται να αποφασίσει τη λύση της εταιρείας, υπό την αναβλητική αίρεση της πραγματοποίησης της συγχώνευσης. Το καταστατικό συντάσσεται με επιμέλεια των διοικητικών συμβουλίων των συγχωνευόμενων εταιρειών.³⁹

Στη συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας, ο νόμος παράλληλα με το άρθρο 77, καθιστά εφαρμοστέο και το 4α του ν. 2190/1920. Στις περιπτώσεις δηλαδή που το καταστατικό της νέας εταιρείας ή των νέων εταιρειών εμφανίζει κάποιο από τα ελαττώματα του 4α παρ. 1 του ν. 2190/1920, κάθε πρόσωπο που έχει έννομο συμφέρον νομιμοποιείται να ζητήσει τη λύση της ως άνω εταιρείας ή των ως άνω εταιρειών.⁴⁰

3.5 ΕΞΑΓΟΡΑ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

3.5.1 Έννοια της εξαγοράς ανώνυμης εταιρείας από άλλη ανώνυμη εταιρεία

Κατά το νόμο η εξαγορά μιας ή περισσότερων ανώνυμων εταιρειών από μια άλλη ανώνυμη εξομοιώνεται με απορρόφηση των εξαγοραζόμενων εταιρειών από την εξαγοράζουσα⁴¹. Ειδικότερα η διάταξη του άρθρου 79 ορίζει ότι:

(α) Ολόκληρη η περιουσία μιας ή περισσότερων ανώνυμων εταιρειών (εξαγοραζόμενων) μεταβιβάζεται σε άλλη ανώνυμη (εξαγοράζουσα). Δε νοείται ως εξαγορά η αγορά από μια άλλη ανώνυμη των περιουσιακών στοιχείων άλλης εταιρείας που εισπράττει το αντίτιμο αυτών και η οποία όμως δε λύεται αλλά συνεχίζει τη λειτουργία της. Απαιτείται μεταβίβαση του συνόλου της περιουσίας (ενεργητικό και παθητικό) της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Δε θεωρείται ως εξαγορά κατά το νόμο, όταν δε μεταβιβάζεται ολόκληρη η περιουσία της εξαγοραζόμενης εταιρείας αλλά

³⁹ Κ. Παμπούκης, ό.π. Τεύχ. Α', γ' έκδ., εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη, 1991, σελ. 190.

⁴⁰ Καραγκουνίδης, ό.π., σελ. 314.

⁴¹ Η εξαγορά εταιρείας που διέπεται από το άρθρο 79 του ν. 2190/1920 διαφέρει ουσιωδώς από την εξαγορά της πλειοψηφίας ή του συνόλου των μετοχών μιας εταιρείας. Στην πρώτη μορφή εξαγοράς το νομικό πρόσωπο της εξαγοραζόμενης εταιρείας εξαφανίζεται, ενώ στη δεύτερη μορφή εξαγοράς το νομικό πρόσωπο της εξαφανιζόμενης εταιρείας εξακολουθεί να υφίσταται και μετά την εξαγορά και απλώς το χαρτοφυλάκιο των μετοχών της «αλλάζει χέρια».

μεταβιβάζεται ένα μόνο τμήμα αυτής και η εξακολουθεί να υπάρχει και να λειτουργεί με το υπόλοιπο τμήμα της περιουσίας της.

(β) Το νομικό πρόσωπο της εξαγοραζόμενης εταιρείας παύει να υπάρχει και εξαφανίζεται. Το σημαντικό είναι ότι, ενώ η εξαγοραζόμενη λύεται, δεν επακολουθεί εκκαθάριση αυτής, αλλά στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της τη διαδέχεται η εξαγοράζουσα.

(γ) Οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιρειών δεν καθίστανται μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας, αλλά λαμβάνουν την αξία των μετοχών τους και λύεται η σχέση τους τόσο με την εξαγοραζόμενη όσο και με την εξαγοράζουσα εταιρεία.

Η εξαγορά μοιάζει με τους άλλους δύο τρόπους συγχωνεύσεως κατά το ότι και η εξαγοραζόμενη εταιρεία εξαφανίζεται και παύει να υπάρχει ως νομικό πρόσωπο, όπως εξαφανίζονται και οι απορροφούμενες και οι συγχωνευόμενες εταιρείες με σύσταση νέας εταιρείας. Διαφέρει όμως από τους δύο άλλους τρόπους συγχωνεύσεως κατά το ότι με την εξαγορά δεν επαυξάνεται το ενεργητικό της εξαγοράζουσας εταιρείας ούτε επαυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο αυτής, αφού αυτή καταβάλλει την αξία της καθαρής περιουσίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας και δεν αποδίδει στους μετόχους της τελευταίας μετοχές εκδόσεως της και συνεπώς οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης δεν καθίστανται μέτοχοι της εξαγοράζουσας, αντίθετα από ό,τι συμβαίνει με τους δύο άλλους τρόπους συγχωνεύσεως.

Η εξαγορά αποτελεί κατ' ουσία αγοραπωλησία που συντελείται μεταξύ εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η πρώτη αγοράζει και καταβάλλει το τίμημα αγοράς και η δεύτερη πωλεί το σύνολο της περιουσίας της (ενεργητικό και υποχρεώσεις) και εισπράττει το τίμημα πωλήσεως.

Είναι αδιάφορο το γεγονός από πού άντλησε η εξαγοράζουσα τα κεφάλαια που απαιτούνται για την εξαγορά. Αν δανείστηκε ή αύξησε το μετοχικό της κεφάλαιο ή ακόμη αν έναντι της αξίας της εξαγοραζόμενης περιουσίας, η εξαγοράζουσα έδωσε στους μετόχους της εξαγοραζόμενης πιστωτικούς τίτλους (ομολογίες, κ.λπ.) ή αντί για μετρητά μεταβίβασε άλλα περιουσιακά στοιχεία (χρεόγραφα, γραμμάτια εισπρακτέα). Αρκεί να μην αύξησε το κεφάλαιό της η εξαγοράζουσα και να μην παρέδωσε νέες μετοχές δικής της εκδόσεως στους μετόχους της εξαγοραζόμενης, έναντι της περιουσίας αυτής, γιατί τότε δεν έχουμε συγχώνευση με εξαγορά, αλλά συγχώνευση με απορρόφηση.

3.5.2 Διατυπώσεις της συγχωνεύσεως δια εξαγοράς ανώνυμης εταιρειών

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 79 παρ. 1 του Ν.2190/1920, επί εξαγοράς εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις των άρθρων 69 έως 77 του ίδιου νόμου. Αξιοσημείωτο είναι ότι επί εξαγοράς δεν εφαρμόζονται οι παρεκκλίσεις που εισάγει το άρθρο 78 («Απορρόφηση εταιρείας από άλλη που κατέχει το 100% των μετοχών της») του Ν.2190/1920, προκειμένου περί απορροφήσεως εταιρείας από άλλη που κατέχει το 100% των μετοχών της. Ως εκ τούτου, επί εξαγοράς μιας εταιρείας θα εφαρμοστεί η αυστηρή διαδικασία που επιβάλλεται για τις εταιρείες που δε συνδέονται με το δεσμό μητέρας-θυγατέρας (ολικής κατά 100% εξαρτήσεως).

Το σχέδιο σύμβασης εξαγοράς, όταν η εξαγορά διενεργείται με καταβολή μετρητών, παρουσιάζει τις ακόλουθες διαφοροποιήσεις, σε σχέση με το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης:

α) Δεν προσδιορίζεται σχέση ανταλλαγής. Εάν όμως παραδίδονται, ως αντάλλαγμα, και μετοχές, ως προς αυτές υφίσταται σχέση ανταλλαγής και εφαρμόζεται, κατά τα λοιπά, το άρθρο 69(2)(β) ν. 2190/20, με τη διαφορά ότι αφενός μεν το συμψηφιστικό ποσό θα υπερβαίνει το 10% της αξίας των μετοχών που παρέχονται, αφετέρου δε οι προσφερόμενες, ως αντάλλαγμα, μετοχές θα είναι άλλες από αυτές της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

β) Δεν αναφέρεται ο τρόπος παράδοσης των μετοχών, αλλά η καταβολή του αντίστοιχου χρηματικού ποσού. Εάν όμως χορηγούνται, ως αντάλλαγμα, μετοχές, άλλες από αυτές της εξαγοράζουσας εταιρείας, απαιτείται αναγραφή του τρόπου παράδοσης αυτών.

γ) Δεν ορίζονται οι ημερομηνίες συμμετοχής στα κέρδη της εξαγοράζουσας εταιρείας, των προσώπων που λαμβάνουν μετοχές.

δ) Δεν περιγράφονται τα δικαιώματα που εξασφαλίζει η εξαγοράζουσα στους μετόχους της εξαγοραζόμενης, εφόσον αυτοί δε λαμβάνουν μετοχές της εξαγοράζουσας.

Εφόσον προσφέρονται μετοχές τρίτης εταιρείας, ως αντάλλαγμα, δεν αποκλείεται, μέχρι την ολοκλήρωση της εξαγοράς να αλλοιωθεί το ύψος της συμμετοχής σε αυτή, π.χ. με αυξήσεις κεφαλαίου.

Με την εξαγορά, το ενεργητικό της εξαγοράζουσας επιχείρησης δεν αυξάνεται, αφού αυτή καταβάλλει την αξία της καθαρής περιουσίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας ενώ οι μέτοχοι της τελευταίας δεν καθίστανται μέτοχοι της πρώτης.

Στην περίπτωση συγχώνευσης με εξαγορά, δεν πραγματοποιείται αύξηση του κεφαλαίου της εξαγοράζουσας εταιρείας, η οποία αποκτά τη συνολική περιουσία της εξαγοραζόμενης, καταβάλλοντας στους μετόχους της το αντάλλαγμα που έχει συμφωνηθεί. Δεν τίθεται συνεπώς ζήτημα καθορισμού σχέσης ανταλλαγής των μετοχών. Ωστόσο, η εισφορά της περιουσίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας απαιτεί την εκτίμηση της αξίας της, με βάση την οποία θα καθοριστεί το τίμημα της εξαγοράς.

3.5.3 Έννοια των εξαγορών ανώνυμων εταιρειών δια εξαγοράς των μετοχών τους

Η εξαγορά ανωνύμων εταιρειών συντελείται με τη λύση και εξαφάνιση της εξαγοραζόμενης εταιρείας και για το λόγο αυτόν η μορφή αυτή εξαγοράς εξομοιώνεται με συγχώνευση με απορρόφηση. Ο τύπος αυτός της εξαγοράς ανώνυμης εταιρείας σπανίζει στην πράξη, ενώ πολύ συχνά, σε παγκόσμιο επίπεδο, χρησιμοποιείται η μέθοδος της αγοράς του χαρτοφυλακίου των μετοχών μιας ανώνυμης εταιρείας, που σημαίνει ότι η εξαγοραζόμενη εταιρεία, σε αντίθεση με την προηγούμενη μέθοδο, εξακολουθεί να υφίσταται ως ιδιαίτερο νομικό πρόσωπο και μετά την εξαγορά των μετοχών της. Απλώς με την εξαγορά αυτήν η επιχείρηση «αλλάζει χέρια».

Για την εξαγορά των επιχειρήσεων με τη μέθοδο της αποκτήσεως του χαρτοφυλακίου των μετοχών τους, εφαρμόζονται κυρίως οι ακόλουθες πρακτικές:

- Κατά την πρώτη και συνήθως εφαρμοζόμενη διαδικασία οι δύο ενδιαφερόμενες εταιρείες, μετά από μία προπαρασκευαστική περίοδο, συμφωνούν από κοινού στο αντίτιμο εξαγοράς.
- Κατά τη δεύτερη διαδικασία ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο δηλώνει δημόσια στους μετόχους της υπό αγορά εταιρείας ότι προτίθεται να αγοράσει τις μετοχές τους σε τιμή μεγαλύτερη εκείνης του χρηματιστηρίου με σκοπό να θέσει υπό τον έλεγχό του την εταιρεία (διαδικασία της δημόσιας προσφοράς – Public Offer).
- Τέλος εφαρμόζεται και η τακτική της «εχθρικής εξαγοράς» (Hostile Takeover). Στην περίπτωση αυτήν η διοίκηση της υπό αγορά εταιρείας δε διαθέτει την

πλειοψηφία των μετοχών της εταιρείας την οποία διοικεί. Έτσι, μια άλλη αγοράζει τμηματικά, μέσω Χρηματιστηρίου, μετοχές της υπό αγορά εταιρείας, με τρόπο ώστε να ανατρέψει τη διοίκηση της εταιρείας και να την αποκτήσει αυτή.

Το φαινόμενο των εχθρικών εξαγορών είναι σύνηθες στην Αμερική, ενώ στην Ευρώπη σπανίζει, λόγω των περιοριστικών κανονισμών που ισχύουν στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες, στις οποίες επιβάλλεται στις εταιρείες η υποχρέωση να γνωστοποιούν τα ποσοστά των μετοχών που διαθέτει κάθε μέτοχος.

3.5.4 Εξαγοράσιμες μετοχές

Το νεοεισελθόν άρθρο 17β του Ν.2190/1920 θεσμοθέτησε τις εξαγοράσιμες μετοχές ως μέσω αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου. Βάσει του εν λόγω άρθρου, ορίζεται ότι η εταιρεία καταστατικά μπορεί να επιτρέψει την αύξηση κεφαλαίου με έκδοση εξαγοράσιμων μετοχών. Οι μετοχές αυτές μπορούν να εκδίδονται και ως προνομιούχες μετοχές με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου. Η εξαγορά είναι έγκυρη μόνο με απόδοση της εισφοράς. Για την αύξηση του κεφαλαίου και την έκδοση των εξαγοράσιμων μετοχών, καθώς και για τον ενδεχόμενο αποκλεισμό του δικαιώματος προτίμησης, εφαρμόζονται οι διατάξεις περί αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου (βλ. άρθρο 13 του Ν.2190/1920).

Η δυνατότητα εξαγοράς τελεί υπό τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- i. η εξαγορά πρέπει να επιτρέπεται από το καταστατικό πριν από την ανάληψη των μετοχών που μπορούν να εξαγοραστούν,
- ii. οι προς εξαγορά μετοχές πρέπει να έχουν πλήρως εξοφληθεί,
- iii. η εξαγορά μπορεί να γίνει με τη χρησιμοποίηση αποκλειστικά ποσών που επιτρέπεται να διανεμηθούν ή ποσών που προέκυψαν από νέα έκδοση μετοχών που πραγματοποιήθηκε με σκοπό την εξαγορά αυτή,
- iv. ποσό ίσο με την ονομαστική αξία όλων των μετοχών που εξαγοράστηκαν πρέπει να γίνει αποθεματικό, το οποίο δεν μπορεί να διανεμηθεί στους μετόχους. Το αποθεματικό αυτό μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο για την αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου. Τα ανωτέρω δεν εφαρμόζονται σε περίπτωση που η εξαγορά έγινε με

τη χρησιμοποίηση ποσών που προέκυψαν από νέα έκδοση μετοχών, η οποία πραγματοποιήθηκε με σκοπό την εξαγορά αυτή,

- v. όταν, λόγω της εξαγοράς, προβλέπεται η καταβολή πρόσθετου ποσού στους μετόχους, το ποσό αυτό μπορεί να καταβληθεί μόνο από τα ποσά που επιτρέπεται να διανεμηθούν (σύμφωνα με το άρθρο 44^α) ή από αποθεματικό, το οποίο δεν επιτρέπεται να διανεμηθεί στους μετόχους. Το αποθεματικό αυτό μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο για την αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου, για την κάλυψη των εξόδων έκδοσης μετοχών, ομολογιών, για την καταβολή πρόσθετου ποσού στους κατόχους των μετοχών ή των ομολογιών που πρέπει να εξαγοραστούν, κλπ,
- vi. η εξαγορά υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β.

3.5.5 Εξαγορά από τους ίδιους τους μετόχους

Εξαγορά κατόπιν δικαστικής απόφασης

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 48α του Ν.2190/1920, η εταιρεία μπορεί να λυθεί με δικαστική απόφαση μετά από αγωγή μετόχου ή μετόχων που εκπροσωπούν τουλάχιστον το 1/3 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, εάν υφίσταται προς τούτο σπουδαίος λόγος, που, κατά τρόπο προφανή, καθιστά τη συνέχιση της εταιρείας αδύνατη.

Με αίτηση των μετόχων που έχουν ασκήσει παρέμβαση, το δικαστήριο μπορεί να διατάξει την εξαγορά από αυτούς του συνόλου των μετοχών του ενάγοντος ή των εναγόντων. Στην περίπτωση αυτή το δικαστήριο ορίζει και το αντάλλαγμα, που πρέπει να είναι δίκαιο και να ανταποκρίνεται στην αξία των μετοχών αυτών, καθώς και τους όρους καταβολής του. Η αξία εξαγοράς δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό που πιθανολογείται ότι θα λάβουν οι ενάγοντες σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρείας, το οποίο το δικαστήριο μπορεί να προσαυξήσει μέχρι 20%.

Τα ανωτέρω σχετικά δεν εφαρμόζονται επί εταιρειών των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο.

Δικαίωμα της μειοψηφίας να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών της από την εταιρεία

Βάσει των διατάξεων του άρθρου 49α του εμπορικού νόμου, ένας ή περισσότεροι μέτοχοι μπορούν να ζητήσουν με αγωγή την εξαγορά των μετοχών τους από την εταιρεία, εάν η παραμονή τους σε αυτή καθίσταται ιδιαίτερα ασύμφορη και ταυτοχρόνως:

- 1) η γενική συνέλευση αποφάσισε τη μεταφορά της έδρας της εταιρείας σε άλλο κράτος, ή
- 2) η γενική συνέλευση αποφάσισε την εισαγωγή περιορισμών στη μεταβίβαση των μετοχών ή την αλλαγή του σκοπού της εταιρείας, ή
- 3) συντρέχουν άλλες περιπτώσεις που προβλέπει το καταστατικό, υπό την προϋπόθεση ότι προβλέπει και σχετική προθεσμία για την άσκηση της αγωγής.

Αρμόδιο δικαστήριο είναι το πολυμελές πρωτοδικείο της έδρας της εταιρείας. Η εν λόγω αγωγή μπορεί να ασκηθεί εντός 3 μηνών από τη συντέλεση της σχετικής τροποποίησης του καταστατικού.

Το δικαστήριο ορίζει το αντάλλαγμα, που πρέπει να είναι δίκαιο και να ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία των μετοχών αυτών, καθώς και τους όρους καταβολής του. Εάν οι ενάγοντες μέτοχοι δεν αποδέχονται το τίμημα που ορίζει το δικαστήριο, μπορούν να αρνηθούν την εξαγορά, επιβαρύνονται όμως με τα έξοδα της δίκης για τον προσδιορισμό της αξίας των μετοχών τους.

Τα ανωτέρω σχετικά δεν εφαρμόζονται επί εταιρειών των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο.

Δικαίωμα της μειοψηφίας για εξαγορά των μετοχών της από τον πλειοψηφούντα μέτοχο & Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας από τον πλειοψηφούντα μέτοχο

Βάσει των διατάξεων των άρθρων 49β και 49γ του εμπορικού νόμου και με την επιφύλαξη των διατάξεων για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών (βλ.

κατωτέρω), εάν ένας μέτοχος απέκτησε μετά την ίδρυση της εταιρείας και διατηρεί τουλάχιστον το 95% του μετοχικού κεφαλαίου της, ένας ή περισσότεροι από τους λοιπούς μετόχους μπορούν να ζητήσουν με αγωγή την εξαγορά της συμμετοχής τους από τον μέτοχο αυτόν.⁴² Ομοίως, μπορεί και ο πλειοψηφών μέτοχος να εξαγοράσει τις μετοχές των μειοψηφούντων μετόχων έναντι ανταλλάγματος, που πρέπει να ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία των μετοχών αυτών. Το δικαίωμα αυτό ασκείται εντός 5 ετών από τότε που ο πλειοψηφών μέτοχος απέκτησε το παραπάνω ποσοστό.

Ο πλειοψηφών μέτοχος οφείλει να παρακαταθέσει το συνολικό αντάλλαγμα, που αντιστοιχεί στις μετοχές της μειοψηφίας, σε πιστωτικό ίδρυμα, το οποίο αναλαμβάνει να καταβάλει το αντάλλαγμα στους δικαιούχους μετόχους, μετά από έλεγχο της νομιμοποίησής τους. Η καταβολή γίνεται με την παράδοση των μετοχικών τίτλων, εφόσον έχουν εκδοθεί.

3.5.6 Εξασφάλιση του αγοραστή των μετοχών από ενδεχόμενους κινδύνους

Προκειμένου ο επενδυτής να αποφασίσει την αγορά ολόκληρου ή ενός μεγάλου ποσοστού των μετοχών μιας ανώνυμης εταιρείας θα πρέπει να ζητήσει από εξειδικευμένους εμπειρογνώμονες την εκτίμηση της αξίας της εταιρείας υπό το πρίσμα της δρώσας δραστηριότητας. Ωστόσο, μια σημαντική βάση για την εκτίμηση του τιμήματος που θα καταβληθεί για την αγορά των μετοχών αποτελούν οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, οι οποίες πιθανό να αποκρύπτουν την αλήθεια. Ο αγοραστής/επενδυτής πρέπει να λάβει τις δέουσες διασφαλίσεις κυρίως για το ότι:

α. Ο ισολογισμός κατά τεκμήριο εμφανίζει τις πραγματικές υποχρεώσεις της επιχείρησής. Είναι ενδεχόμενο όμως να μην εμφανίζονται στον ισολογισμό:

- φορολογικές υποχρεώσεις, κυρίως από ανέλεγκτες χρήσεις,
- υποχρεώσεις προς ασφαλιστικούς οργανισμούς,
- υποχρεώσεις από εκκρεμείς σε βάρος της εταιρείας δίκες,

⁴² Στο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας που κατέχει ο παραπάνω μέτοχος συνυπολογίζονται τα ποσοστά που κατέχουν: α) συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσεις κατά την έννοια της παραγράφου 5 του άρθρου 42ε, β) ο ή η σύζυγός του και γ) συγγενείς του μέχρι και του τρίτου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας.

- υποχρεώσεις για αποζημιώσεις προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία,
- ενδεχόμενες υποχρεώσεις προς προμηθευτές, πελάτες κλπ
- ενδεχόμενες υποχρεώσεις προς το προσωπικό, κλπ.

β. Τα εμφανιζόμενα στο σκέλος του ενεργητικού περιουσιακά στοιχεία είναι λειτουργικά και χρήσιμα και κυρίως ότι οι απαιτήσεις είναι ασφαλούς είσπραξης.

Συνήθως για την εξασφάλιση του αγοραστή, στο συμφωνητικό πώλησεως των μετοχών, τίθενται ορισμένοι όροι όπως: «Πέραν των υποχρεώσεων που αναγράφονται στα βιβλία της εταιρείας, καμιά άλλη υποχρέωση δεν υφίσταται προς οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο, δημοσίου ή ιδιωτικού δικαίου, Οργανισμό, Ασφαλιστικό Οργανισμό και ότι καμιά άλλη υποχρέωση δεν έχει αναληφθεί έναντι οποιουδήποτε τρίτου είτε από το Δ.Σ της εταιρείας, είτε από οποιοδήποτε από αυτό εξουσιοδοτημένο πρόσωπο κατά το καταστατικό της εταιρείας, είτε υποχρεώσεων που απορρέουν από την εν γένει λειτουργία της εταιρείας. Εν πάση περιπτώσει, εάν παρά τις παραπάνω διαβεβαιώσεις ήθελε αποκαλυφθεί ότι υφίσταται νόμιμη οφειλή της εταιρείας, η οποία δεν φέρεται γραμμένη στα βιβλία της, είτε ήθελε αυτή επιβληθεί στο μέλλον (π.χ λογιστικές διαφορές από φορολογικό έλεγχο κλπ) αυτές θα βαρύνουν αποκλειστικά και σε ολόκληρο τον συμβαλλόμενο πωλητή, ο οποίος ρητώς εγγυάται τούτο έναντι του αγοραστή, παραιτούμενος του δικαιώματος της διζήσεως ή διαιρέσεως Προσέτι ο πωλητής υποχρεούται έναντι του αγοραστή σε ποινική ρήτρα ποσού ευρώ εάν ήθελε αποδειχθεί ότι αυτός εν γνώσει απέκρυψε υποχρέωση της εταιρείας προς οποιοδήποτε».

Σημειώνουμε ότι ο πωλητής ενδείκνυται να μη λάβει προκαταβολικά ένα ποσό προς κάλυψη ενδεχόμενων φορολογικών υποχρεώσεων που θα προκύψουν από μελλοντικό φορολογικό έλεγχο, αλλά ως ποινική ρήτρα, δηλαδή εφόσον επέλθει το συγκεκριμένο γεγονός και καταλογιστούν οι όποιες φορολογικές επιβαρύνσεις, διότι τυχόν τέτοια προκαταβολή θα φορολογηθεί.

3.6 Η ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ

3.6.1 Εισαγωγή

Από την εξαγορά, κατά την έννοια του άρθρου 79 ν. 2190/20, θα πρέπει να διακριθεί η συμβατική μεταβίβαση πακέτου μετοχών μίας εταιρείας. Με τη μεταβίβαση πακέτου μετοχών, δεν αποκλείεται επίσης να μεταβιβαστεί ο έλεγχος της επιχείρησης. Αυτή η μεταβίβαση όμως διενεργείται με συμφωνία των μερών. Αντίθετα, τις περισσότερες τουλάχιστον φορές, η εξαγορά διενεργείται ύστερα από δημόσια πρόταση, που είναι «εχθρική» ως προς την «εταιρεία στόχο», με την έννοια ότι δεν έχει επιτευχθεί συμφωνία μεταξύ του προτείνοντα και της διοίκησης της επιχείρησης ή των μετόχων της πλειοψηφίας. Δεν αποκλείεται όμως τέτοια συμφωνία να υπάρχει, ή τελικά να υπάρξει, με την πρόοδο της διαδικασίας εξαγοράς, όπως καταδεικνύουν τα παραδείγματα που αντλούνται από την πρακτική. Εξάλλου, με τη μεταβίβαση του πακέτου, έχει ήδη καθοριστεί η τιμή απόκτησης των μετοχών, ενώ, κατά την έναρξη της διαδικασίας δημόσιας πρότασης, δεν είναι γνωστή η τελική τιμή με την οποία θα μεταβιβαστούν οι μετοχές, στο μέτρο που ενδέχεται να υπάρξουν βελτιωτικές προτάσεις. Κάποιες φορές, όταν ο προσφέρων εγγυάται μία κατώτερη τιμή απόκτησης των μετοχών, είναι γνωστή απλώς η ελάχιστη τιμή των μετοχών που ο προσφέρων προτίθεται να αποκτήσει. Ομοίως δεν είναι γνωστό, εκ των προτέρων, ποιος τελικά θα αποκτήσει τις μετοχές, με δεδομένο ότι δεν αποκλείεται να υπάρξουν και ανταγωνιστικές προτάσεις. Προχωρώντας ακόμη περισσότερο, ακριβώς επειδή δεν υφίσταται συμφωνία του προτείνοντος και των μετόχων της πλειοψηφίας ή της διοίκησης, δεν είναι βέβαιο ακόμη και εάν τελικά θα επέλθει η μεταβίβαση των μετοχών στον προτείνοντα.

Με τη μεταβίβαση πακέτου, ακόμη και εάν δεν επέρχεται μεταβίβαση της πλειοψηφίας των δικαιωμάτων ψήφου στη ΓΣ, δεν αποκλείεται να επέλθει μεταβίβαση του ελέγχου της επιχείρησης. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και όταν δημόσια πρόταση αποσκοπεί στην απόκτηση μειοψηφικού πακέτου, το οποίο όμως διασφαλίζει τον έλεγχο της επιχείρησης.

Συχνά, η δημόσια πρόταση προηγείται της συγχώνευσης. Με άλλες λέξεις, η δημόσια πρόταση εκλαμβάνεται, όπως καταδεικνύουν τα παραδείγματα που αντλεί κανείς από

την πρακτική των εταιρειών, ως μέσο απόκτησης της πλειοψηφίας των δικαιωμάτων ψήφου στη ΓΣ των μετόχων μίας εταιρείας, ώστε, στη συνέχεια να ληφθεί απόφαση για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης.

Η απόκτηση σχεδόν του συνόλου των μετοχών μίας εταιρείας, με δημόσια πρόταση ή με μεταβίβαση πακέτου, παρουσιάζει οικονομική ομοιότητα με τη συγχώνευση. Ωστόσο, ο απόλυτος έλεγχος της εταιρείας επιτυγχάνεται με την απόκτηση τόσο ποσοστού επί του μετοχικού κεφαλαίου, όσο απαιτείται, πρακτικά, για την απόκτηση του ελέγχου των δικαιωμάτων ψήφου στη ΓΣ, άμεσα ή έμμεσα.

Στη διεθνή πρακτική των εξαγορών, οι δημόσιες προσφορές διακρίνονται σε «εχθρικές» και «φιλικές». Στην πρώτη περίπτωση, η διοίκηση της εταιρείας στόχου είναι αντίθετη στην πρόταση. Στην πραγματικότητα, ο προσφέρων επιχειρεί, με την εξαγορά της εταιρείας, την αναδιανομή της εξουσίας στο εσωτερικό της. Αυτή η πρόθεση αναδιανομής της εξουσίας προσδίδει στην πρόταση «επιθετικό» χαρακτήρα. Στη δεύτερη περίπτωση, η πρόταση διενεργείται με τη σύμφωνη γνώμη της διοίκησης της εταιρείας. Συχνά, η «φιλική» πρόταση προκαλείται από την ίδια τη διοίκηση της εταιρείας στόχου ως μέσο άμυνας σε μια «επιθετική» ή «εχθρική» πρόταση.

Η εταιρεία που παρεμβαίνει τότε, έχει το ρόλο «λευκού ιππότη», ενώ η εταιρεία που διενεργεί την «εχθρική» πρόταση, είναι ο «μαύρος ιππότης». Δεν αποκλείεται όμως ο «λευκός ιππότης», τελικά να μην ανταποκριθεί στις επιθυμίες της διοίκησης της εταιρείας στόχου και να μεταβληθεί σε «μαύρο πρίγκιπα». Αυτές οι ονομασίες, που προσδίδουν στη διαδικασία δημόσιας πρότασης ένα χαρακτήρα μάχης, φανερώνουν την πρόθεση παρέμβασης στην εξουσία των φορέων που εμπλέκονται στην άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρείας στόχου. Στην πραγματικότητα, η δημόσια πρόταση, ως διαδικασία, τονίζει τον ιδιοκτησιακό χαρακτήρα της εταιρείας, από τον οποίο, σε ένα καθεστώς οικονομικού φιλελευθερισμού, προκύπτει αφενός μεν το δικαίωμα του «κεφαλαίου» να ορίζει τη διοίκηση της εταιρείας, αφετέρου δε η δυνατότητα των μετόχων της εταιρείας να αποφασίσουν τη μεταβίβαση του «ελέγχου» της επιχείρησης.

Αυτή η παρέμβαση στην εξουσία της εταιρείας στόχου, από νομική πλευρά, προκαλεί διάφορα ζητήματα, πέρα από αυτά που σχετίζονται με την αναδιανομή της εξουσίας. Τα σημαντικότερα από αυτά εντοπίζονται στο επίπεδο των πληροφοριών που κατέχονται από ορισμένα μόνο πρόσωπα, ιδίως από αυτά που εκπροσωπούν τον «λευκό ιππότη», σχετικά με τη διαδικασία, στο μέτρο που αυτή παραμένει μυστική. Αυτές οι πληροφορίες συνεπώς έχουν εμπιστευτικό χαρακτήρα. Από την άλλη πλευρά,

παρέμβαση του «λευκού ιππότη» δημιουργεί ζητήματα ευθύνης του έναντι της εταιρείας στόχου, σε περίπτωση που αυτός «προδώσει» τη διοίκηση αυτής της εταιρείας. Αντίστοιχα ζητήματα ευθύνης αναφέρονται και ως προς τα μέλη της διοίκησης της εταιρείας στόχου, σχετικά με την επιλογή του «λευκού ιππότη».

3.6.2 Ισχύον καθεστώς

Ο πρόσφατος ν. 3461/2006, ο οποίος αφορά στις Δημόσιες Προτάσεις και με τον οποίο ενσωματώθηκε στο Εθνικό Δίκαιο η Κοινοτική Οδηγία 2004/25/ΕΚ, έθεσε κανόνες με σκοπό να διασφαλίσουν ότι:

- 1) Όλοι οι κάτοχοι των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας της ίδιας κατηγορίας τυγχάνουν ισότιμης μεταχείρισης και, εάν ένα πρόσωπο αποκτήσει άμεσα ή έμμεσα τον έλεγχο της εταιρείας, οι λοιποί κάτοχοι κινητών αξιών πρέπει να προστατεύονται.
- 2) Οι κάτοχοι των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας πρέπει να διαθέτουν επαρκή χρόνο και προσήκωσα ενημέρωση, προκειμένου να μπορούν να καταλήξουν σε απόφαση σχετικά με τη δημόσια πρόταση.
- 3) Το ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας πρέπει να ενεργεί προς το συμφέρον της εταιρείας εν γένει και δεν πρέπει να στερεί από τους κατόχους κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας τη δυνατότητα να αξιολογήσουν τη δημόσια πρόταση.
- 4) Αποτρέπεται ο τεχνητός επηρεασμός της αγοράς των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας, της προτείνουσας εταιρείας ή οποιασδήποτε άλλης εταιρείας, η οποία ενέχεται στη δημόσια πρόταση, κατά τρόπο που να οδηγεί σε τεχνητή διαμόρφωση του όγκου ή της τιμής αυτών των κινητών αξιών και σε στρέβλωση της ομαλής λειτουργίας της αγοράς.
- 5) Ο προτείνων δημοσιοποιεί τη δημόσια πρόταση μόνο εφόσον εξασφαλίσει ότι μπορεί να καταβάλει πλήρως το τίμημα σε μετρητά, εφόσον προτίθεται να προσφέρει τέτοιο τίμημα ή να λάβει όλα τα απαραίτητα μέτρα για τη διασφάλιση της δυνατότητας καταβολής κάθε άλλου είδους ανταλλάγματος.
- 6) Η άσκηση των δραστηριοτήτων της υπό εξαγορά εταιρείας δεν πρέπει να παρακωλύεται, λόγω της δημόσιας πρότασης, πέρα από ένα εύλογο χρονικό διάστημα.

Αρμόδια αρχή για την εποπτεία τήρησης των διατάξεων του νόμου αυτού και της εν γένει διαδικασίας της δημόσιας πρότασης είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Σύμφωνα με το ν. 3461/2006, η δημόσια πρόταση απευθύνεται στους κατόχους κινητών αξιών μιας εταιρείας για την απόκτηση του συνόλου ή μέρους των αξιών αυτών. Δεν επιτρέπεται δηλαδή η πρόταση να περιοριστεί σε ορισμένους μόνο από τους κυρίους των κινητών αξιών της εταιρείας στόχου, κατά τρόπο ώστε να μην απευθύνεται στο σύνολο αυτών. Ένας τέτοιος περιορισμός της πρότασης αίρει το «δημόσιο» χαρακτήρα της. Δεν εξετάζεται εάν οι κύριοι των κινητών αξιών που αποκλείονται της πρότασης, είναι περιορισμένοι σε αριθμό. Ο αποκλεισμός από την πρόταση και ενός ακόμη προσώπου, το οποίο είναι κύριος κινητής αξίας, κατά την έννοια της απόφασης, δεν επιτρέπεται. Η αποδοχή της αντίθετης άποψης έρχεται, εξάλλου, σε αντίθεση με την επιταγή του νόμου για τήρηση της αρχής της ίσης μεταχείρισης των κατόχων κινητών αξιών που ευρίσκονται υπό παρόμοιες συνθήκες.

Σε κάθε περίπτωση, εάν ο προσφέρων έχει και την ιδιότητα του κυρίου κινητών αξιών της εταιρείας στόχου, εξυπακούεται ότι η πρόταση δεν μπορεί να απευθύνεται και σε αυτόν, ο οποίος κατέχει κινητές αξίες αυτής της εταιρείας, ως προς αυτές τις αξίες.

Αντικείμενο της πρότασης θα πρέπει να είναι εισηγμένες κινητές αξίες (όχι άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα). Πρόβλημα αποτελεί το πώς θα εκδοθούν οι νέες κινητές αξίες υπέρ των μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας, δεδομένου ότι η παρέμβαση της επιτροπής του άρθρου 9 του Ν.2190/20 αποκλείει, πρακτικά, την αύξηση κεφαλαίου με εισφορά σε είδος. Προς αντιμετώπιση του προβλήματος, στην πράξη, δίδεται η ακόλουθη λύση: Η προτείνουσα εταιρεία αποφασίζει την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των μετόχων της, υπέρ των μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας. Στη συνέχεια, προβαίνει σε αγορά (τοίς μετρητοίς) των μετοχών που της προσφέρονται (συνήθως με τραπεζικό δανεισμό μίας ημέρας – overnight loan), τα δε μετρητά αυτά οδηγούνται από το πιστωτικό ίδρυμα ή την εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) που διεκπεραιώνει τη συναλλαγή σε τραπεζικό λογαριασμό της προτείνουσας εταιρείας, προς κάλυψη της αύξησης του κεφαλαίου της, σύμφωνα με ανέκκλητη εντολή, η οποία

περιέχεται στο κείμενο της δήλωσης αποδοχής, που υπογράφουν οι μέτοχοι της υπό εξαγορά εταιρείας.⁴³

Υποχρεωτική δημόσια πρόταση

Σύμφωνα με το ν. 3461/2006, κάθε πρόσωπο, το οποίο αποκτά με οιονδήποτε τρόπο, άμεσα ή έμμεσα, απευθείας ή σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό, κινητές αξίες και, λόγω της απόκτησης αυτής, το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει το πρόσωπο αυτό υπερβαίνει το 1/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας, υποχρεούται, εντός 20 ημερών από την απόκτηση αυτή, να απευθύνει υποχρεωτική δημόσια πρόταση για το σύνολο των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας καταβάλλοντας δίκαιο και εύλογο αντάλλαγμα. Ομοίως, την ίδια υποχρέωση έχει και κάθε πρόσωπο που κατέχει περισσότερο από το 1/3, αλλά χωρίς να υπερβαίνει το 1/2, του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας και το οποίο αποκτά μέσα σε 12 μήνες κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρείας, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ποσοστό ανώτερο του 3% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας.

Ωστόσο, υπάρχουν κάποιες συγκεκριμένες εξαιρέσεις από τον ανωτέρω κανόνα για την υποχρέωση υποβολής Δημόσιας Πρότασης, όπως παρατίθενται κάτωθι:

(α) Τρίτο πρόσωπο κατέχει μεγαλύτερο ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου από το προαναφερόμενο.

(β) Οι κινητές αξίες της εταιρείας έχουν αποκτηθεί με προαιρετική δημόσια πρόταση.

(γ) Η απόκτηση κινητών αξιών είναι αποτέλεσμα μεταβίβασης λόγω γονικής παροχής ή κληρονομικής διαδοχής.

(δ) Το πρόσωπο που έχει αποκτήσει με οποιονδήποτε τρόπο ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου το οποίο δεν υπερβαίνει το 1/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας κατά ποσοστό ανώτερο του 3%

⁴³ Α. Μεταλληνός, Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών, 10^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Ηράκλειο, 3-5 Νοεμβρίου 2000.

του συνόλου των δικαιωμάτων αυτών και αναλαμβάνει εγγράφως την υποχρέωση: (αα) να διαθέσει τον αναγκαίο αριθμό κινητών αξιών προκειμένου να κατέλθει του ορίου το αργότερο εντός έξι μηνών από την απόκτηση και (ββ) να μην ασκήσει κατά το διάστημα αυτό τα δικαιώματα ψήφου που αντιστοιχούν στο ποσοστό αυτό.

(ε) Οι κινητές αξίες έχουν αποκτηθεί από ενάσκηση του δικαιώματος προτίμησης σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου το οποίο αναλογούσε στο πρόσωπο που έχει αποκτήσει το 1/3 των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας ως παλαιό μέτοχο, εφόσον η ενάσκηση του δικαιώματος προτίμησης δεν συνοδεύεται από κατάργηση δικαιωμάτων προτίμησης λοιπών μετόχων. Το ίδιο ισχύει και στην περίπτωση που ο παλαιός μέτοχος δηλώσει, κατά την ενάσκηση του δικαιώματος προτίμησης, ότι επιθυμεί να αποκτήσει πρόσθετες, πέραν των αναλογουσών σε αυτόν, κινητές αξίες που τυχόν μείνουν αδιάθετες, εφόσον το ΔΣ καταναίμει αναλογικά τις αδιάθετες κινητές αξίες σύμφωνα με τις δηλώσεις όλων των παλαιών μετόχων.

(στ) Η απόκτηση κινητών αξιών είναι αποτέλεσμα συγχωνεύσεως μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών.

(ζ) Εφαρμόζεται διαδικασία αποκρατικοποίησης της υπό εξαγορά εταιρείας.

(η) Η απόκτηση κινητών αξιών αποτελεί μέρος διαδικασίας εξυγίανσης της εταιρείας σύμφωνα με τα άρθρα 44 επ. του ν. 1892/1990.

Πριν από την εκδήλωση της δημόσιας πρότασης, αποτελεί κοινή πρακτική η κτήση κάποιου ποσοστού κινητών αξιών της εταιρείας στόχου, από τον προτείνοντα κατά τρόπο ώστε ήδη αυτός να έχει συγκεντρώσει μία συμμετοχή, η οποία θα επιτρέπει κάποιο προβάδισμα, σε σχέση με τους ανταγωνιστές του. Αυτή η πρακτική ωστόσο, θα πρέπει να ακολουθείται με ιδιαίτερη φειδώ, διότι η απόκτηση μεγάλου αριθμού κινητών αξιών της εταιρείας στόχου, ιδίως σε μικρό χρονικό διάστημα, ενδέχεται να επηρεάσει την τιμή της μετοχής της, ανεβάζοντάς της σε ψηλά επίπεδα γεγονός που θα αυξήσει το συνολικό κόστος της δημόσιας πρότασης.

Επομένως, ο προτείνων μπορεί να θέσει, για την επιτυχία της πρότασής του, οποιοδήποτε ποσοστό, ανώτερο του 1/3 επί των δικαιωμάτων ψήφου στη ΓΣ της εταιρείας στόχου. Εάν επιτύχει, με τη διαδικασία της πρότασης, την απόκτηση μικρότερου ποσοστού, μπορεί να διατηρήσει αυτό, χωρίς να υποχρεούται να προβεί σε

νέα δημόσια πρόταση, για άλλο ποσοστό, πάντοτε βέβαια σύμφωνα με τους όρους που θα έχει εξαγγείλει, κατά την ανακοίνωση της πρότασης. Εάν όμως συγκεντρώσει, με την πρόταση, ποσοστό άνω του 1/3 επί των δικαιωμάτων ψήφου στην εταιρεία στόχο, θα υποχρεούται να προβεί σε νέα δημόσια πρόταση, για το σύνολο των κινητών αξιών της εταιρείας. Αυτό θα ισχύει ακόμη και εάν είχε εκδηλώσει, στην αρχική δημόσια πρόταση, την πρόθεσή του για την απόκτηση ποσοστού μεγαλύτερου του 1/3 επί των δικαιωμάτων ψήφου στην εταιρεία στόχο και πέτυχε, τελικά, την απόκτηση μικρότερου ποσοστού από αυτό που είχε θέσει.

Δεν αποκλείεται ο προτείνων να απευθύνει πρόταση για συμπληρωματικό ποσοστό, πέρα από αυτό που θα έχει ήδη αποκτήσει, ή ακόμη και για το σύνολο των κινητών αξιών της εταιρείας στόχου, ακόμη και εάν δε διαθέτει ποσοστό 1/3 επί των δικαιωμάτων ψήφου στη συνέλευση της εταιρείας στόχου. Σε αυτή την περίπτωση όμως, δε θα πρόκειται για υποχρεωτική δημόσια πρόταση.

Η απόκτηση του συνόλου των μετοχών της εταιρείας στόχου θα έχει ως αποτέλεσμα την υποχρεωτική διαγραφή των μετοχών της από το χρηματιστήριο, διότι δεν καλύπτεται ο όρος για τη διασπορά των μετοχών της.

Προαιρετική δημόσια πρόταση

Σύμφωνα με το Ν.3461/2006, όποιος προβαίνει σε προαιρετική δημόσια πρόταση για την απόκτηση κινητών αξιών υποχρεούται να αποκτήσει όλες τις κινητές αξίες οι οποίες θα του προσφερθούν, εκτός εάν έχει ορίσει μέγιστο αριθμό κινητών αξιών που δεσμεύεται να αποδεχθεί. Ο προτείνων μπορεί να ορίσει ελάχιστο αριθμό κινητών αξιών που θα πρέπει να του προσφερθούν, προκειμένου να ισχύσει η δημόσια πρόταση. Επιτρέπεται η υποβολή προαιρετικής δημόσιας πρότασης για την απόκτηση κινητών αξιών οι οποίες είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα και δεν ενσωματώνουν δικαιώματα ψήφου σε μία εταιρεία.

Ζήτημα προκύπτει για το εάν ο προτείνων δύναται, για το διάστημα που ισχύει η πρόταση να προβαίνει σε πώληση μετοχών της εταιρείας στόχου, τις οποίες είτε κατέχει ήδη, πριν από την εκδήλωση της πρότασης, είτε απέκτησε με τη διαδικασία της δημόσιας πρότασης. Θα πρέπει βέβαια να σημειωθεί ότι ένα τέτοιο ενδεχόμενο, πρακτικά, δε θα είναι συχνό, στην πράξη, στο μέτρο που ο προσφέρων, για την

απόκτηση των μετοχών της εταιρείας στόχου, θα καταβάλει κάποιο premium. Επομένως, η τιμή των μετοχών που θα αποκτηθούν, από τον προτείνοντα, θα είναι, πιθανότατα, υψηλότερη από αυτή με την οποία θα διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Αυτό διότι, στην τιμή των μετοχών που θα αποκτώνται από τον προτείνοντα, με τη δημόσια πρόταση, θα περιλαμβάνεται και η υπεραξία που θα δημιουργείται από τον έλεγχο της εταιρείας στόχου, στον οποίο θα οδηγεί η απόκτηση των μετοχών. Ωστόσο, δεν αποκλείεται, όταν ο έλεγχος αυτής της εταιρείας θα έχει διασφαλιστεί, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η εξέλιξη της δημόσιας πρότασης μπορεί να έχει οδηγήσει σε αύξηση της τιμής της μετοχής της εταιρείας στόχου, η πώληση κάποιων από τις μετοχές αυτής της εταιρείας που θα κατέχει ο προτείνων να είναι συμφέρουσα γι' αυτόν.

Καθοριστικό στοιχείο, για την απάντηση στο ανωτέρω ερώτημα, θα συνιστά το γεγονός εάν, με την ενδεχόμενη μεταβίβαση μετοχών που θα κατέχει ο προτείνων, θα αντικρούεται, από αυτόν, η ίδια η πρότασή του. Με άλλες λέξεις, η μεταβίβαση μετοχών της εταιρείας στόχου από τον προτείνοντα, δε θα πρέπει να εμφανίζεται αντίθετη με προηγούμενες εξαγγελίες του, ως προς τους στόχους του με τη δημόσια πρόταση, π.χ. για την απόκτηση συγκεκριμένου ποσοστού συμμετοχής. Σε κάθε περίπτωση η δημόσια πρόταση δε θα πρέπει να συνιστά μέθοδο κερδοσκοπικών κινήσεων για τον προτείνοντα. Η δημόσια πρόταση, ειδικότερα, δε θα πρέπει να αποτελεί το μέσο για τη δημιουργία κερδοσκοπικών τάσεων, εκ μέρους του προτείνοντος.

Αντάλλαγμα

Ο προτείνων μπορεί να προσφέρει ως αντάλλαγμα τίτλους, που αντιπροσωπεύουν κινητές αξίες εισηγμένες ή μη σε οργανωμένη αγορά ή μετρητά ή συνδυασμό αυτών. Σε περίπτωση υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, πρέπει να παρέχεται η ευχέρεια στους αποδέκτες της να επιλέξουν την καταβολή του ανταλλάγματος σε μετρητά.

Σε περίπτωση που ο προτείνων ή κάποιο από τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτόν απέκτησε, μετά τη δημοσιοποίηση της πρότασης και πριν τη λήξη της περιόδου αποδοχής, κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο της δημόσιας πρότασης, σε τιμή ανώτερη εκείνης που προσφέρεται στο πλαίσιο της δημόσιας πρότασης, ο προτείνων οφείλει να αυξήσει το προσφερόμενο αντάλλαγμα έτσι ώστε αυτό να μην υπολείπεται από

την ανώτερη τιμή που κατέβαλε ή κάποιο από τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτόν κατά το ως άνω διάστημα.

Σε περίπτωση υποβολής υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, ως εύλογο και δίκαιο αντάλλαγμα θεωρείται τίμημα σε μετρητά ανά μετοχή το οποίο δεν μπορεί να είναι κατώτερο:

- από τη μέση χρηματιστηριακή τιμή της κινητής αξίας, που αποτελεί αντικείμενο της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας κατά την οποία ο προτείνων κατέστη υπόχρεος να υποβάλει δημόσια πρόταση, ούτε
- από την υψηλότερη τιμή στην οποία το υπόχρεο πρόσωπο ή κάποιο από τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό απέκτησε, κατά τους δώδεκα μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας κατά την οποία ο προτείνων κατέστη υπόχρεος να υποβάλει δημόσια πρόταση, κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο της δημόσιας πρότασης.

Η αρχή της ίσης μεταχείρισης δεν επιτρέπει τη διαφοροποίηση του ανταλλάγματος μόνο για κάποιους κατόχους κινητών αξιών. Ομοίως, η βελτίωση των όρων της πρότασης θα αποφασίζεται με βάση αντικειμενικά κριτήρια και όχι προς εξυπηρέτηση κάποιων κατόχων κινητών αξιών.

Δημοσιοποίηση της πρότασης και ενημέρωσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Σύμφωνα με το Ν.3461/2006, το πρόσωπο που έχει αποφασίσει τη διενέργεια δημόσιας πρότασης, πριν προβεί σε οποιαδήποτε σχετική ανακοίνωση προς το κοινό, ενημερώνει εγγράφως την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας. Η ενημέρωση γίνεται αμέσως μετά τη λήψη της απόφασης για τη διενέργεια της δημόσιας πρότασης. Ταυτόχρονα, ο προτείνων υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας σχέδιο του πληροφοριακού δελτίου.

Υποχρεώσεις του ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας

Με εξαίρεση την αναζήτηση εναλλακτικών προτάσεων, το ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας, από την ενημέρωσή του και μέχρι τη δημοσιοποίηση του αποτελέσματος της δημόσιας πρότασης ή την ανάκλησή 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 ΓΣ.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η δημόσια πρόταση έχει ως αποδέκτες τους κατόχους κινητών αξιών της εταιρείας στόχου και όχι τα εταιρικά όργανα, δηλαδή το ΔΣ ή τη ΓΣ ή τις ιδιαίτερες συνελεύσεις. Ωστόσο, τα αποτελέσματα της πρότασης επηρεάζουν άμεσα αυτά τα δύο όργανα, στο μέτρο που, με την ολοκλήρωση της σχετικής διαδικασίας, μεταβάλλεται ο συσχετισμός δυνάμεων στο εσωτερικό της εταιρείας, τουλάχιστον στο επίπεδο της ΓΣ. Αυτή όμως, ως ανώτατο όργανο της εταιρείας, δύναται να αποφασίσει την ανάκληση του ΔΣ και την αντικατάσταση των μελών του με νέα πρόσωπα. Επομένως, είναι φυσικό το ΔΣ να διάκειται δυσμενώς σε μία πρόθεση εξαγοράς της εταιρείας, όταν αυτή η εξαγορά εμφανίζεται ως εχθρική.

Από την άλλη πλευρά, η οποιαδήποτε διάθεση του ΔΣ απέναντι στη δημόσια πρόταση, είναι ανεξάρτητη της βούλησης των μετόχων της εταιρείας στόχου, οι οποίοι θα αποφασίσουν εάν θα αποδεχθούν ή όχι την πρόταση που τους απευθύνεται. Δε θα πρέπει όμως να διαφεύγει της προσοχής ότι το ΔΣ, με την εξουσία της καθημερινής διαχείρισης που διαθέτει, θα είναι σε θέση να επηρεάσει την έκβαση της δημόσιας πρότασης, διενεργώντας κάποιες πράξεις, αμυντικές στην πρόταση, αποσκοπώντας στη δυσχέρασή της, με την προοπτική της ματαίωσής της.

Η οποιαδήποτε αρνητική στάση του ΔΣ της εταιρείας στόχου, απέναντι στη δημόσια πρόταση, δεν είναι κατακριτέα. Αντίθετα, δεν αποκλείεται αυτή η στάση να υπαγορεύεται από το εταιρικό συμφέρον. Κάτω από αυτό το πρίσμα, η υποχρέωση του ΔΣ να ασκεί τις εξουσίες του με γνώμονα το εταιρικό συμφέρον, επιβάλλει την εκδήλωση αντίδρασης στην εξαγορά. Το ερώτημα όμως ανακύπτει, ως προς τα μέσα με τα οποία θα είναι επιτρεπτή η εκδήλωση μίας τέτοιας αντίδρασης, με δεδομένο ότι η πρόταση απευθύνεται στους κατόχους κινητών αξιών της εταιρείας στόχου, οι οποίοι θα αποφασίσουν σχετικά, με γνώμονα το δικό τους ατομικό συμφέρον.

Διαπιστώνεται συνεπώς μία σύγκρουση συμφερόντων, σε δύο επίπεδα, με την εκδήλωση της δημόσιας πρότασης. Αρχικά, στο επίπεδο του ΔΣ, στο μέτρο που τα συμφέροντά του, για τη διατήρηση της θέσης του στην εταιρεία, ενδέχεται να συγκρούονται με το συμφέρον της εταιρείας, που μπορεί να τοποθετείται προς την πλευρά της επιτυχίας της δημόσιας πρότασης. Στη συνέχεια, η σύγκρουση, μεταξύ ατομικού και εταιρικού συμφέροντος εμφανίζεται και στο επίπεδο των κατόχων κινητών αξιών. Καθοριστικός παράγοντας για τη στάση του νομοθέτη, σε αυτό το σημείο, καθίσταται η ίδια η πρόταση και ειδικότερα ο αποδέκτης της εφόσον η δημόσια πρόταση απευθύνεται στους κατόχους κινητών αξιών της εταιρείας, οι οποίοι ενεργούν, ως τέτοιοι, με γνώμονα το ατομικό τους συμφέρον, δεν επιτρέπει εξωγενείς ως προς αυτούς τους παράγοντες να μπορούν να επηρεάσουν την εξέλιξη και τα αποτελέσματα της πρότασης, κατά τη δική τους βούληση, αντίθετα με τις επιλογές των κατόχων κινητών αξιών, αποδεκτών της πρότασης. Επομένως, με βάση αυτό το σκεπτικό, το ΔΣ, ακριβώς επειδή ευρίσκεται σε πλεονεκτική θέση, ως όργανο της εταιρείας στόχου, για τον επηρεασμό της εξέλιξης της δημόσιας πρότασης, η οποία όμως απευθύνεται σε άλλα πρόσωπα και όχι στην εταιρεία, δε θα πρέπει να ασκήσει τα καθήκοντά του με τρόπο ώστε να ματαιώσει ή να δυσχεράνει την Πρόταση, παρεμβαίνοντας, με αυτό τον τρόπο, στη σχετική διαδικασία.

Αυτό δε σημαίνει βέβαια ότι το ΔΣ δε θα εκθέσει τις απόψεις του στους κατόχους κινητών αξιών της εταιρείας. Η θέση του στη δομή της στο εσωτερικό της εταιρείας, επιβάλλει στο ΔΣ να αξιολογήσει την πρόταση και να ανακοινώσει το πόρισμα αυτής της αξιολόγησης στους κατόχους κινητών αξιών της εταιρείας, ώστε αυτοί να είναι σε θέση να εκτιμήσουν την κατάσταση και να λάβουν τις αποφάσεις τους με πλήρη επίγνωση των περιστάσεων. Η στάση του ΔΣ όμως θα είναι παθητική, με την έννοια ότι την τελική επιλογή θα έχουν οι κάτοχοι κινητών αξιών της εταιρείας στόχου. Με άλλες λέξεις, το ΔΣ, με τις πράξεις του, δε θα πρέπει να ματαιώσει τη δημόσια πρόταση, ούτε να δυσχεράνει την υλοποίησή της.

Ως προς τη ΓΣ, η οποία επίσης, ως εταιρικό όργανο, εκφράζει τη βούληση των μετόχων της εταιρείας, αυτή και πάλι δεν είναι αρμόδια να παρέμβει καθοριστικά για την επικρότηση ή για την απόκρουση της δημόσιας πρότασης. Ωστόσο, δε θα πρέπει να αγνοηθεί το γεγονός ότι η ΓΣ εκφράζει τη βούληση της οργανωμένης πλειοψηφίας των μετόχων της εταιρείας. Επομένως, η ΓΣ, κάτω από αυτές τις συνθήκες, θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως μέσο άμυνας στη δημόσια πρόταση, με την έννοια ότι θα εξέφραζε τη βούληση αυτής της πλειοψηφίας, χωρίς να αποκλείει τη διαφορετική στάση της μειοψηφίας, απέναντι στη δημόσια πρόταση.

Ως προς τις ιδιαίτερες συνελεύσεις, των κατόχων κινητών αξιών της εταιρείας στόχου, το ζήτημα της παρέμβασής τους στη διαδικασία δημόσιας πρότασης δεν τίθεται, στο μέτρο που αυτές συνεδριάζουν και λαμβάνουν αποφάσεις σε ειδικές περιπτώσεις, που προβλέπονται περιοριστικά από τη νομοθεσία των ανωνύμων εταιρειών.

Οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου δύνανται εξάλλου, μεμονωμένα ο καθένας από αυτούς, ή σε συνεννόηση μεταξύ τους, χωρίς να ενεργούν στο πλαίσιο της λειτουργίας της ΓΣ να λάβουν μέτρα αποτρεπτικά της επιτυχούς έκβασης της δημόσιας πρότασης. Στην πραγματικότητα, καθένας από τους μετόχους δικαιούται να διενεργήσει καθετί αναγκαίο για τη διευκόλυνση, τη δυσχέραση ή τη ματαίωση της πρότασης. Οι μέτοχοι, οι οποίοι είναι οι αποδέκτες της δημόσιας πρότασης, μπορούν να αντιδράσουν με τον τρόπο που κρίνουν κατάλληλο, για την επίτευξη των στόχων τους, σχετικά με την εξέλιξη της πρότασης. Αυτή η διαφοροποίηση των μετόχων από τα εταιρικά όργανα, ως προς τη δυνατότητα αντίδρασής τους στη δημόσια πρόταση, θεμελιώνεται στο γεγονός ότι η εταιρεία δεν είναι αποδέκτης της πρότασης και, κατ' ακολουθία, η δύναμη των εταιρικών οργάνων, ως ξένων στην πρόταση, δε θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί με την προοπτική της παρεμπόδισης ή της ματαίωσης της πραγματοποίησης της πρότασης, εκτός εάν μία τέτοια στάση των εταιρικών οργάνων υπαγορεύεται από την εκφρασμένη βούληση της πλειοψηφίας των μετόχων. Αντίθετα, ο καθένας από τους αποδέκτες της πρότασης, η οποία απευθύνεται ατομικά προς αυτούς, δικαιούται να αντιδράσει σε αυτή με τον τρόπο που κρίνει κατάλληλο, πάντοτε βέβαια εντός των πλαισίων που θέτει η ισχύουσα νομοθεσία.

Οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου δύνανται, με στόχο την αποτελεσματικότερη οργάνωσή τους να συνάψουν εξωεταιρικές συμφωνίες, αποβλέποντας στην οργάνωση της άμυνάς τους εναντίον της δημόσιας πρότασης. Το περιεχόμενο αυτών των εξωεταιρικών συμφωνιών θα ποικίλλει κατά περίπτωση, ανάλογα με τις υφιστάμενες συνθήκες.

Οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου δύνανται, σε αυτό το πλαίσιο ιδεών να προβούν σε αγορά μετοχών της εταιρείας, με την προοπτική να μην επιτρέψουν την επιτυχή έκβαση της δημόσιας πρότασης. Μία τέτοια κίνηση δεν αποκλείεται να οδηγήσει σε αύξηση της τιμής της μετοχής της εταιρείας στόχου, επηρεάζοντας, κατ' αυτό τον τρόπο, την απόφαση και των λοιπών μετόχων, σχετικά με την πρόταση. Από την άλλη πλευρά όμως, ενδέχεται μία τέτοια κίνηση, σε συνδυασμό με άλλες κινήσεις (π.χ. εξωεταιρικές συμφωνίες) να επηρεάσει αρνητικά την τιμή της μετοχής, οπότε οι όροι της δημόσιας πρότασης θα καθίστανται ελκυστικότεροι για τους λοιπούς μετόχους.

Ο τυχόν επηρεασμός της τιμής της μετοχής, από συντονισμένες ενέργειες μετόχων της εταιρείας στόχου, οι οποίες αποσκοπούν στην απόκρουση της δημόσιας πρότασης και όχι στην άνοδο ή την πτώση της τιμής της μετοχής, δεν είναι αθέμιτος. Σε μία τέτοια συμπεριφορά, εξάλλου, ελλείπει το στοιχείο του δόλου. Από την άλλη πλευρά, το όριο μεταξύ αφενός μεν της ελευθερίας απόκτησης μετοχών, στο πλαίσιο της λειτουργίας μίας οργανωμένης αγοράς, αφετέρου δε της νόθευσης της λειτουργίας της αγοράς, είναι δυσδιάκριτα σε αρκετές περιπτώσεις, ιδίως σε περιόδους κατά τις οποίες η συγκεκριμένη μετοχή παρουσιάζει ιδιαίτερη κινητικότητα, κυρίως όταν έχει εκδηλωθεί δημόσια πρόταση. Η άνοδος της τιμής της μετοχής συνιστά, καθ' εαυτή, ως αποτέλεσμα, μέσο άμυνας κατά της δημόσιας πρότασης.

Εξάλλου, οι μέτοχοι, ή ομάδα μετόχων, δεν αποκλείεται να προβούν σε ανταγωνιστική πρόταση, με στόχο την εξουδετέρωση της αρχικής πρότασης. Μία τέτοια πρόταση απαιτεί ωστόσο οργανωμένη και συντονισμένη ενέργεια μετόχων, οι οποίοι, επιπλέον θα αναλάβουν σοβαρές δεσμεύσεις, για την υλοποίηση της δικής τους, ανταγωνιστικής πρότασης.

Η αγορά μετοχών της εταιρείας, προς απόκρουση της δημόσιας πρότασης, σύμφωνα με τα ανωτέρω, μπορεί να διενεργηθεί και από τρίτα πρόσωπα, που δε θα έχουν την ιδιότητα του μετόχου της εταιρείας στόχου, ή κατόχου κινητών αξιών της εταιρείας, γενικότερα, ενδεχόμενα και σε συντονισμό με μέτοχο ή μετόχους εταιρείας.

Μέσο άμυνας σε βάρος εχθρικής δημόσιας πρότασης συνιστά και η απόκτηση από τρίτο πρόσωπο, ενός πακέτου μετοχών της εταιρείας στόχου, το οποίο δεν εξασφαλίζει σε αυτό το πρόσωπο τον έλεγχο της εταιρείας, ματαιώνει όμως τα σχέδια αυτού που έχει διενεργήσει την αρχική πρόταση (white squire defense). Ένα τέτοιο μέτρο συνδυάζεται, συχνά, με συμφωνία μεταξύ της εταιρείας, ή των μετόχων της, και του προσώπου που παρεμβαίνει, σύμφωνα με την οποία, αυτό το πρόσωπο, αφενός μεν δε θα δικαιούται να υπερβεί συγκεκριμένο όριο συμμετοχής στην εταιρεία στόχο για καθορισμένο χρονικό διάστημα, αφετέρου δε, για κάποιο διάστημα, δε θα δικαιούται να μεταβιβάσει τις μετοχές του, παρά μόνο σε συγκεκριμένα πρόσωπα. Το πρόσωπο που αποκτά τη συμμετοχή, σε αντάλλαγμα, λαμβάνει μία θέση στο ΔΣ της εταιρείας στόχου. Συνήθως δε η απόκτηση του πακέτου των μετοχών της εταιρείας στόχου πραγματοποιείται σε τιμή συμφέρουσα για τον αποκτώντα, ο οποίος, κατ' αυτό τον τρόπο, αποκομίζει σχετικό όφελος. Άλλες φορές, αυτό το πρόσωπο αποκτά και προνομιούχες μετοχές, οι οποίες του παρέχουν πρόσθετα οικονομικά οφέλη.

Το ΔΣ δύναται, με δική του πρωτοβουλία να προβεί στη σύγκληση της ΓΣ των μετόχων της εταιρείας, προτείνοντας σε αυτή μέσα άμυνας κατά της δημόσιας πρότασης. Τέτοιο μέτρο θα μπορούσε να αποτελέσει η εκδήλωση ανταγωνιστικής δημόσιας πρότασης, από την εταιρεία στόχο, με στόχο την εταιρεία που θα έχει διενεργήσει την αρχική πρόταση (Pac man defense). Το ΔΣ, εξάλλου, μπορεί να προτείνει στη συνέλευση άλλο πρόσωπο (white knight), που θα προβεί σε ανταγωνιστική πρόταση προς την εταιρεία στόχο, για την απόκρουση εχθρικής δημόσιας πρότασης.

Η απαγόρευση διενέργειας πράξεων που θα μπορούσαν να ματαιώσουν τη δημόσια πρόταση, δεν καταλαμβάνει και τις ενέργειες που το ΔΣ οφείλει να πράξει, κατά την ενάσκηση των καθηκόντων του, ως όργανο διοίκησης της εταιρείας, με στόχο την εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος. Σε αυτό το πλαίσιο ιδεών, ενδεικτικά, το συμβούλιο οφείλει να ικανοποιήσει αίτημα της μειοψηφίας, π.χ. για σύγκληση ΓΣ, η οποία θα λάβει απόφαση σχετικά με τη στάση των μετόχων, ή ακόμη και για την ανάκληση των μελών του ΔΣ, εφόσον αυτά ακολουθούν διαφορετική στάση από τη βούληση της πλειοψηφίας των μετόχων.

Το ΔΣ πάντως δύναται να λάβει μέτρα που θα δυσχεράνουν την επιτυχή έκβαση της δημόσιας πρότασης, εφόσον αυτά τα μέτρα εγγράφονται στο πλαίσιο της εξυπηρέτησης του εταιρικού συμφέροντος, έχουν δε το χαρακτήρα προτάσεων, που δε θα αποκλείουν την επιλογή της αντίθετης κατεύθυνσης, από αυτή των προτάσεων. Τέτοιο μέτρο θα συνιστά π.χ. η προσπάθεια επίτευξης ευμενέστερων όρων, για τους μετόχους. Το ΔΣ, ωστόσο, προασπίζει το συμφέρον της εταιρείας γενικότερα και όχι μεμονωμένα το συμφέρον των μετόχων της εταιρείας, ή κάποιων από αυτούς. Η δε απαγόρευση λήψης μέτρων σε βάρος της δημόσιας πρότασης, από το ΔΣ, χωρίς την παρέμβαση της ΓΣ, προς αυτή την κατεύθυνση, δεν αναιρεί την υποχρέωση ενέργειας των μελών του ΔΣ, πάντοτε στο πλαίσιο της ενάσκησης των νόμιμων εξουσιών του, με στόχο τη διαφύλαξη του εταιρικού συμφέροντος. Σε κάθε περίπτωση πάντως, η αξιολογική κρίση του ΔΣ ελέγχεται, τουλάχιστον εκ των υστέρων. Εξάλλου, η στάση του ΔΣ, κατά την περίοδο που ισχύει η δημόσια πρόταση, συνιστά καθοριστικό παράγοντα για τη μετέπειτα παραμονή του στην εταιρεία στόχο.

Δεν αποκλείεται, σύμφωνα με τα ανωτέρω, η απόφαση της αύξησης κεφαλαίου από τη ΓΣ, με στόχο την ενίσχυση της πλειοψηφίας η οποία αντιτίθεται στην επιτυχή έκβαση της δημόσιας πρότασης. Στο ίδιο πλαίσιο ιδεών, είναι δυνατή η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών, με δικαίωμα μετατροπής που θα θεμελιώνεται στη μεταβίβαση του ελέγχου

της εταιρείας, ή στην απόκτηση από κάποιο πρόσωπο ενός ποσοστού συμμετοχής στην εταιρεία στόχο, ή ακόμη και στην εκδήλωση δημόσιας πρότασης.

Η ΓΣ, εξάλλου, μπορεί να αποφασίσει τροποποίηση άρθρων του καταστατικού της εταιρείας (shark repellents) που θα δυσχεραίνουν τη λήψη απόφασης από την πλειοψηφία, την οποία επιθυμεί να συγκεντρώσει ο προτείνων. Τέτοιες τροποποιήσεις όμως ενδέχεται να μην είναι αρεστές σε θεσμικούς επενδυτές, οι οποίοι κατέχουν μετοχές της εταιρείας στόχου.

Η ΓΣ, επιπρόσθετα, μπορεί να αποφασίσει την έκδοση προνομιούχων μετοχών, οι οποίες θα παρέχουν προνομιακά δικαιώματα, σε σχέση με τις κοινές μετοχές, μειώνοντας, κατ' αυτό τον τρόπο, τα οφέλη που θα αποκομίσει ο προτείνων, εάν επιτύχει η δημόσια πρόταση. Ομοίως, με βάση την ίδια λογική, η ΓΣ μπορεί να αποφασίσει την έκδοση ομολογιών μετατρέψιμων σε προνομιούχες μετοχές. Αυτή η δυνατότητα της συνέλευσης ωστόσο, αποκαλύπτεται σχετικά περιορισμένη, με δεδομένο τον περιοριστικό αριθμό των προνομίων επί μετοχών.

Η δημιουργία προνομιούχων μετοχών (poison pills), εκτός από το προνόμιο που θα παρέχουν στον κάτοχό τους, θα επιτρέπουν σε αυτόν να ασκήσει veto, εφόσον συγκεντρώνει ποσοστό που θα του δίδει τη δυνατότητα να ματαιώσει τη λήψη απόφασης στο επίπεδο της ιδιαίτερης συνέλευσης των προνομιούχων μετοχών, όπου απαιτείται τέτοια απόφαση.

Η έναρξη διαδικασίας συγχώνευσης εταιρείας που έχει αποτελέσει αντικείμενο δημόσιας πρότασης εξαγοράς, ακόμη και εάν θεωρηθεί ως στρατηγική άμυνας, δεν αναιρεί το νομικό χαρακτήρα της ως συγχώνευσης, ούτε συνιστά αντιπροσφορά (μέθοδος *rac man*) της απορροφώσας εταιρείας. Η έναρξη προπαρασκευαστικών πράξεων συγχώνευσης δεν φέρει, εξάλλου, τα χαρακτηριστικά δημόσιας πρότασης εξαγοράς. Πρακτικές, σύμφωνα με τις οποίες συμφωνείται ότι τα μέλη του ΔΣ της εταιρείας στόχου, εάν αποχωρήσουν από την εταιρεία εξαιτίας επιτυχούς δημόσιας πρότασης, θα δικαιούνται ειδικών απολαβών (*golden parachutes*) δεν πρέπει να θεωρηθούν νόμιμες, με βάση το ελληνικό δίκαιο, στο μέτρο που θα συνιστούν εμπόδιο για την ελεύθερη ανάκληση των μελών του ΔΣ από τη ΓΣ.

Αντίθετα, είναι νόμιμη η ενδεχόμενη απόφαση της ΓΣ, σύμφωνα με την οποία, εάν επιτύχει ανεπιθύμητη δημόσια πρόταση, θα μεταβιβάζεται σε τρίτο πρόσωπο σημαντικό περιουσιακό στοιχείο της εταιρείας (*crown jewel option*). Μία τέτοια απόφαση, ωστόσο, πρέπει να είναι σύμφωνη με το εταιρικό συμφέρον.

Ενέργεια η οποία εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής της απαγόρευσης ενεργειών του ΔΣ, συνιστά, επίσης, η σύναψη συμβάσεων οι οποίες δεν είναι συνήθεις, σε σχέση με τη δραστηριότητα της εταιρείας, στο μέτρο που αυτές δεσμεύουν την εταιρεία, ως προς την ενάσκηση της επιχειρηματικής της πολιτικής.

Σε κάθε περίπτωση, τα μέσα άμυνας σε μία δημόσια πρόταση, εφόσον λαμβάνονται από εταιρικά όργανα, θα πρέπει να είναι σύμφωνα με το εταιρικό συμφέρον. Αυτό το συμφέρον δεν ταυτίζεται με το συμφέρον των μετόχων, το οποίο δεν αποτελεί παρά μία παράμετρο του εταιρικού συμφέροντος. Εφόσον τα μέτρα άμυνας λαμβάνονται από άλλα πρόσωπα, μετόχους ή τρίτους, αυτοί θα πρέπει να ενεργούν σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία.

Η παρέμβαση του ΔΣ της εταιρείας στόχου, με την υιοθέτηση μέτρου το οποίο θα μπορούσε να ματαιώσει την επίτευξη της δημόσιας πρότασης, επιτρέπεται, ύστερα από «ειδική» προς τούτο άδεια της ΓΣ των μετόχων αυτής της εταιρείας. Ο «ειδικός» χαρακτήρας της άδειας έχει την έννοια ότι αυτή θα αφορά τη συγκεκριμένη πρόταση, με τους συγκεκριμένους όρους και όχι, γενικά, οποιαδήποτε πρόταση.

Γνώμη της διοίκησης της υπό εξαγορά εταιρείας

Σύμφωνα με το Ν.3461/2006, το ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας καταρτίζει και δημοσιοποιεί έγγραφο που περιλαμβάνει την αιτιολογημένη γνώμη του σχετικά με τη δημόσια πρόταση. Η υποχρέωση αυτή ισχύει και σε περίπτωση υποβολής αναθεωρητικών ή ανταγωνιστικών προτάσεων.

Η διοίκηση της υπό εξαγορά εταιρείας πρωτίστως οφείλει να σχολιάσει το αν το προτεινόμενο αντάλλαγμα για τις μετοχές ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία αυτών και της εταιρείας. Με άλλες λέξεις, εάν αυτό το αντάλλαγμα είναι χαμηλότερο από την πραγματική αξία της εταιρείας, η πρόταση μπορεί να βελτιωθεί. Το ΔΣ θα πρέπει συνεπώς να πορευθεί προς αυτή την κατεύθυνση. Εάν όμως το προσφερόμενο αντάλλαγμα ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία των μετοχών της εταιρείας, η ενδεχόμενη προσπάθεια επίτευξης υψηλότερου τιμήματος δε θα πρέπει να θέσει ανυπέρβλητο εμπόδιο στην ολοκλήρωση της διαδικασίας δημόσιας πρότασης. Υπό αυτή την έννοια, οι ενέργειες του ΔΣ της εταιρείας στόχου να επιτύχουν υψηλότερο αντάλλαγμα για τις μετοχές αυτής της εταιρείας, δεν απαγορεύονται.

Εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας

Ο Ν.3461/2006 με ρητή διάταξη, προκειμένου να βοηθήσει στην πραγματοποίηση δημοσίων Προτάσεων, έχει θέσει κάποιους περιοριστικούς όρους ως προς την εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας των υπό εξαγορά εταιρειών.

Ειδικότερα, δυσχεραίνονται αρκετοί από τους τρόπους αντίδρασης της υπό εξαγορά εταιρείας λόγω του ότι καθίστανται ανίσχυροι:

- 1) περιορισμοί στη μεταβίβαση κινητών αξιών, οι οποίοι περιλαμβάνονται στο καταστατικό της υπό εξαγορά εταιρείας, έναντι του προτείνοντος κατά τη διάρκεια της περιόδου αποδοχής δημόσιας πρότασης.
- 2) περιορισμοί στη μεταβίβαση κινητών αξιών, οι οποίοι περιλαμβάνονται σε συμφωνία που έχει συναφθεί μεταξύ εταιρείας της υπό εξαγορά εταιρείας και κατόχων των κινητών αξιών της ή μεταξύ κατόχων κινητών αξιών της, οι οποίοι συνάπτονται μετά την 21^η Απριλίου 2004, έναντι του προτείνοντος κατά τη διάρκεια της περιόδου αποδοχής δημόσιας πρότασης.
- 3) περιορισμοί στα δικαιώματα ψήφου που περιλαμβάνονται στο καταστατικό της υπό εξαγορά εταιρείας στη ΓΣ των μετόχων που αποφασίζει τη λήψη αμυντικών μέτρων.
- 4) περιορισμοί στο δικαίωμα ψήφου οι οποίοι περιλαμβάνονται στις συμφωνίες που συνάπτονται μεταξύ της υπό εξαγορά εταιρείας 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, στη ΓΣ των μετόχων που αποφασίζει τη λήψη αμυντικών μέτρων.

Σε περίπτωση που, μετά από δημόσια πρόταση, ο προτείνων κατέχει τουλάχιστον ποσοστό 75% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας, οι περιορισμοί που αναφέρονται στις παραγράφους 2 και 3 ανωτέρω, καθώς και τα τυχόν έκτακτα δικαιώματα των μετόχων ως προς το διορισμό ή την παύση μελών του ΔΣ, που προβλέπονται στο καταστατικό της υπό εξαγορά εταιρείας, δεν ισχύουν κατά την πρώτη ΓΣ 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.

Σημειώνεται ότι οι κάτοχοι των δικαιωμάτων που αίρονται με βάση τις παραγράφους 2 έως 4 δικαιούνται αποζημίωση για τη ζημία που υπέστησαν από την αιτία αυτή. Επίσης οι παράγραφοι 3 και 4 δεν έχουν εφαρμογή σε κινητές αξίες για τις οποίες οι περιορισμοί των δικαιωμάτων ψήφου αντισταθμίζονται από ειδικά χρηματικά πλεονεκτήματα.

Τα ανωτέρω περί εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας δεν εφαρμόζονται στην περίπτωση που το Ελληνικό Δημόσιο κατέχει κινητές αξίες στην υπό εξαγορά εταιρεία, οι οποίες του παρέχουν ειδικά δικαιώματα.

Αποδοχή δημόσιας πρότασης

Η αποδοχή της δημόσιας πρότασης από τα πρόσωπα στα οποία αυτή απευθύνεται γίνεται με έγγραφη δήλωση. Η περίοδος αποδοχής αρχίζει από τη δημοσίευση του πληροφοριακού δελτίου και δεν μπορεί να είναι μικρότερη των τεσσάρων ούτε μεγαλύτερη των οκτώ εβδομάδων. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί με απόφασή της, κατόπιν αιτήματος του προτείνοντος, να παρατείνει την περίοδο αποδοχής κατά δύο το πολύ εβδομάδες, κατόπιν αιτήματος του προτείνοντος που υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύο εβδομάδες πριν τη λήξη της αρχικής περιόδου αποδοχής. Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη χορήγηση παράτασης γνωστοποιείται στο επενδυτικό κοινό.

Ανάκληση της δημόσιας πρότασης

Η προαιρετική δημόσια πρόταση μπορεί να ανακληθεί από τον προτείνοντα, αν υποβληθούν ανταγωνιστικές προτάσεις. Η ανάκληση πρέπει να ανακοινωθεί το αργότερο τρεις εργάσιμες ημέρες μετά την έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς του πληροφοριακού δελτίου της ανταγωνιστικής πρότασης. Η προαιρετική δημόσια πρόταση μπορεί επίσης να ανακληθεί, ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αν επέλθει μεταβολή των συνθηκών που καθιστά ιδιαίτερα επαχθή τη διατήρηση σε ισχύ της δημόσιας πρότασης.

Αναθεώρηση της δημόσιας πρότασης

Σύμφωνα με το Ν.3461/2006, ο προτείνων μπορεί, μέσα σε πέντε εργάσιμες ημέρες πριν από τη λήξη της περιόδου αποδοχής, να βελτιώσει για τους αποδέκτες τους όρους της δημόσιας πρότασης. Η αναθεωρητική πρόταση υποβάλλεται προς έγκριση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, διαβιβάζεται ταυτόχρονα στο ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας και δημοσιεύεται την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την έγκριση ή μη της αναθεωρητικής πρότασης δημοσιεύεται, με επιμέλεια του προτείνοντος, την επόμενη εργάσιμη ημέρα και κοινοποιείται στους εκπροσώπους των εργαζομένων ή, εάν αυτοί δεν υπάρχουν, στους εργαζόμενους απευθείας. Όσοι έχουν αποδεχθεί την αρχική δημόσια πρόταση θεωρείται ότι αποδέχονται και την αναθεωρητική δημόσια πρόταση, εκτός εάν δηλώσουν το αντίθετο.

Ανταγωνιστικές προτάσεις

Ανταγωνιστικές προτάσεις μπορεί να υποβληθούν μέχρι επτά εργάσιμες ημέρες πριν από τη λήξη της περιόδου αποδοχής. Η περίοδος αποδοχής της αρχικής πρότασης, εφόσον δεν ανακληθεί, παρατείνεται αυτομάτως μέχρι τη λήξη της περιόδου αποδοχής της ανταγωνιστικής πρότασης. Ο προτείνων την ανταγωνιστική πρόταση δημοσιεύει την ημερομηνία λήξης της περιόδου αποδοχής της ανταγωνιστικής δημόσιας πρότασης, καθώς και την παράταση της περιόδου αποδοχής της αρχικής δημόσιας πρότασης, την επομένη της έγκρισης του πληροφοριακού δελτίου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η ανταγωνιστική πρόταση, εκ των πραγμάτων, θα πρέπει να περιέχει ευμενέστερους όρους από την αρχική πρόταση, ώστε να προτιμηθεί από τους κατόχους κινητών αξιών της εταιρείας στόχου. Ωστόσο, δεν αποκλείεται και οι δύο προτάσεις να έχουν το ίδιο περιεχόμενο, οπότε η επιλογή των μετόχων θα γίνει με κριτήριο το πρόσωπο του προτείνοντος. Με την ανταγωνιστική πρόταση, δε δίδεται η δυνατότητα στους κατόχους κινητών αξιών της εταιρείας στόχου, που έχουν αποδεχθεί την πρόταση να ανακαλέσουν την αποδοχή της.

Δικαίωμα εξαγοράς

Σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.3461/2006, ο προτείνων, ο οποίος μετά την υποβολή δημόσιας πρότασης προς όλους τους κατόχους κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας και για το σύνολο των αξιών τους, κατέχει κινητές αξίες που αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον 90% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας, μπορεί να απαιτήσει τη μεταβίβαση σε αυτόν όλων των υπόλοιπων κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας.

Το εν λόγω δικαίωμα μπορεί να ασκηθεί εντός τριών μηνών από τη λήξη της περιόδου αποδοχής της πρότασης, εφόσον είχε συμπεριληφθεί όρος που προέβλεπε τη δυνατότητα άσκησής του στο πληροφοριακό δελτίο, και ασκείται με την υποβολή σχετικού αιτήματος προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το οποίο κοινοποιείται στην υπό εξαγορά εταιρεία. Στο αίτημα περιλαμβάνεται απαραίτητως το ύψος και η μορφή του προσφερόμενου ανταλλάγματος.

Σχετικά με το τίμημα για την απόκτηση των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας, αυτό λαμβάνει την ίδια μορφή και ισούται τουλάχιστον με το ανάλλαγμα της πρότασης. Σε κάθε περίπτωση, η καταβολή μετρητών προβλέπεται ως εναλλακτική δυνατότητα κατ' επιλογή του αποδέκτη.

Ως μέσο άμυνας, οι κάτοχοι των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας που μεταβιβάζονται στον προτείνοντα, μπορούν να προσφύγουν στο Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας της εταιρείας και να αμφισβητήσουν το ύψος του προσφερόμενου ανταλλάγματος. Η προσφυγή αυτή ασκείται μέσα σε προθεσμία έξι μηνών από τη δημοσίευση.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Νικ. Κ. Ρόκα, «Αναδιάρθρωση επιχειρήσεων στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου», Εισήγηση σε ημερίδα Ε.Ο.Φ.Ν., ΕΒΕΑ. 15-16 Μαΐου 1998
- Νικ. Κ. Ρόκα, «Εμπορικές Εταιρείες», 4^η έκδοση, 1996
- Γ. Μιχαλόπουλος, «Η τύχη της μειοψηφίας κατά τη συγχώνευση α.ε.», σε Τιμ.τ. Κ.Ν. Ρόκα, σ. 77.
- Ι. Πασσιά, «Το Δίκαιο της ΑΕ», τ. 2, 1969, 1063-1064
- Λ. Γεωργακόπουλο, «Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου», 1996, 2^η έκδοση, 632, 638.
- Γεωργακόπουλο, «Δίκαιο ΑΕ», τόμος 3, 1974, 121.
- Γεωργακόπουλος, «Εταιρείες και συνδεδεμένες επιχειρήσεις», β' έκδ., εκδ. Αφοί Σάκκουλα, Αθήνα, 1996, 643, 644.
- Κ.Γ. Παμπούκης, «Το Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών», 1991, 185 επ.
- Π. Καραμανώλη, «Παροχή Δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών», ΔΕΕ 1997, 248.
- Κεφαλέα, «Εξωεταιρικά συμφωνία μετόχων α.ε.», ΕΕμπΔ 1971, 179 επ.
- Μιχαλόπουλο, «Ζητήματα εξωεταιρικών συμφωνιών», ΕΕμπΔ 1992, 345.
- Χρ. Χρυσάνθη, «Μεταβίβαση δανείων», ΔΕΕ 1996, 133.
- Δ. Κριμπά, «Συγχώνευση των εμπορικών εταιρειών», Αθήνα, 1961, 176
- Α. Καραγκουνίδη, «Οι προϋποθέσεις αύξησης του κεφαλαίου της απορροφώσας εταιρείας στη συγχώνευση ΑΕ με απορρόφηση», ΕΕμπΔ 1993, 162-171.
- Απόστολος Α. Καραγκουνίδης, «Ανώμαλη συγχώνευση και Διάσπαση Ανωνύμων Εταιρειών», Εκδόσεις Σάκκουλα, Θεσ/κη, 1997.
- Λεβαντής, «Το Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών», τόμος 3, 1995, 96.
- Α. Μεταλληνός, «Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών», 10^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Ηράκλειο, 3-5 Νοεμβρίου 2000.
- Μιλτιάδης Κ. Λεοντάρης, «Μετατροπή-Συγχώνευση-Διάσπαση εταιρειών», Αθήνα 2000, Εκδόσεις Πάμισος.

- Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Μετατροπές εταιρειών & εκτίμηση αξίας επιχειρήσεων», Εκδόσεις Βρύκου, Αθήνα 2001.
- Εμμανουήλ Γ. Σακέλλης, Νικόλαος Γ. Πρωτοψάλτης, «Ενοποιημένες Οικονομικές καταστάσεις», Εκδόσεις Βρύκου, Αθήνα 1991.
- Γεώργιος Στ. Αληφαντής, «Ενοποιημένες Οικονομικές καταστάσεις», Αθήνα 1998, Εκδόσεις Πάμισος.
- Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων που προβλέπουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα με βάση το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο», Εκδόσεις Ε. Σακέλλη, Αθήνα 2005.
- Ερμηνεία των IFRS από τη Νομική Βιβλιοθήκη, 2007.
- Νικόλαος Πρωτοψάλτης, «Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων: Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2005.
- Δημήτριος Ι. Καραγιάννης, Ιωάννης Δ. Καραγιάννης, Αικατερίνη Δ. Καραγιάννη «Συστάσεις-Μετατροπές-Συγχωνεύσεις-Απορροφήσεις-Λύσεις και Εκκαθαρίσεις επιχειρήσεων στην πράξη», 4^η έκδοση, Θεσ/κη, 2007.
- Ευάγγελος Περάκης, «Το δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας: Μετασχηματισμοί εταιρειών», 2^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2001, Τόμος 8.
- Ευ. Περάκη, «Η μορφολογία των εξαγορών», ΔΕΕ 2001,235.

ΞΕΝΗ

- Sudi Sudarsanam, "Creating Value from Mergers and Acquisitions: The challenges, an integrated and international perspective", Prentice Hall Inc.
- C. J. Cook, C. S. Kerse, "E.C. Merger Control", London, 2000, Sweet & Maxwell.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟ INTERNET

- www.europa.eu.int
- www.taxheaven.gr

- Lawdb.intrasoftnet.com

ПАВЕЛЪ ТИМО ТЕПАА

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΥΠΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Εισαγωγή στο Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, Αριθ. 3

Το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης αριθμ. 3 (ΔΠΧΠ 3) αναφέρεται στις «Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων» (Business combinations) και παρουσιάζει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά στοιχεία:

α) Όλες οι Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων που εμπίπτουν στο σκοπό του ΔΠΧΠ 3 λογιστικοποιούνται με εφαρμογή της μεθόδου της Αγοράς.

β) Για κάθε ενοποίηση επιχειρήσεων πρέπει να προσδιορίζεται μια Αγοράστρια. Η Αγοράστρια είναι η ενοποιούσα επιχείρηση, που αποκτά τον έλεγχο όλων των άλλων ενοποιούμενων επιχειρήσεων.

γ) Η Αγοράστρια πρέπει να αποτιμά το κόστος ενοποίησης ως το σύνολο των ευλόγων αξιών κατά την ημέρα της συναλλαγής των δοθέντων περιουσιακών στοιχείων, των δημιουργουμένων ή αναλαμβανομένων υποχρεώσεων και των συμμετοχικών τίτλων που εκδίδονται από την Αγοράστρια σε αντάλλαγμα για τον έλεγχο της αποκτώμενης, πλέον κάθε έξοδο άμεσα αποδοτέο στην ενοποίηση.

δ) Μια Αγοράστρια πρέπει να καταχωρίζει ξεχωριστά κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως τα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία της αποκτώμενης, τις υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις που πληρούν τα ακόλουθα κριτήρια καταχωρίσεως κατά αυτή την ημερομηνία, ανεξάρτητα αν είχαν καταχωριστεί προηγουμένως στις οικονομικές καταστάσεις της αποκτώμενης:

- Περιουσιακά στοιχεία εκτός άυλων που πιθανώς συνδέονται με μελλοντικά οικονομικά οφέλη, τα οποία θα εισρεύσουν στην Αγοράστρια και η εύλογη αξία τους μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.
- Υποχρεώσεις, εκτός ενδεχομένων υποχρεώσεων, για τις οποίες πιθανώς θα υπάρξουν εκροές πόρων που ενσωματώνουν οικονομικά οφέλη, αναγκαίες για

να διακανονιστούν οι υποχρεώσεις και η εύλογη αξία τους μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

- Άυλα περιουσιακά στοιχεία ή ενδεχόμενες υποχρεώσεις των οποίων η εύλογη αξία μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

ε) Τα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία, υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις που πληρούν τα ανωτέρω κριτήρια πρέπει να αποτιμώνται αρχικά από την Αγοράστρια στις εύλογες αξίες τους κατά την ημερομηνία αποκτήσεως, ανεξαρτήτως της έκτασης των δικαιωμάτων της μειοψηφίας.

στ) Η υπεραξία που προκύπτει σε μια ενοποίηση επιχειρήσεων πρέπει να καταχωρίζεται ως ένα περιουσιακό στοιχείο κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως, αποτιμώμενη αρχικά ως το υπερβάλλον του κόστους της ενοποίησης πάνω από το δικαίωμα της Αγοράστριας στην καθαρή εύλογη αξία των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και ενδεχομένων υποχρεώσεων της αποκτώμενης που καταχωρίστηκαν σύμφωνα με όσα προαναφέρθηκαν ανωτέρω (περ. δ).

ζ) Απαγορεύει την απόσβεση της υπεραξίας που αποκτήθηκε σε μια ενοποίηση επιχειρήσεων και αντί αυτού απαιτεί η υπεραξία να ελέγχεται για απομείωση κάθε χρόνο ή πιο συχνά, αν γεγονότα ή μεταβολές στις συνθήκες δείχνουν ότι το περιουσιακό στοιχείο δηλαδή η υπεραξία, μπορούσε να απομειωθεί, σύμφωνα με το ΔΛΠ 36.

η) Η Αγοράστρια πρέπει να επανεκτιμήσει την αποτίμηση των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και ενδεχομένων υποχρεώσεων της αποκτώμενης και την αποτίμηση του κόστους της ενοποίησης επιχειρήσεων, αν το δικαίωμα της Αγοράστριας στην καθαρή εύλογη αξία των στοιχείων που καταχωρίστηκαν σύμφωνα με τα ανωτέρω (περ. δ) υπερβαίνει το κόστος ενοποίησης. Κάθε υπερβάλλον που παραμένει μετά την επανεκτίμηση πρέπει να καταχωρίζεται από την Αγοράστρια στα Αποτελέσματα Χρήσεως.

θ) Απαιτεί γνωστοποίηση πληροφοριών που επιτρέπουν στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων να αξιολογούν τη φύση και την οικονομική επίπτωση των:

- Ενοποιήσεων των επιχειρήσεων που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της περιόδου,

- Ενοποιήσεων των επιχειρήσεων που πραγματοποιήθηκαν μετά την ημερομηνία του ισολογισμού, αλλά πριν οι οικονομικές καταστάσεις εγκριθούν για έκδοση, και
- Μερικών ενοποιήσεων επιχειρήσεων που πραγματοποιήθηκαν σε προηγούμενες περιόδους.

ι) Απαιτεί γνωστοποίηση πληροφοριών που επιτρέπουν στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων της επιχειρήσεως να αξιολογούν μεταβολές στη λογιστική αξία της υπεραξίας κατά τη διάρκεια της περιόδου.

Σκοπός του ΔΠΧΠ 3 είναι να καθορίσει τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση από μία οικονομική μονάδα, όταν αναλαμβάνει μία ενοποίηση επιχειρήσεων. Ειδικότερα, καθορίζει ότι όλες οι ενοποιήσεις επιχειρήσεων πρέπει να λογιστικοποιούνται με την εφαρμογή της μεθόδου της Αγοράς. Συνεπώς, η Αγοράστρια καταχωρίζει τα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία, υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις της αποκτώμενης στις εύλογες (πραγματικές) αξίες τους κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως και καταχωρίζει επίσης υπεραξία, η οποία ελέγχεται μεταγενέστερα για απομείωση και δεν αποσβένεται.

4.1 Αναγνώριση (ταυτοποίηση) μιας Ενοποίησης Επιχειρήσεων

Μία Ενοποίηση Επιχειρήσεων είναι μια προσχώρηση (συσπείρωση) ξεχωριστών οικονομικών μονάδων ή Επιχειρήσεων σε μία οικονομική μονάδα που καταρτίζει οικονομικές εκθέσεις.

Το αποτέλεσμα όλων σχεδόν των ενοποιήσεων επιχειρήσεων είναι ότι αυτή η μία οικονομική μονάδα, η Αγοράστρια, αποκτά έλεγχο (βλ. κατωτέρω) μιας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων, της αποκτώμενης ή των αποκτώμενων. Αν μια οικονομική μονάδα ασκεί έλεγχο μιας ή περισσότερων άλλων οικονομικών μονάδων, που δεν είναι επιχειρήσεις, η προσχώρηση (συσπείρωση) αυτών των οικονομικών μονάδων δεν αποτελεί ενοποίηση επιχειρήσεων.

Επίσης, δεν αποτελεί ενοποίηση επιχειρήσεων η απόκτηση από μία οικονομική μονάδα ομάδας περιουσιακών στοιχείων ή καθαρών περιουσιακών στοιχείων που δεν συνιστούν επιχείρηση. Στην περίπτωση αυτή πρέπει να κατανέμεται το κόστος της ομάδας μεταξύ των μεμονωμένων αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων και

υποχρεώσεων της ομάδας με βάση τις σχετικές εύλογες αξίες τους κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως.

Μια ενοποίηση επιχειρήσεων μπορεί να καταλήγει σε σχέση μητρικής-θυγατρικής κατά την οποία η Αγοράστρια είναι η Μητρική και η αποκτώμενη μια θυγατρική της Αγοράστριας. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η Αγοράστρια εφαρμόζει το ΔΠΧΠ 3 στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της.

Στον ορισμό της έννοιας της Ενοποίησης Επιχειρήσεων εμπίπτουν και οι ενοποιήσεις στις οποίες μια οικονομική μονάδα αποκτά έλεγχο μιας άλλης οικονομικής μονάδας, αλλά για τον οποίο η ημερομηνία αποκτήσεως του ελέγχου δεν συμπίπτει με την ημερομηνία ή τις ημερομηνίες αποκτήσεως ενός ιδιοκτησιακού δικαιώματος (δηλαδή η ημερομηνία ή ημερομηνίες της ανταλλαγής)⁴⁴. Αυτό μπορεί να συμβεί, για παράδειγμα όταν μία εκδότρια υπεισέρχεται σε συμφωνίες επαναγοράς μετοχών με κάποιους από τους επενδυτές της και με αποτέλεσμα να μεταβάλλεται ο έλεγχος της εκδότριας.

Το ΔΠΧΠ 3 πρέπει να εφαρμόζεται όταν οι οικονομικές μονάδες λογιστικοποιούν ενοποιήσεις επιχειρήσεων, ενώ δεν καθορίζει τη λογιστική των κοινοπρακτούντων για τα δικαιώματα στις κοινοπραξίες.

4.2 Δόμηση της Ενοποίησης Επιχειρήσεων

⁴⁴ Ημερομηνία αποκτήσεως είναι η ημερομηνία κατά την οποία η Αγοράστρια αποτελεσματικά αποκτά έλεγχο της αποκτώμενης.

Ημερομηνία συμφωνίας είναι η ημερομηνία που μια ουσιαστική συμφωνία μεταξύ των ενοποιούμενων μερών αποφασίζεται, και, στην περίπτωση εισηγμένων σε χρηματιστήριο οικονομικών μονάδων, ανακοινώνεται στο κοινό. Σε περίπτωση μιας επιθετικής εξαγοράς, η ημερομηνία συμφωνίας είναι η νωρίτερη ημερομηνία κατά την οποία ένας επαρκής αριθμός μετόχων της αποκτώμενης επιχείρησης αποδέχεται την προσφορά της Αγοράστριας να αποκτήσει τον έλεγχο.

Ημερομηνία ανταλλαγής. Όταν μία ενοποίηση επιχειρήσεων επιτυγχάνεται με μια απλή συναλλαγή ανταλλαγής, η ημερομηνία της ανταλλαγής είναι η ημερομηνία αποκτήσεως. Όταν η ενοποίηση επιχειρήσεων περιλαμβάνει περισσότερες από μία συναλλαγές ανταλλαγής, για παράδειγμα όταν επιτυγχάνεται σε στάδια με διαδοχικές αγορές μετοχών, η ημερομηνία της ανταλλαγής είναι η ημερομηνία που κάθε μεμονωμένη επένδυση καταχωρείται στις οικονομικές καταστάσεις της Αγοράστριας.

Όπως προαναφέρθηκε, μία ενοποίηση επιχειρήσεων μπορεί να δομείται με πολλούς τρόπους για νομικούς, φορολογικούς ή άλλους λόγους. Μπορεί να περιλαμβάνει:

- την αγορά από μία οικονομική μονάδα των ιδίων κεφαλαίων μιας άλλης οικονομικής μονάδας.
- την αγορά όλης της καθαρής περιουσίας μιας άλλης οικονομικής μονάδας,
- την ανάληψη των υποχρεώσεων μιας άλλης οικονομικής μονάδας
- την αγορά μερικών από τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία μιας άλλης οικονομικής μονάδας που μαζί σχηματίζουν μια ή περισσότερες επιχειρήσεις.

Μπορεί να επηρεάζεται από την έκδοση συμμετοχικών τίτλων, τη μεταβίβαση μετρητών, ταμιακών ισοδυνάμων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων ή από ένα συνδυασμό αυτών.

Η συναλλαγή μπορεί να γίνει μεταξύ μετόχων των ενοποιούμενων οικονομικών μονάδων ή μεταξύ μιας οικονομικής μονάδας και των μετόχων μιας άλλης οικονομικής μονάδας. Μπορεί να περιλαμβάνει την εγκαθίδρυση μιας νέας οικονομικής μονάδας για να ελέγχει τις ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες ή τα μεταβιβαζόμενα περιουσιακά στοιχεία ή την αναδόμηση μιας ή περισσότερων από τις ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες.⁴⁵

⁴⁵Παραδείγματα:

α) Η ΑΕ Α αγοράζει τις μετοχές της ΑΕ Β. Η αγορά αυτή μπορεί να γίνει με αντιπαροχή που συνίσταται σε: 1) μετρητά ή ταμιακά ισοδύναμα, 2) μεταβίβαση άλλων περιουσιακών στοιχείων, και 3) έκδοση μετοχών από την ΑΕ Α. Η τελευταία αυτή συναλλαγή μπορεί να γίνει μεταξύ της ΑΕ Α και των μετόχων της ΑΕ Β ή μεταξύ των μετόχων της Α και των μετόχων της Β. Η συναλλαγή επίσης μπορεί να αφορά την αγορά της καθαρής περιουσίας της Β από την Α με αντιπαροχή που συνίσταται σε μετρητά ή ταμιακά ισοδύναμα, με μεταβίβαση άλλων περιουσιακών στοιχείων ή έκδοση μετοχών από την Α.

β) Ίδρυση μιας νέας επιχειρήσεως της ΑΕ Δ που θα αναλάβει τον έλεγχο των επιχειρήσεων ΑΕ Α και ΑΕ Β με αντιπαροχή την έκδοση μετοχών από την Δ και μεταβίβαση αυτών στις επιχειρήσεις Α και Β. Επίσης, οι μετοχές της Δ μπορεί να διατεθούν σε τρίτους και με το προϊόν της διαθέσεως να αγοραστούν οι μετοχές της Α και Β.

γ) Αγορά από την επιχείρηση ΑΕ Α της καθαρής περιουσίας της Β και της τυχόν υπεραξίας αυτής. Η συναλλαγή αυτή δε δημιουργεί σχέση Μητρικής - θυγατρικής, όταν μάλιστα η Β μετά την αγορά διαλύεται. Βασική προϋπόθεση είναι να δημιουργείται σχέση Μητρικής - θυγατρικής και να υπάρχει έλεγχος.

Κατά συνέπεια, μια ενοποίηση που προκαλεί συγχώνευση δύο επιχειρήσεων της ΑΕ Α και ΑΕ Β σε μία είτε με μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της μιας στην άλλη είτε με τη δημιουργία μιας νέας

4.3 Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων που περιλαμβάνουν Οικονομικές Μονάδες κάτω από Κοινό Έλεγχο

Ενοποίηση Επιχειρήσεων που περιλαμβάνει οικονομικές μονάδες ή επιχειρήσεις κάτω από κοινό έλεγχο, είναι μια ενοποίηση επιχειρήσεων στην οποία όλες οι ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες ή επιχειρήσεις τελικά ελέγχονται από το ίδιο μέρος ή μέρη, τόσο πριν όσο και μετά την ενοποίηση και αυτός ο έλεγχος δεν είναι προσωρινός.

Συνεπώς, μια ενοποίηση επιχειρήσεων είναι έξω από το πεδίο εφαρμογής του ΔΠΧΠ 3, όταν μια ίδια ομάδα φυσικών προσώπων έχει, ως αποτέλεσμα συμβατικών ρυθμίσεων, τελική συλλογική δύναμη να κατευθύνει την οικονομική και την επιχειρηματική πολιτική κάθε μίας από τις ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες, ούτως ώστε να αποκτήσει οικονομικά οφέλη από τις δραστηριότητές τους και αυτή η τελική συλλογική δύναμη είναι προσωρινή.

Η έκταση των δικαιωμάτων της μειοψηφίας σε κάθε μία από τις ενοποιούμενες πριν και μετά την ενοποίηση δεν είναι κατάλληλη για τον προσδιορισμό, αν και κατά πόσο η ενοποίηση περιλαμβάνει οικονομικές μονάδες κάτω από κοινό έλεγχο. Ομοίως, το γεγονός ότι μία από τις ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες είναι μια θυγατρική που έχει αποκλεισθεί από τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της ομάδας, σύμφωνα με το ΔΛΠ 27 δεν είναι κατάλληλη για τον προσδιορισμό αν και κατά πόσο μία ενοποίηση περιλαμβάνει οικονομικές μονάδες κάτω από κοινό έλεγχο.

4.4 Πλαίσιο Εφαρμογής του ΔΠΧΠ 3 και οι Εξαιρέσεις

Ο κανόνας είναι ότι οι οικονομικές μονάδες πρέπει να εφαρμόζουν το ΔΠΧΠ 3 όταν λογιστικοποιούν ενοποιήσεις επιχειρήσεων. Ωστόσο το ΔΠΧΠ 3 δεν εφαρμόζεται:

α) σε ενοποιήσεις επιχειρήσεων στις οποίες ξεχωριστές οικονομικές μονάδες ή εκμεταλλεύσεις προσχωρούν για να σχηματίσουν κοινοπραξίες.

επιχειρήσεως και διαλύσεως των συγχωνευομένων, δε συνιστά ενοποίηση κατά την έννοια του ΔΠΧΠ 3, δηλαδή δε δημιουργείται σχέση Μητρικής-Θυγατρικής και δεν υπάρχει έλεγχος.

β) σε ενοποιήσεις επιχειρήσεων που περιλαμβάνουν οικονομικές μονάδες ή επιχειρήσεις κάτω από κοινό έλεγχο.

γ) σε ενοποιήσεις επιχειρήσεων που περιλαμβάνουν δύο ή περισσότερες αμοιβαίες οικονομικές μονάδες.⁴⁶

δ) σε ενοποιήσεις επιχειρήσεων στις οποίες ξεχωριστές οικονομικές μονάδες ή επιχειρήσεις προσχωρούν για να σχηματίσουν μια οικονομική μονάδα καταρτίζουσα οικονομικές καταστάσεις με σύμβαση μόνο χωρίς απόκτηση δικαιωμάτων ιδιοκτησίας (για παράδειγμα, ενοποιήσεις στις οποίες ξεχωριστές οικονομικές μονάδες προσχωρούν με σύμβαση μόνο για να σχηματίσουν μία διπλά εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία).

Οι ανωτέρω οικονομικές επιχειρήσεις δεν έχουν κανένα κεφαλαιακό δεσμό μεταξύ τους.

4.5 Λογιστική Μέθοδος

Όλες οι Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων πρέπει να λογιστικοποιούνται με την εφαρμογή της Μεθόδου της Αγοράς (βλ. αναλυτικότερα κατωτέρω).

Η Μέθοδος της Αγοράς παρατηρεί μια Ενοποίηση Επιχειρήσεων από την προοπτική της οικονομικής μονάδας που ενοποιεί και διαπιστώνεται ως Αγοράστρια. Η Αγοράστρια αγοράζει καθαρά περιουσιακά στοιχεία και καταχωρεί τα αποκτηθέντα περιουσιακά στοιχεία και τις αναληφθείσες υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις, συμπεριλαμβάνοντας αυτές που δεν καταχωρίστηκαν προηγουμένως από την αποκτώμενη.

Η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων της Αγοράστριας δεν επηρεάζεται από τη συναλλαγή ούτε καταχωρίζονται πρόσθετα περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις της Αγοράστριας ως αποτέλεσμα της συναλλαγής, καθώς δεν αποτελούν το αντικείμενο της συναλλαγής. Αντικείμενο της συναλλαγής στην ενοποίηση

⁴⁶ Αμοιβαία οικονομική μονάδα είναι μία οικονομική μονάδα άλλη εκτός από μια οικονομική μονάδα που ανήκει (είναι ιδιοκτησία) σε ένα επενδυτή, τέτοια όπως μια αλληλοασφαλιστική εταιρεία ή μια αμοιβαία κοινοπρακτική οικονομική μονάδα που παρέχει χαμηλό κόστος ή άλλα οικονομικά οφέλη άμεσα και αναλογικά στους κατόχους των ασφαλιστηρίων της ή σε συμμετέχοντες.

επιχειρήσεων είναι τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις της αποκτώμενης επιχείρησης.

4.6 Συνοπτική Αναδρομή στο ΔΠΧΠ 22 που ίσχυσε μέχρι 31.3.2004

Ταξινόμηση μιας Ενοποίησης Επιχειρήσεων είτε ως Αγορά είτε ως συνένωση Δικαιωμάτων

Σύμφωνα με το προϊσχύον καθεστώς, μία ενοποίηση επιχειρήσεων πρέπει να λογιστικοποιείται ως αγορά, εκτός αν ένας αγοραστής δεν μπορεί να αναδειχθεί. Ένας αγοραστής μπορεί να αναδειχθεί π.χ. όταν οι μέτοχοι της μιας από τις υπό ενοποίηση επιχειρήσεις αποκτούν τον έλεγχο πάνω στην ενοποιούμενη επιχείρηση. Η ταξινόμηση μιας ενοποίησης επιχειρήσεων πρέπει να βασίζεται σε μία συνολική εκτίμηση όλων των σχετικών γεγονότων και συνθηκών μιας ειδικής συναλλαγής.

Πρέπει να σημειώσουμε ότι σε κάθε ενοποίηση επιχειρήσεων που εντοπίζεται αγοραστής δεν δημιουργείται αμφιβολία ότι πρόκειται για αγορά. Ως αγοραστής εντοπίζεται αυτός που αποκτά τον έλεγχο πάνω σε μία επιχείρηση, που ενοποιείται. Ο έλεγχος τεκμαίρεται ότι αποκτάται όταν μια από τις ενοποιούμενες επιχειρήσεις αγοράζει ή αποκτά περισσότερο από το 50% των δικαιωμάτων ψήφου σε μια άλλη ενοποιούμενη επιχείρηση.

Βέβαια το ΔΠ 22 επισημαίνει ότι η απόκτηση του 50% και πλέον των δικαιωμάτων ψήφου δεν αποτελεί τεκμήριο, σε περίπτωση που μπορεί να αποδειχθεί ότι δεν συνιστά έλεγχο.⁴⁷ Αλλά και η απόκτηση των δικαιωμάτων ψήφου κάτω του 50% μπορεί να σημαίνει απόκτηση του ελέγχου, όταν μάλιστα:

α) Μπορεί να ξεπεράσει το 50% των δικαιωμάτων ψήφου με συμφωνία με άλλους μετόχους/εταίρους και συνεπώς να αποκτήσει τον έλεγχο.

⁴⁷ Για παράδειγμα, αποκτήθηκε το 51% των δικαιωμάτων ψήφου, αλλά υπάρχει ρητή καταστατική διάταξη για τον κάτοχο, π.χ. του 27% ότι δικαιούται προνομιακά να ορίζει την πλειοψηφία του Δ.Σ. και συνεπώς να ελέγχει ουσιαστικά την επιχειρηματική και οικονομική δραστηριότητα της επιχείρησης.

β) Όρος συμβατικός ή καταστατικός παρέχει το δικαίωμα κατευθύνσεως της οικονομικής και επιχειρηματικής πολιτικής της επιχειρήσεως σε αγοραστή κάποιου ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου μικρότερου του 50%.

γ) Με την απόκτηση ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου μικρότερου του 50% μπορεί να παρέχεται το δικαίωμα διορισμού ή παύσεως της πλειονότητας των μελών του ΔΣ ή να παρέχεται η δυνατότητα πλειοψηφίας στο ΔΣ.

Πέραν των όσων αναφέρθηκαν ανωτέρω, υπάρχουν σύμφωνα με το ΔΛΠ 22 ενδείξεις εντοπισμού του Αγοραστή και αναφέρονται ως παραδείγματα:

- 1 Η πραγματική αξία μιας επιχειρήσεως είναι σημαντικά μεγαλύτερη από αυτή της άλλης ενοποιούμενης επιχειρήσεως. Η μεγαλύτερη επιχείρηση κατά τεκμήριο είναι αγοράστρια.
- 2 Η απόκτηση κοινών μετά ψήφου μετοχών με μετρητά. Η διαθέσιμα τα μετρητά είναι η αγοράστρια.
- 3 Η επιχείρηση που αποκτά το δικαίωμα να κατευθύνει την εκλογή των μελών της Διοικήσεως σε μια ενοποίηση θεωρείται ως αγοράστρια.

Επισημαίνεται όμως η ακόλουθη περίπτωση. Η επιχείρηση Α προκειμένου να αποκτήσει το 51% των κοινών μετά ψήφου μετοχών αξίας π.χ. ΕΥΡΩ 102.000 της επιχειρήσεως Β, δίδει ως αντάλλαγμα μετοχές δικές της προερχόμενες από αύξηση του κεφαλαίου της (π.χ. κεφάλαιο ΕΥΡΩ 60.000 και αύξηση ΕΥΡΩ 102.000 = σύνολο κεφαλαίου ΕΥΡΩ 162.000). Η επιχείρηση Β αποκτά περίπου το 63% ($102.000/162.000$) των δικαιωμάτων ψήφου στην Α. Η απόκτηση αυτή χαρακτηρίζεται ως **ανάστροφη απόκτηση**. Αγοράστρια επιχείρηση είναι η Β, ενώ αυτή που εξέδωσε τις μετοχές μπορεί να θεωρηθεί ως μητρική. Στην τελευταία αυτή περίπτωση έχουμε μια διαφοροποίηση των εννοιών μητρικής επιχείρησης και αγοράστριας επιχείρησης. Σύμφωνα με την παράγραφο 12 του ΔΛΠ 22 η επιχείρηση Α, θεωρείται ότι έχει αγοραστεί από την Β και η Β ως αγοράστρια επιχείρηση εφαρμόζει τη μέθοδο της αγοράς για τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις της Α που θεωρείται ότι αποκτά. Λόγω της σπουδαιότητας της ανάστροφης απόκτησης, κατωτέρω αναφερόμαστε πιο λεπτομερώς.

Δεδομένου ότι τα προαναφερόμενα αφορούν στην αγορά, είναι χρήσιμο να αναφερθούμε και στη συνένωση των δικαιωμάτων.

Συνένωση Δικαιωμάτων

Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, μπορεί να μην είναι δυνατόν να προσδιοριστεί η αγοράστρια επιχείρηση. Αντί να αναδεικνύεται ένα δεσπόζον μέρος, οι μέτοχοι ή εταίροι των ενοποιούμενων επιχειρήσεων συμπράττουν σε μια ουσιαστικά ισότιμη συμφωνία να κατανείμουν τον έλεγχο πάνω στο σύνολο, ή σχεδόν στο σύνολο, της καθαρής περιουσίας τους και των εργασιών των επιχειρήσεων αυτών. Επιπρόσθετα, οι διοικήσεις των ενοποιημένων επιχειρήσεων συμμετέχουν στη διοίκηση του ενοποιημένου συγκροτήματος. Ως αποτέλεσμα, οι μέτοχοι ή εταίροι των ενοποιούμενων επιχειρήσεων κατανέμουν αμοιβαία τους κινδύνους και τα οφέλη του συγκροτήματος αυτού. Αυτή η ενοποίηση αντιμετωπίζεται λογιστικά ως συνένωση δικαιωμάτων.

Συνήθως, δεν είναι δυνατή μια αμοιβαία κατανομή των κινδύνων και ωφελειών χωρίς μία ουσιαστικά ισοδύναμη ανταλλαγή κοινών μετοχών μετά ψήφου, μεταξύ των ενοποιούμενων επιχειρήσεων. Μια τέτοια ανταλλαγή εξασφαλίζει ότι διατηρούνται τα σχετικά ιδιοκτησιακά δικαιώματα επί των ενοποιούμενων επιχειρήσεων και, συνεπώς, οι σχετικοί κίνδυνοι και ωφέλειές τους στην ενοποιημένη επιχείρηση, καθώς και οι αρμοδιότητες λήψεως αποφάσεων των μερών. Ωστόσο, για να είναι πραγματική μία ουσιαστικά ισότιμη ανταλλαγή των μετοχών, δεν μπορεί να υπάρχει σημαντική μείωση στα δικαιώματα που ενσωματώνονται οι μετοχές της μιας από τις ενοποιούμενες επιχειρήσεις, αφού διαφορετικά εξασθενεί η επιρροή του μέρους αυτού.

Για να επιτευχθεί μία αμοιβαία κατανομή των κινδύνων και ωφελειών επί του ενοποιημένου συγκροτήματος, πρέπει:

α) να γίνει ανταλλαγή της ουσιαστικής πλειονότητας, αν όχι του συνόλου, των κοινών μετοχών μετά ψήφου των ενοποιούμενων επιχειρήσεων.

β) η πραγματική (εύλογη) αξία της μιας επιχειρήσεως να μην είναι σημαντικά διαφορετική από αυτή της άλλης επιχειρήσεως και

γ) ύστερα από την ενοποίηση, οι μέτοχοι της κάθε επιχειρήσεως να διατηρούν ουσιαστικά τα ίδια μεταξύ τους δικαιώματα ψήφου και κεφαλαίου στο ενοποιημένο συγκρότημα, όπως πριν από την ενοποίηση.

Η αμοιβαιότητα στην κατανομή των κινδύνων και ωφελειών του ενοποιημένου συγκροτήματος κάμπτεται και η πιθανότητα να μπορεί να προσδιοριστεί μια αγοράστρια αυξάνει, όταν:

- ελαττώνεται η σχετική ισοδυναμία στις πραγματικές (εύλογες) αξίες των ενοποιούμενων επιχειρήσεων και μειώνεται η ποσοστιαία αναλογία των κοινών μετοχών μετά ψήφου που ανταλλάσσονται,
- οικονομικές συμφωνίες παρέχουν ένα σχετικό πλεονέκτημα σε μια ομάδα μετόχων έναντι των λοιπών μετόχων. Τέτοιες συμφωνίες μπορεί να ισχύουν είτε πριν είτε μετά την επιχειρηματική ενοποίηση, και
- το μερίδιο συμμετοχής ενός μέρους στο ενοποιημένο συγκρότημα, εξαρτάται από το πώς η επιχείρηση, η οποία προηγουμένως ελεγχόταν από το μέρος αυτό, αποδίδει ύστερα από την ενοποίηση.

Λογιστική της συνένωσης των δικαιωμάτων - Μέθοδος κοινότητας δικαιωμάτων

Μία συνένωση δικαιωμάτων πρέπει να λογιστικοποιείται με τη χρήση της μεθόδου κοινότητας δικαιωμάτων (pooling interests).

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου της κοινότητας δικαιωμάτων, τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων των ενοποιούμενων επιχειρήσεων για τη χρήση στην οποία πραγματοποιείται η ενοποίηση και για κάθε συγκριτική χρήση που γνωστοποιείται, πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις των ενοποιημένων επιχειρήσεων, ως αν είχαν ενοποιηθεί από την αρχή της πρώτης από τις παρουσιαζόμενες χρήσεις. Οι οικονομικές καταστάσεις μιας επιχειρήσεως δεν πρέπει να ενσωματώνουν μια συνένωση δικαιωμάτων, στην οποία η επιχείρηση είναι ένα μέρος, αν η ημερομηνία της συνένωσης των δικαιωμάτων είναι μεταγενέστερη από την ημερομηνία του πλέον πρόσφατου ισολογισμού που περιλαμβάνεται στις οικονομικές καταστάσεις. Κάθε διαφορά μεταξύ του ποσού που καταχωρίζεται ως μετοχικό κεφάλαιο εκδοθέν, προσαυξημένο με τυχόν συμπληρωματικό τίμημα με τη μορφή μετρητών ή άλλων περιουσιακών στοιχείων, και του ποσού που καταχωρείται για το μετοχικό κεφάλαιο που αγοράστηκε, πρέπει να μεταφέρεται στα ίδια κεφάλαια.

Η ουσία μιας συνένωσης δικαιωμάτων είναι ότι δεν έχει υπάρξει κάποια αγορά και ότι συνεχίζεται η αμοιβαία κατανομή των κινδύνων και ωφελειών που υπήρχε, πριν από την ενοποίηση των επιχειρήσεων. Η χρήση της μεθόδου της κοινότητας δικαιωμάτων αναγνωρίζει αυτό, μέσω της λογιστικοποίησης των ενοποιημένων επιχειρήσεων, ως αν οι ξεχωριστές επιχειρήσεις συνέχιζαν να λειτουργούν όπως πριν από την ενοποίηση, παρότι τώρα τελούν υπό κοινή ιδιοκτησία και κοινή διοίκηση. Επομένως, μόνο μικρές αλλαγές γίνονται στη συγκέντρωση των επί μέρους οικονομικών καταστάσεων.

Δεδομένου ότι μία συνένωση δικαιωμάτων καταλήγει σε ένα ενιαίο συγκρότημα, υιοθετείται από αυτό ένα ενιαίο σύνολο λογιστικών μεθόδων. Συνεπώς, το συγκρότημα καταχωρίζει τα περιουσιακά στοιχεία, τις υποχρεώσεις και τα κεφάλαια των ενοποιούμενων επιχειρήσεων με την υφιστάμενη λογιστική αξία τους, προσαρμοσμένα μόνο για λόγους συμμορφώσεως προς τις λογιστικές μεθόδους των ενοποιούμενων επιχειρήσεων και εφαρμογής αυτών των μεθόδων σε όλες τις παρουσιαζόμενες χρήσεις. Δεν υπάρχει καταχώριση κάποιας νέας θετικής ή αρνητικής υπεραξίας. Ομοίως, τα αποτελέσματα όλων των συναλλαγών μεταξύ των ενοποιούμενων επιχειρήσεων, άσχετα αν αυτές έγιναν πριν ή μετά τη συνένωση των δικαιωμάτων, απαλείφονται κατά την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων του συγκροτήματος.

Οι δαπάνες που σχετίζονται με τη συνένωση των δικαιωμάτων πρέπει να λογίζονται ως έξοδα της χρήσεως στην οποία πραγματοποιούνται. Οι δαπάνες που πραγματοποιούνται σε σχέση με μία συνένωση δικαιωμάτων συμπεριλαμβάνουν έξοδα εγγραφής στο μητρώο, κόστος παροχής πληροφοριών στους μετόχους, αμοιβές μεσιτών και συμβούλων και αποδοχές και άλλα έξοδα σχετιζόμενα με υπηρεσίες των εργαζομένων που εμπλέκονται στην επίτευξη της ενοποίησης των επιχειρήσεων. Αυτές επίσης περιλαμβάνουν κάθε κόστος ή ζημία που πραγματοποιήθηκε για να συνδυαστούν οι εργασίες επιχειρήσεων, που προηγουμένως ήταν χωριστές.

Διαφορές μεταξύ των Μεθόδων Αγοράς (purchase or acquisition method) και Κοινότητας Δικαιωμάτων (pooling of interests)

Κατά τη μέθοδο της κοινότητας των συμφερόντων, βάσει της οποίας απεικονίζεται λογιστικώς η συνένωση των δικαιωμάτων, δεν τίθεται θέμα πραγματικής αξίας για τα περιουσιακά στοιχεία και συνεπώς δεν προκύπτει υπεραξία. Επίσης, καμία διάκριση δεν γίνεται με τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων που ενοποιούνται πριν από την ενοποίηση και μετά από αυτήν.

Όπως σημειώθηκε στα προηγούμενα, χρειάζεται η εφαρμογή των ίδιων λογιστικών αρχών στις ενοποιούμενες επιχειρήσεις. Ειδικότερα, το ποσό του μετοχικού κεφαλαίου των ενοποιούμενων επιχειρήσεων (στην ονομαστική αξία) πρέπει να είναι ίσο με το άθροισμα των προ της ενοποίησης μετοχικών κεφαλαίων των ενοποιούμενων, και αυτό γιατί οι μετοχές ανταλλάσσονται στο πλαίσιο της ενοποίησης και λογιστικοποιούνται στις ονομαστικές αξίες. Βέβαια, μπορεί να υπάρχει ένας περιορισμένος αριθμός μετοχών μιας από τις ενοποιημένες, που δεν συμμετέχει στην ανταλλαγή των μετοχών. Αν βέβαια αυτή η ενοποιούμενη θεωρείται ως θυγατρική ενοποιούμενη με συνένωση δικαιωμάτων, τότε η μειοψηφία των μετοχών πρέπει να εμφανίζεται ιδιαιτέρως, όπως γίνεται στη μέθοδο της αγοράς.

Τέλος, ως προς τις διεταιρικές συναλλαγές λειτουργεί η αμοιβαία απάλειψη αυτών είτε αφορούν την προ της ενοποίησης περίοδο είτε την μετά την ενοποίηση.

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, θεωρητικά και πρακτικά, μπορεί να έχουν και οι δύο μέθοδοι, της αγοράς και της κοινότητας των συμφερόντων. Η τελευταία κατακρίνεται γιατί αγνοεί τις αξίες που δόθηκαν και λήφθηκαν κατά τη συναλλαγή, αλλά από την άλλη πλευρά η μέθοδος αυτή θεωρείται πιο αντικειμενική από τη μέθοδο της αγοράς για να συνεχίζεται η εφαρμογή των παραδεγμένων λογιστικών αρχών και αποφεύγεται η λογιστικοποίηση αξιών με διαφορετική μέθοδο (μέθοδος κόστους στη μητρική/πραγματική αξία στις θυγατρικές). Οι υποστηρικτές της μεθόδου της αγοράς, θεωρούν ότι υπάρχει μια αγορά σε τρέχουσες αξίες και αυτό είναι το πραγματικό γεγονός.

Κατωτέρω, παρουσιάζεται ένας συγκριτικός πίνακας διαφορών μεθόδων αγοράς και Κοινότητας δικαιωμάτων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Σύγκριση διαφόρων μεθόδων αγοράς και Κοινότητας δικαιωμάτων			
Μέθοδος Αγοράς (purchase method)		Μέθοδος Κοινότητας Δικαιωμάτων (pooling of interests method)	
Μέθοδος κόστους (cost method)	Μέθοδος καθαρής θέσης (Equity method)	Μέθοδος αξίας βιβλίων (Book value method)	Μέθοδος καθαρής θέσης (Equity method)
Κατά το τέλος του έτους αποκτήσεως της συμμετοχής			
Απάλειψη εσόδων από μερίσματα θυγατρικής	Απάλειψη εσόδων από μερίσματα και επαναφορά της αξίας συμμετοχής στο κόστος κτήσεως	Όπως και στη μέθοδο κόστους (Μέθοδος αγοράς)	Όπως και στη μέθοδο καθαρής θέσης (Μέθοδος αγοράς)
Απάλειψη λογαριασμού συμμετοχής με την αναλογία της καθαρής θέσης και προσδιορισμός διαφοράς μεταξύ κόστους/αξίας βιβλίων	Όπως μέθοδος κόστους	Απάλειψη λογαριασμού συμμετοχής με την αναλογία της κατά τα βιβλία καθαρής θέσης	Όπως και στη μέθοδο αξίας βιβλίων

4.7 Μια αναλυτικότερη ματιά στην ισχύουσα μέθοδο λογιστικοποίησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Σύμφωνα με την παρ. 14 ΔΠΧΠ 3, όλες οι Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων πρέπει να λογιστικοποιούνται με τη Μέθοδο της Αγοράς. Όπως προαναφέρθηκε, μία Ενοποίηση Επιχειρήσεων είναι η συσπείρωση ξεχωριστών οικονομικών μονάδων ή Επιχειρήσεων σε μια οικονομική μονάδα, η οποία καταρτίζει οικονομικές καταστάσεις. Το αποτέλεσμα όλων σχεδόν των ενοποιήσεων είναι η προαναφερόμενη οικονομική μονάδα, που χαρακτηρίζεται ως η Αγοράστρια, η οποία αποκτά τον έλεγχο μιας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων, δηλαδή αποκτά τον έλεγχο πάνω στην αποκτώμενη ή στις αποκτώμενες επιχειρήσεις.

Τα στάδια εφαρμογής της μεθόδου Αγοράς

Για να εφαρμοστεί η μέθοδος Αγοράς στις Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων, σύμφωνα με το ΔΠΧΠ 3 πρέπει:

α) να ταυτοποιηθεί (δηλαδή να διαπιστωθεί) μία Αγοράστρια που αποκτά τον έλεγχο των άλλων,

β) να αποτιμηθεί το Κόστος της Ενοποίησης Επιχειρήσεων, και

γ) να κατανεμηθεί, κατά την ημερομηνία αποκτήσεως, το Κόστος της Ενοποίησης Επιχειρήσεων στα περιουσιακά στοιχεία που αποκτήθηκαν και στις υποχρεώσεις και στις ενδεχόμενες υποχρεώσεις που αναλήφθηκαν.

4.7.1 Ταυτοποίηση της Αγοράστριας

Σε κάθε Ενοποίηση Επιχειρήσεων πρέπει να ταυτοποιείται (διαπιστώνεται) μία Αγοράστρια. Η Αγοράστρια είναι η ενοποιούσα οικονομική μονάδα, η οποία αποκτά τον έλεγχο πάνω στις άλλες ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες ή επιχειρήσεις. Όπως προαναφέρθηκε, η μέθοδος της Αγοράς παρατηρεί μία Ενοποίηση Επιχειρήσεων από την προοπτική της Αγοράστριας και υποτίθεται ότι ένα από τα μέρη της ανταλλαγής μπορεί να ταυτοποιείται (διαπιστώνεται) ως η Αγοράστρια.

Μολονότι μερικές φορές είναι δύσκολο να ταυτοποιηθεί μία Αγοράστρια, ωστόσο υπάρχουν συνήθως ενδείξεις ότι μία τέτοια Αγοράστρια υπάρχει (βλ. ανωτέρω).

Δύναμη ελέγχου της Αγοράστριας

Όπως προαναφέρθηκε, η Αγοράστρια είναι η ενοποιούσα Οικονομική μονάδα που αποκτά τον έλεγχο πάνω στις άλλες ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες ή επιχειρήσεις, σύμφωνα με την παράγραφο 17 ΔΠΧΠ 3. Έλεγχος είναι η δύναμη να κατευθύνονται οι οικονομικές και επιχειρηματικές δραστηριότητες μιας οικονομικής μονάδας ή επιχειρήσεως, ούτως ώστε να αποκτώνται οφέλη από τις δραστηριότητές της.

Μία ενοποιούσα επιχείρηση πρέπει να θεωρείται ότι έχει αποκτήσει τον έλεγχο μιας άλλης ενοποιούμενης οικονομικής μονάδας, όταν αποκτά περισσότερο από το 50% των δικαιωμάτων ψήφου αυτής της άλλης οικονομικής μονάδας, εκτός αν μπορεί να αποδειχθεί ότι τέτοια ιδιοκτησία δεν συνιστά έλεγχο. Ακόμη και αν μία από τις ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες δεν αποκτά περισσότερο από το 50% των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης ενοποιούμενης Οικονομικής μονάδας, θα μπορούσε να έχει αποκτήσει έλεγχο αυτής της άλλης Οικονομικής μονάδας, αν ως αποτέλεσμα της ενοποίησης αποκτά:

- ❖ δύναμη περισσότερο από το 50% των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης Οικονομικής μονάδας δυνάμει μιας συμφωνίας με άλλους επενδυτές, ή
- ❖ δύναμη να κατευθύνει τις οικονομικές και επιχειρηματικές δραστηριότητες μιας άλλης Οικονομικής μονάδας σύμφωνα με το καταστατικό ή με μια συμφωνία ή
- ❖ δύναμη διορισμού ή απομακρύνσεως της πλειονότητας των μελών του ΔΣ ή ισοδύναμου διοικητικού σώματος της άλλης Οικονομικής μονάδας ή
- ❖ δύναμη να συγκεντρώνει την πλειονότητα των ψήφων στις συνεδριάσεις του ΔΣ ή ισοδύναμου διοικητικού σώματος της άλλης οικονομικής μονάδας.

Ταυτοποίηση Αγοράστριας μεταξύ πολλών ενοποιούμενων οικονομικών Μονάδων

Στην παράγραφο 23 του ΔΠΧΠ 3 ορίζεται ότι όταν μια ενοποίηση επιχειρήσεων περιλαμβάνει περισσότερες από δύο ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες, μία από τις ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες που υπήρξαν πριν από την ενοποίηση πρέπει να ταυτοποιείται ως η αγοράστρια με βάση τις διαθέσιμες αποδείξεις. Ορίζοντας την αγοράστρια σε τέτοιες περιπτώσεις πρέπει να εξετάζεται, μεταξύ άλλων πραγμάτων, ποια από τις ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες άρχισε την ενοποίηση και αν τα περιουσιακά στοιχεία ή έσοδα της μιας από τις ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες σημαντικά υπερβαίνουν αυτά των άλλων οικονομικών μονάδων.

Κατωτέρω αναλύεται μια ιδιότυπη μορφή απόκτησης εταιρείας, η ανάστροφη απόκτηση.

Απόκτηση Οικονομικής Μονάδας με έκδοση Συμμετοχικών τίτλων – Ανάστροφη Απόκτηση

Σε μία ενοποίηση επιχειρήσεων που πραγματοποιήθηκε μέσω μιας ανταλλαγής δικαιωμάτων καθαρής θέσεως, η οικονομική μονάδα που εκδίδει τα δικαιώματα καθαρής θέσεως, δηλαδή εκδίδει τις μετοχές (συμμετοχικούς τίτλους), είναι κανονικά η αγοράστρια. Όμως, όλα τα σχετικά γεγονότα και καταστάσεις πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για να προσδιοριστεί ποια από τις ενοποιούμενες οικονομικές μονάδες έχει τη δύναμη να κατευθύνει τις οικονομικές και επιχειρηματικές πολιτικές της άλλης οικονομικής μονάδας (ή οικονομικών μονάδων) με τρόπο που να αποκτά οφέλη από τις δραστηριότητές της.

Αναλυτικότερα, σε μερικές ενοποιήσεις επιχειρήσεων, που αναφέρονται ως ανάστροφες αποκτήσεις, η αγοράστρια είναι μία οικονομική μονάδα της οποίας τα δικαιώματα επί της καθαρής θέσεως έχουν αποκτηθεί και η εκδίδουσα οικονομική μονάδα είναι η αποκτώμενη. Τέτοιες συναλλαγές αναλαμβάνονται συχνά από μη εισηγμένες επιχειρήσεις για να αποκτήσουν πρόσβαση στο χρηματιστήριο, χωρίς να προχωρούν στην πλήρη διαδικασία εισαγωγής στο χρηματιστήριο. Τέτοιες επιχειρήσεις αποκτώνται από μικρότερες εισηγμένες εταιρείες-όστρακα, με αποτέλεσμα αυτή η ενοποιούμενη επιχείρηση να διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο. Μολονότι νομικά η εκδίδουσα εισηγμένη οικονομική μονάδα θεωρείται ως η μητρική και η μη εισηγμένη θεωρείται ως η θυγατρική, η νόμιμη θυγατρική είναι η αγοράστρια αν έχει τη δύναμη να κατευθύνει τις οικονομικές και επιχειρηματικές πολιτικές της νόμιμης μητρικής με τρόπο που να αποκτά οφέλη από τις δραστηριότητές της. Συνήθως η αγοράστρια είναι η μεγαλύτερη οικονομική μονάδα. Όμως τα γεγονότα και οι καταστάσεις που περιβάλλουν μία ενοποίηση μερικές φορές δείχνουν ότι μία μικρότερη οικονομική μονάδα αποκτά μία μεγαλύτερη οικονομική μονάδα.⁴⁸

Κόστος ενοποίησης επιχειρήσεων σε Ανάστροφες Αποκτήσεις

⁴⁸ Παράδειγμα: Η Χ έχει μετοχικό κεφάλαιο από 100.000 κοινές μετά ψήφου μετοχές ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 10 η κάθε μία και αγοράζει εξ ολοκλήρου τις μετά ψήφου κοινές μετοχές της Ψ, ήτοι 160.000 μετοχές ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 10 η κάθε μία, εκδίδοντας όμως 70.000 κοινές μετά ψήφου μετοχές ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 10 η κάθε μία που παραδίδει στους μετόχους της Ψ. Έτσι, ενώ η Χ αγόρασε το σύνολο των μετοχών της Ψ, βρίσκεται να ελέγχεται από τους πρώην μετόχους της Χ κατά ποσοστό 61.5% (160.000/260.000).

Όταν εκδίδονται συμμετοχικοί τίτλοι ως μέρος του κόστους της ενοποίησης επιχειρήσεων (ή και για το σύνολο του κόστους), το κόστος ενοποίησης πρέπει να περιλαμβάνει την εύλογη αξία των συμμετοχικών τίτλων που εκδίδονται κατά την ημερομηνία της συναλλαγής. Αν όμως δεν υπάρχουν αξιόπιστες δημοσιευμένες τιμές, τότε η εύλογη αξία των συμμετοχικών τίτλων μπορεί να εκτιμάται με αναφορά στην εύλογη αξία της αγοράστριας ή στην εύλογη αξία της αποκτώμενης, οποιαδήποτε είναι περισσότερο σαφώς τεκμηριωμένη.

Στην ανάστροφη απόκτηση, το κόστος της ενοποίησης φαίνεται να έχει πραγματοποιηθεί από τη νόμιμη θυγατρική (δηλαδή την αγοράστρια για λογιστικούς σκοπούς) με τη μορφή συμμετοχικών τίτλων που εκδόθηκαν προς τους μετόχους της νόμιμης μητρικής (δηλαδή της αποκτώμενης για λογιστικούς σκοπούς).

Αν η δημοσιευμένη τιμή των συμμετοχικών τίτλων της νόμιμης θυγατρικής χρησιμοποιείται για να προσδιορισθεί το κόστος της ενοποίησης, ένας υπολογισμός πρέπει να γίνεται για τον προσδιορισμό του αριθμού των συμμετοχικών τίτλων που η νόμιμη θυγατρική έπρεπε να είχε εκδώσει για να παράσχει το ίδιο ποσοστό ιδιοκτησιακού δικαιώματος της ενοποιημένης οικονομικής μονάδας στους ιδιοκτήτες της νόμιμης μητρικής, όπως έχουν στην ενοποιημένη οικονομική μονάδα, ως αποτέλεσμα της ανάστροφης απόκτησης. Η εύλογη αξία του αριθμού των συμμετοχικών τίτλων που υπολογίστηκε πρέπει να χρησιμοποιείται ως το κόστος της ενοποίησης. Αν η εύλογη αξία των συμμετοχικών τίτλων της νόμιμης θυγατρικής δεν τεκμηριώνεται σαφώς με διαφορετικό τρόπο, το σύνολο της εύλογης αξίας όλων των εκδοθέντων συμμετοχικών τίτλων της νόμιμης μητρικής πριν από την ενοποίηση πρέπει να χρησιμοποιείται ως βάση για τον προσδιορισμό του κόστους ενοποίησης.

Κατάρτιση και παρουσίαση Ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων σε Ανάστροφες Αποκτήσεις

Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις που καταρτίστηκαν στη συνέχεια μιας ανάστροφης αποκτήσεως πρέπει να εκδίδονται στο όνομα της νόμιμης μητρικής, αλλά να περιγράφονται στο προσάρτημα ως συνέχιση των οικονομικών καταστάσεων της νόμιμης θυγατρικής (δηλαδή της αγοράστριας για λογιστικούς σκοπούς).

Επειδή τέτοιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις αντιπροσωπεύουν μία συνέχιση των οικονομικών καταστάσεων της νόμιμης θυγατρικής:

α) Τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις της νόμιμης θυγατρικής πρέπει να καταχωρίζονται και αποτιμώνται σε αυτές τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις στις προ της ενοποίησης λογιστικές αξίες τους.

β) Τα αποθεματικά, τα κέρδη σε νέο και άλλα υπόλοιπα λογαριασμών καθαρής θέσεως που καταχωρίζονται σε αυτές τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι τα αποθεματικά, τα κέρδη σε νέο και άλλα υπόλοιπα λογαριασμών καθαρής θέσεως της νόμιμης θυγατρικής αμέσως πριν από την ενοποίηση επιχειρήσεων.

γ) Το ποσό που καταχωρίζεται ως εκδοθέντες συμμετοχικοί τίτλοι σε αυτές τις οικονομικές καταστάσεις πρέπει να προσδιορίζεται προσθέτοντας στο εκδοθέν κεφάλαιο της νόμιμης θυγατρικής αμέσως πριν από την ενοποίηση επιχειρήσεων, το κόστος της ενοποίησης, όπως προσδιορίστηκε σύμφωνα με όσα περιγράφονται ανωτέρω.

Όμως, η δομή του κεφαλαίου που φαίνεται σε αυτές τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις (δηλαδή ο αριθμός και το είδος των συμμετοχικών τίτλων που εκδόθηκαν), πρέπει να αντανakλά τη δομή του κεφαλαίου της νόμιμης μητρικής, συμπεριλαμβάνοντας τους συμμετοχικούς τίτλους που εκδόθηκαν από τη νόμιμη μητρική για να πραγματοποιήσει την ενοποίηση.

δ) Συγκριτική πληροφόρηση που παρουσιάζεται σε αυτές τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι αυτή της νόμιμης θυγατρικής.

Επισημαίνεται ότι η Λογιστική των ανάστροφων αποκτήσεων εφαρμόζεται μόνο στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Συνεπώς, στις ιδιαίτερες οικονομικές καταστάσεις της νόμιμης μητρικής, αν υπάρχουν, η επένδυση στη νόμιμη θυγατρική λογιστικοποιείται σύμφωνα με όσα ορίζει το ΔΛΠ 27 για τη λογιστικοποίηση των επενδύσεων στις ιδιαίτερες οικονομικές καταστάσεις του επενδυτή.

Δικαιώματα μειοψηφίας σε Ανάστροφες Αποκτήσεις

Σε μερικές ανάστροφες αποκτήσεις, ορισμένοι από τους μετόχους της νόμιμης θυγατρικής δεν ανταλλάσσουν τους συμμετοχικούς τίτλους τους με συμμετοχικούς τίτλους της νόμιμης μητρικής. Παρότι η επιχείρηση (νόμιμη θυγατρική) στην οποία αυτοί οι μέτοχοι κατέχουν συμμετοχικούς τίτλους απέκτησε μια άλλη επιχείρηση (νόμιμη μητρική), αυτοί οι μέτοχοι πρέπει να αντιμετωπίζονται ως δικαιώματα μειοψηφίας στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις που καταρτίζονται μετά την ανάστροφη απόκτηση. Αυτό συμβαίνει, γιατί οι μέτοχοι της νόμιμης θυγατρικής που δεν ανταλλάσσουν τους συμμετοχικούς τίτλους τους με συμμετοχικούς τίτλους της νόμιμης μητρικής έχουν ένα δικαίωμα μόνο στα αποτελέσματα και στα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της νόμιμης θυγατρικής και όχι στα αποτελέσματα και τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της ενοποιημένης οικονομικής μονάδας. Αντίθετα, όλοι οι μέτοχοι της νόμιμης μητρικής, μολονότι αυτή η νόμιμη μητρική θεωρείται ως η αποκτώμενη, έχουν ένα δικαίωμα στα αποτελέσματα και στα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της ενοποιημένης οικονομικής μονάδας.

Επειδή τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις της νόμιμης θυγατρικής καταχωρίζονται και αποτιμώνται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις στις προ της ενοποίησης λογιστικές αξίες, τα δικαιώματα μειοψηφίας πρέπει να αντανakλούν το αναλογικό δικαίωμα των μετόχων μειοψηφίας στις προ της ενοποίησης λογιστικές αξίες των καθαρών περιουσιακών στοιχείων της νόμιμης θυγατρικής.⁴⁹

⁴⁹ Παράδειγμα: Η εταιρεία Α, με 500 μετοχές σε κυκλοφορία, αποφάσισε να αποκτήσει στις 30.09.07 την εταιρεία Β, με 300 μετοχές σε κυκλοφορία, εκδίδοντας μετοχές με σκοπό να ανταλλαχθούν με μετοχές της Β με σχέση ανταλλαγής 1:5. Η εύλογη αξία κάθε μετοχής της Β είναι ΕΥΡΩ 75 και της Α ΕΥΡΩ 15. Έτσι θα εκδοθούν 1.500 μετοχές της Α για να αποκτηθούν οι 300 μετοχές της Β. Σημειώνουμε ότι το αποτέλεσμα της εκδόσεως 1.500 μετοχών από την Α είναι ότι οι μέτοχοι της Β κατέχουν το 75% ($1.500/(1.500+500)$) του συνόλου των μετοχών της Α, ενώ το υπόλοιπο 25% παραμένει στα χέρια των αρχικών μετόχων της Α.

Αν υποθέσουμε ότι η ενοποίηση θα γινόταν με έκδοση πρόσθετων μετοχών από τη Β προς τους μετόχους της Α σε αντάλλαγμα των μετοχών τους στην Α, τότε για να διατηρήσουν οι μέτοχοι της Β το 75% της ιδιοκτησίας της ενοποιημένης οικονομικής μονάδας, πρέπει η Β να εκδόσει 100 επιπλέον μετοχές. Έτσι σε σύνολο 400 μετοχών, οι μέτοχοι της Β θα κατείχαν τις 300, ώστε να διατηρούν το ίδιο ποσοστό ιδιοκτησίας 75% ($75\% \times 400 = 300$). Το κόστος ενοποίησης είναι $100 \text{ μετοχές} \times \text{ΕΥΡΩ } 75 = \text{ΕΥΡΩ } 7.500$.

Αν τώρα υποθέσουμε ότι μόνο μέτοχοι, κάτοχοι 270 μετοχών της εταιρείας Β, από το σύνολο 300 μετοχών αποδέχθηκαν την ανταλλαγή με μετοχές της εταιρείας Α. Μετοχές 30 στο σύνολο 300 μετοχών, δηλαδή 10%, δεν αποδέχθηκαν. Επομένως θα εκδοθούν από την Α $270 \times 5 = 1.350$ μετοχές, αντί 1.500. Έτσι όμως το ποσοστό συμμετοχής των μετόχων της Β από 75% περιορίζεται στο 72.97% ($1.350/1.850$). Η πλειοψηφία των μετόχων κατέχει 270 μετοχές της Β. Για να εκπροσωπείται το δικαίωμα πλειοψηφίας με τις 270 μετοχές στο ποσοστό 72.97%, πρέπει το σύνολο των μετοχών να είναι 370 ($370 \times 72.97\% = 270$). Το κόστος

Κέρδη κατά μετοχή σε Ανάστροφες Αποκτήσεις

Όπως σημειώνεται στην παράγραφο Β7(γ) του Προσαρτήματος Β του ΔΠΧΠ 3, η δομή των κεφαλαίων, που εμφανίζεται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες καταρτίζονται στη συνέχεια μιας ανάστροφης απόκτησης, αντανακλά τη δομή των κεφαλαίων της νόμιμης μητρικής, συμπεριλαμβάνοντας τους συμμετοχικούς τίτλους που εκδόθηκαν από τη νόμιμη μητρική για να πραγματοποιήσει την ενοποίηση επιχειρήσεων.

Για το σκοπό υπολογισμού του μέσου σταθμισμένου αριθμού κοινών μετοχών που παραμένουν σε κυκλοφορία (ο παρανομαστής), κατά τη διάρκεια της περιόδου στην οποία η ανάστροφη απόκτηση συμβαίνει:

α) ο αριθμός των κοινών μετοχών που παραμένουν σε κυκλοφορία από την έναρξη της περιόδου μέχρι την ημερομηνία απόκτησης πρέπει να θεωρείται ότι είναι ο αριθμός των κοινών μετοχών που εκδόθηκαν από τη νόμιμη μητρική προς τους ιδιοκτήτες (μετόχους) της νόμιμης θυγατρικής, και

β) ο αριθμός των κοινών μετοχών που παραμένουν σε κυκλοφορία από την ημερομηνία αποκτήσεως μέχρι το τέλος αυτής της περιόδου πρέπει να είναι ο πραγματικός αριθμός των κοινών μετοχών της νόμιμης μητρικής που παραμένουν σε κυκλοφορία κατά τη διάρκεια εκείνης της περιόδου.

Τα κέρδη κατά μετοχή που γνωστοποιούνται για κάθε συγκριτική περίοδο πριν από την ημερομηνία απόκτησης που παρουσιάζεται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις στη συνέχεια μιας ανάστροφης απόκτησης υπολογίζονται διαιρώντας τα κέρδη ή ζημίες της νόμιμης θυγατρικής τα αποδοτέα στους κοινούς μετόχους σε κάθε μία από αυτές τις περιόδους, με τον αριθμό των κοινών μετοχών που εκδόθηκαν από τη νόμιμη μητρική στους μετόχους της νόμιμης θυγατρικής στην ανάστροφη απόκτηση.

ενοποίησης παραμένει ίδιο: $100 \text{ μετοχές} \times \text{ΕΥΡΩ } 75 = \text{ΕΥΡΩ } 7.500$. Επομένως το κόστος ενοποίησης δε μεταβάλλεται αν τυχόν δεν αποδεχθούν όλοι οι μέτοχοι για όλες τις μετοχές την ανταλλαγή.

Η μειοψηφία αντιπροσωπεύεται από 30 από το σύνολο 300 μετοχών. Η μειοψηφία αντανακλά το αναλογικό δικαίωμα των μετόχων στις προ της ενοποίησης λογιστικές αξίες των καθαρών περιουσιακών στοιχείων της νόμιμης θυγατρικής.

Οι σχετικοί υπολογισμοί προϋποθέτουν ότι δεν υπήρξαν μεταβολές στον αριθμό των εκδοθεισών κοινών μετοχών της νόμιμης θυγατρικής κατά τη διάρκεια των συγκριτικών περιόδων και από την έναρξη της περιόδου στην οποία η αναστροφή απόκτηση πραγματοποιήθηκε μέχρι την ημερομηνία αποκτήσεως. Ο υπολογισμός των κερδών κατά μετοχή πρέπει να προσαρμόζεται κατάλληλα για να λαμβάνει υπόψη την επίπτωση μιας μεταβολής στον αριθμό των εκδοθεισών κοινών μετοχών της νόμιμης θυγατρικής κατά τη διάρκεια εκείνων των περιόδων.⁵⁰

4.7.2 Κόστος Ενοποίησης Επιχειρήσεων

Αποτίμηση κόστους Ενοποίησης Επιχειρήσεων

Σύμφωνα με το ΔΠΧΠ 3 (παράγραφος 24), η Αγοράστρια πρέπει να αποτιμά το κόστος μιας Ενοποίησης επιχειρήσεων, ως το σύνολο των:

- 1 Ευλόγων αξιών, κατά την ημερομηνία της συναλλαγής της ανταλλαγής των περιουσιακών στοιχείων που δόθηκαν, των υποχρεώσεων που προέκυψαν ή αναλήφθηκαν και των συμμετοχικών τίτλων που εκδόθηκαν από την Αγοράστρια, σε αντάλλαγμα για τον έλεγχο της αποκτώμενης, πλέον των
- 2 Εξόδων που άμεσα είναι αποδοτέα στην ενοποίηση επιχειρήσεων.

Εύλογη αξία αναβαλλόμενου στοιχείου της αντιπαροχής

⁵⁰ Στο προηγούμενο παράδειγμα, αν το κέρδος της Β ήταν ΕΥΡΩ 3.000 για τη χρήση 2006 και το ενοποιημένο κέρδος για τη χρήση 2007 ήταν ΕΥΡΩ 4.000, χωρίς να υπάρξει καμιά μεταβολή στον αριθμό των κοινών μετοχών που εκδόθηκαν από την εταιρεία Β του παραδείγματος της προηγούμενης παραπομπής, τα κέρδη κατά μετοχή για τη χρήση 2007 είναι:

Αριθμός μετοχών που παραμένουν κατά την 01.01.07 έως την ημερομηνία αναστροφής αποκτήσεως	1.500
Αριθμός μετοχών που παραμένουν από την ημερομηνία αποκτήσεως έως 31.12.07	2.000
Μέσος σταθμικός αριθμός κοινών μετοχών που παραμένουν	1.625
[(1.500x9/12)+(2.000x3/12)=1.125+500]	
Κέρδη κατά μετοχή (4.000/1.625)	2,46

Όταν ο διακανονισμός όλου ή μέρους του κόστους της ενοποίησης αναβάλλεται, η εύλογη αξία του αναβαλλόμενου στοιχείου πρέπει να προσδιορίζεται με προεξόφληση των πληρωτέων ποσών στην παρούσα αξία του κατά την ημερομηνία της συναλλαγής της ανταλλαγής.

Εύλογη αξία συμμετοχικών τίτλων

Όσον αφορά στους συμμετοχικούς τίτλους που εκδίδει η Αγοράστρια, για να αποκτήσει τον έλεγχο της αποκτώμενης, αποτιμώνται στην εύλογη αξία τους. Η δημοσιευόμενη τιμή κατά την ημερομηνία της συναλλαγής της ανταλλαγής ενός εισηγμένου στο Χρηματιστήριο συμμετοχικού τίτλου παρέχει την καλύτερη τεκμηρίωση της εύλογης αξίας του τίτλου και συνεπώς πρέπει να χρησιμοποιείται, εκτός από σπάνιες περιπτώσεις, όπως π.χ. ανώμαλες διακυμάνσεις τιμών ή στενότητα της αγοράς. Άλλες μέθοδοι τεκμηρίωσης και εκτιμήσεως πρέπει να εξετάζονται μόνο σε σπάνιες περιπτώσεις, όταν η αγοράστρια μπορεί να αποδείξει ότι η δημοσιευόμενη τιμή κατά την ημερομηνία της συναλλαγής της ανταλλαγής είναι ένας αναξιόπιστος δείκτης εύλογης αξίας και οι άλλες μέθοδοι τεκμηρίωσης και εκτίμησης παρέχουν μια πιο αξιόπιστη αποτίμηση της εύλογης αξίας του συμμετοχικού τίτλου.

Επίσης η εύλογη αξία κατά την ημερομηνία ανταλλαγής νομισματικών περιουσιακών στοιχείων που δόθηκαν στους κατόχους καθαρής θέσεως της αποκτώμενης, ως μία εναλλακτική λύση προς τους συμμετοχικούς τίτλους μπορεί να παρέχει τεκμήριο της συνολικής εύλογης αξίας, που δόθηκε από την αγοράστρια σε ανταλλαγή για έλεγχο της αποκτώμενης. Π.χ. το αντάλλαγμα καταβάλλεται με μετρητά στους διαφωνούντες μετόχους της μειοψηφίας της αποκτώμενης. Αντί να δοθούν σε αυτούς συμμετοχικοί τίτλοι, δίνονται μετρητά, τα οποία μπορεί να αποδεικνύουν τη συνολική εύλογη αξία των συμμετοχικών τίτλων που δόθηκαν.

Σε κάθε περίπτωση, πρέπει να εξετάζονται όλες οι πλευρές της ενοποίησης, όπως και κάθε ουσιαστικός παράγων που επηρεάζει τις διαπραγματεύσεις. Επισημαίνεται ότι οι οδηγίες για τον προσδιορισμό της εύλογης αξίας των συμμετοχικών τίτλων παρατίθεται στο ΔΛΠ 39.

Έξοδα Ενοποιήσεως

Τα έξοδα, που είναι άμεσα αποδοτέα στην ενοποίηση επιχειρήσεων, όπως επαγγελματικές αμοιβές λογιστών, νομικών συμβούλων, εκτιμητών και άλλων συμβούλων για να πραγματοποιηθεί η ενοποίηση, αποτελούν μέρος του κόστους της

ενοποιήσεως. Ωστόσο, δεν περιλαμβάνονται στα έξοδα αυτά, σε κάθε περίπτωση ενοποίησης, τα ακόλουθα:

- Γενικά Έξοδα Διοικήσεως, όπως και τα έξοδα λειτουργίας ενός τμήματος αγορών και άλλα έξοδα που δεν αφορούν άμεσα τη συγκεκριμένη ενοποίηση, που λογιστικοποιείται. Τα έξοδα αυτά δεν περιλαμβάνονται στο κόστος ενοποιήσεως, άλλα καταχωρούνται κατευθείαν ως έξοδα (Αποτελέσματα Χρήσεως).
- Έξοδα διακανονισμού και έκδοσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων π.χ. έξοδα έκδοσης ομολόγων. Τα έξοδα αυτά αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα της δημιουργίας υποχρεώσεων, ακόμη και όταν οι υποχρεώσεις αυτές δημιουργούνται για να πραγματοποιηθεί μια ενοποίηση. Τέτοια έξοδα δεν καταλογίζονται στο κόστος της ενοποίησης, αλλά πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στην αρχική αποτίμηση της υποχρεώσεως, σύμφωνα με το ΔΛΠ 39.
- Έξοδα εκδόσεως συμμετοχικών τίτλων αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της συναλλαγής καθαρής θέσεως ακόμη και όταν οι συμμετοχικοί τίτλοι εκδίδονται για να πραγματοποιηθεί μία ενοποίηση. Τα έξοδα αυτά δεν μπορεί να αποδοθούν στην ενοποίηση, καθόσον δεν αφορούν άμεσα το κόστος αυτής, αλλά πρέπει να επιβαρύνουν την καθαρή θέση, ως έξοδα συναλλαγής καθαρής θέσεως, σύμφωνα με το ΔΛΠ 32.
- Μελλοντικές ζημίες ή άλλα έξοδα που αναμένεται να πραγματοποιηθούν ως αποτέλεσμα της ενοποιήσεως, καθώς δεν συνιστούν υποχρεώσεις που προέκυψαν ή αναλήφθηκαν από την αγοράστρια σε ανταλλαγή για τον έλεγχο της αποκτώμενης.

Στο σημείο αυτό πρέπει να επισημάνουμε ότι όταν μία αγορά ή απόκτηση ολοκληρώνεται ύστερα από περισσότερες από μία πράξεις ανταλλαγής, το κόστος της απόκτησης αποτελείται από το συνολικό κόστος των επιμέρους πράξεων. Έτσι και όταν η απόκτηση πραγματοποιείται σταδιακά, η διάκριση μεταξύ ημερομηνίας αγοράς ή αποκτήσεως και ημερομηνίας πράξεως ανταλλαγής είναι σημαντική.

Ενδεχόμενες προσαρμογές στο κόστος Ενοποίησης Επιχειρήσεων από μελλοντικά γεγονότα

Μία συμφωνία ενοποίησης επιχειρήσεων μπορεί να προβλέπει μία ενδεχόμενη προσαρμογή του κόστους ενοποίησης επιχειρήσεων, όταν συμβούν ορισμένα μελλοντικά γεγονότα, όπως π.χ. επίτευξη κάποιου επιπέδου κερδών. Η αγοράστρια πρέπει να συμπεριλάβει το ποσό της προσαρμογής στο κόστος ενοποίησης κατά την ημερομηνία αποκτήσεως, εφόσον 1) η προσαρμογή είναι πιθανή και 2) μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα. Επομένως γίνεται αντιληπτό το ποσό της προσαρμογής ανήκει πράγματι στο αρχικό κόστος ενοποίησης και εφόσον η προσαρμογή πιθανολογείται πρέπει να προσαυξάνει το αρχικό κόστος.

Οι συμφωνίες αγοράς μπορεί να προβλέπουν προσαρμογές στο κόστος ενοποίησης εν όψει ενός ή περισσότερων μελλοντικών γεγονότων. Ενδέχεται οι προσαρμογές να εξαρτώνται από ένα καθορισμένο επίπεδο κερδών, που θα διατηρούνται ή θα επιτυγχάνονται σε μελλοντικές χρήσεις ή από τη σταθερότητα της τρέχουσας τιμής των αξιόγραφων που εκδόθηκαν ως μέρος του κόστους ενοποίησης.

Κατά την αρχική λογιστική καταχώρηση της ενοποίησης είναι συνήθως δυνατόν να εκτιμάται το ποσό κάθε προσαρμογής του κόστους ενοποίησης ακόμη και αν υπάρχουν μερικές αβεβαιότητες, χωρίς να παραβλέπεται η αξιοπιστία της πληροφόρησης. Αν τα μελλοντικά γεγονότα δεν συμβούν ή η εκτίμηση χρειάζεται να αναθεωρηθεί, το κόστος της αγοράς αναπροσαρμόζεται με μία συνακόλουθη επίδραση στην υπεραξία.⁵¹

Σε μερικές περιπτώσεις, ο αγοραστής μπορεί να οφείλει να προβεί σε συμπληρωματική πληρωμή προς τον πωλητή, για συμψηφισμό της μείωσης στην αξία του δοθέντος τμήματος. Αυτό συμβαίνει, όταν ο αγοραστής έχει εγγυηθεί την τιμή αγοράς των

⁵¹ Παράδειγμα: Η Α αγόρασε στις 15.01.2007 το 50% της Β αντί ΕΥΡΩ 200.000 μετρητοίς και με την αίρεση ότι θα καταβληθεί επιπλέον ποσό ΕΥΡΩ 20.000 αν η Β παρουσιάζει σταθερά καθαρά κέρδη ύψους ΕΥΡΩ 80.000 και άνω για δύο συνεχή έτη. Κατά την 31.12.06, η Β είχε την εξής καθαρή θέση.

	Λογιστική αξία	Εύλογη αξία	50%
Περιουσιακά στοιχεία	2.000.000	1.500.000	750.000
Υποχρεώσεις	1.200.000	800.000	400.000
Καθαρή περιουσία	800.000	700.000	350.000

Ειδικοί εκτιμητές υπολόγισαν ότι η Β πραγματικά θα παρουσιάζει τα ζητούμενα σταθερά καθαρά κέρδη. Επομένως στις 15.01.07 πρέπει να καταχωρηθεί ως τίμημα ΕΥΡΩ 220.000 (200.000+20.000), ανεξαρτήτως χρόνου καταβολής του επιπλέον ποσού. Αν δεν τηρηθεί η προϋπόθεση των σταθερών κερδών πχ κατά το 2008, τότε πρέπει να υπάρξει προσαρμογή του κόστους ενοποίησης με μια συνακόλουθη επίδραση στην υπεραξία.

χρεογράφων ή του δανείου που εξέδωσε ως τίμημα και πρέπει να κάνει μία περαιτέρω έκδοση χρεογράφων ή δανείου για τους σκοπούς της αποκατάστασης του αρχικώς προσδιορισμένου κόστους αγοράς. Σε τέτοιες περιπτώσεις, δεν υπάρχει αύξηση του κόστους της αγοράς και, συνεπώς, δεν γίνεται αναπροσαρμογή στη θετική ή αρνητική υπεραξία. Αντιθέτως, η αύξηση στα χρεόγραφα ή στο δάνειο που εκδόθηκαν, αντιπροσωπεύει μια μείωση του υπέρ το άρτιο ή μία αύξηση του υπό το άρτιο ποσού της αρχικής έκδοσης.⁵²

4.7.3 Κατανομή του κόστους Ενοποίησης στα περιουσιακά στοιχεία που αποκτήθηκαν, στις υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις που αναβλήθηκαν

Κατανομή κόστους Ενοποίησης κατά την ημερομηνία Απόκτησης

Η Αγοράστρια, σύμφωνα με την παράγραφο 36 του ΔΠΧΠ 3, πρέπει κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως, να κατανείμει το κόστος της ενοποίησης α) στα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία της αποκτώμενης και β) στις υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις της αποκτώμενης, εφόσον τα ανωτέρω (α και β) πληρούν τα κριτήρια της παραγράφου 37 του ΔΠΧΠ 3.

Αναλυτικότερα, η Αγοράστρια πρέπει κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως να κατανείμει το κόστος της ενοποίησης στα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία της αποκτώμενης όπως και στις υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις αυτής.

Η κατανομή του κόστους ενοποίησης γίνεται με βάση την εύλογη αξία, κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως, των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, των υποχρεώσεων και ενδεχόμενων υποχρεώσεων της αποκτώμενης, εκτός των μη-κυκλοφοριακών που ταξινομούνται ως «κατεχόμενα προς πώληση» σύμφωνα με το

⁵² Παράδειγμα: Η Α αγόρασε στις 25.01.07 το 60% των κοινών μετά ψήφου μετοχών της Β αντί ΕΥΡΩ 40.000, που όμως για το ποσό αυτό η Α εξέδωσε ισόποσο ομολογιακό δάνειο, ενώ παράλληλα εγγυήθηκε το ύψος του τιμήματος. Το προϊόν της διάθεσης του δανείου ανήλθε σε ΕΥΡΩ 24.000. Λόγω του εγγυημένου ύψους του κόστους ενοποίησης, η Α οφείλει να καταβάλλει συμπληρωματικά ποσό ΕΥΡΩ 16.000, χωρίς να επέρχεται διαφοροποίηση της αρχικώς προσδιορισθείσας υπεραξίας.

ΔΠΧΠ 5, τα οποία πρέπει να καταχωρίζονται στην εύλογη αξία τους μείον τα έξοδα πωλήσεως.⁵³

Επίσης, η Αγοράστρια πρέπει να καταχωρίζει ξεχωριστά τα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία της αποκτώμενης, όπως και τις υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις αυτής, κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως, μόνο εφόσον πληρούνται κατά την ημερομηνία αυτή τα ακόλουθα κριτήρια:

α) Στην περίπτωση ενός περιουσιακού στοιχείου, άλλου εκτός από άυλο περιουσιακό στοιχείο, πιθανολογείται ότι τα συνδεδεμένα με αυτό μελλοντικά οικονομικά οφέλη θα εισρεύσουν στην αγοράστρια και η εύλογη αξία του μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

β) Στην περίπτωση μιας υποχρεώσεως, άλλης εκτός από ενδεχόμενη υποχρέωση, πιθανολογείται ότι μια εκροή πόρων, που ενσωματώνουν οικονομικά οφέλη, θα απαιτηθεί για το διακανονισμό της υποχρεώσεως και η εύλογη αξία αυτής της υποχρέωσης μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

γ) Στην περίπτωση ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου ή μιας ενδεχόμενης υποχρεώσεως, η εύλογη αξία τους μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

Δικαιώματα Μειοψηφίας - Απεικόνιση αυτών στην εύλογη αξία

Τα Δικαιώματα μειοψηφίας υπολογίζονται με βάση τις εύλογες αξίες των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και ενδεχόμενων υποχρεώσεων της αποκτώμενης, κατόπιν ρητής απαιτήσεως του ΔΠΧΠ 3.

Η Αγοράστρια καταχωρίζει τα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία, τις υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις της αποκτώμενης, δηλαδή αυτά που πληρούν τα κριτήρια

⁵³ Η ταξινόμηση μη-κυκλοφοριακών στοιχείων στα «κατεχόμενα προς πώληση» είναι επιβεβλημένη για κάθε οικονομική μονάδα, όταν η ανάκτηση της λογιστικής αξίας αυτών των στοιχείων αναμένεται να πραγματοποιηθεί κυρίως μέσω μιας πωλήσεως παρά μέσω μιας συνεχιζόμενης χρήσης αυτών. Τα ταξινομούμενα σε αυτή την κατηγορία «κατεχόμενα προς πώληση» πρέπει να είναι άμεσα διαθέσιμα για πώληση στην παρούσα κατάσταση τους, σύμφωνα με τους γνωστούς και συνήθεις όρους πωλήσεως τέτοιων περιουσιακών στοιχείων.

Η ομάδα διαθέσεως είναι μία ομάδα περιουσιακών στοιχείων που πιθανώς συνδέονται άμεσα με κάποιες υποχρεώσεις, αλλά είναι προς πώληση ως ένα ενιαίο σύνολο σε μία μοναδική συναλλαγή.

καταχωρίσεως της παραγράφου 37 του ΔΠΧΠ 3, στις εύλογες αξίες τους κατά την ημερομηνία αποκτήσεως και συνεπώς και κάθε δικαίωμα της μειοψηφίας στα προαναφερόμενα περιουσιακά στοιχεία υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις πρέπει να καταχωρίζεται με βάση αυτές τις εύλογες αξίες.

Κατωτέρω παρουσιάζονται συνοπτικά κανόνες προσδιορισμού εύλογης αξίας περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και ενδεχόμενων υποχρεώσεων της αποκτώμενης επιχειρήσεως.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7: Κανόνες προσδιορισμού εύλογης αξίας	
Πηγή: <i>Πρωτοψάλτης Νικόλαος, 2006, Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις</i>	
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ	
α) Διαπραγματεύσιμα σε μία ενεργό αγορά, η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί: β) Μη Διαπραγματεύσιμα σε μια ενεργό αγορά, η Αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί εκτιμώμενες αξίες που λαμβάνουν υπόψη τους:	α) Τρέχουσες αγοραίες αξίες β) - Σχέσεις Τιμών/κερδών (price/earnings) - Μερισματικές αποδόσεις (dividend yield) - Συντελεστής προσδοκώμενης ανάπτυξης συγκρίσιμων χρηματοπιστωτικών μέσων οικονομικών μονάδων με όμοια χαρακτηριστικά (growth rates)
ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΕΣ ΑΞΙΕΣ – ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΕΣ ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ – ΆΛΛΑ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΙΜΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:	Τις παρούσες αξίες των ποσών που θα εισπραχθούν με κατάλληλο τρέχον επιτόκιο μείον: προβλέψεις αδυναμίας εισπράξεως και έξοδα εισπράξεως. Προεξόφληση για βραχύχρονες εισπρακτέες αξίες, προνομιακές συμβάσεις και άλλα αναγνωρίσιμα στοιχεία δεν χρειάζεται, αν η διαφορά μεταξύ ονομαστικών και προεξοφλημένων ποσών δεν είναι ουσιώδης.
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ ΕΤΟΙΜΩΝ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ	
Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:	Τιμές πωλήσεως μείον έξοδα διαθέσεως και λογικό περιθώριο κέρδους (βασισμένο στο κέρδος για όμοια αγαθά και εμπορεύματα).

ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ ΗΜΙΤΕΛΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ	
Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:	Τιμές πωλήσεως ετοιμών μείον κόστος ολοκλήρωσεως μείον έξοδα διαθέσεως μείον λογικό περιθώριο κέρδους
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ ΠΡΩΤΩΝ ΥΛΩΝ	
Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:	Τρέχον κόστος αντικατάστασεως
ΕΔΑΦΗ [ΓΗΠΕΔΑ-ΟΙΚΟΠΕΔΑ] ΚΑΙ ΚΤΙΡΙΑ	
Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:	Αγοραίες αξίες
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	
Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:	Αγοραίες αξίες κανονικά προσδιορισμένες με εκτίμηση (Αν δεν υπάρχει απόδειξη εύλογης αξίας στην αγορά λόγω εξειδικευμένου στοιχείου ή σπάνιο πωλούμενου παρά μόνο ως τμήμα μιας συνεχιζουσας επιχειρήσεως, μπορεί να χρειαστεί προσδιορισμός εύλογης αξίας με βάση έσοδα ή μέθοδο αναπόσβεστου κόστους αντικατάστασης).
ΑΥΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:	Εύλογη αξία με παραπομπή σε ενεργό αγορά, σύμφωνα με ΔΛΠ 38. Αν δεν υπάρχει ενεργός αγορά, τότε το ποσό που θα πλήρωνε η Αγοράστρια σε μια αντικειμενική συναλλαγή μεταξύ μερών που επιθυμούν και είναι πληροφορημένο
ΚΑΘΑΡΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ή ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΩΝ ΠΑΡΟΧΩΝ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΩΝ	
Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:	Παρούσα αξία της Υποχρεώσεως Καθορισμένης Παροχής μείον εύλογη αξία περιουσιακού στοιχείου προγράμματος. Περιουσιακό στοιχείο καταχωρείται μόνο κατά την έκταση που είναι πιθανό ότι θα είναι διαθέσιμο στην Αγοράστρια με τη μορφή επιστροφής κεφαλαίων από το πρόγραμμα ή μειώσεως μελλοντικών εισφορών
ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	

<p>Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:</p>	<p>Τα ποσά του εισπρακτέου ή πληρωτέου φόρου σύμφωνα με το ΔΛΠ 12, εκτιμώμενα από την προοπτική της ενοποιούμενης οικονομικής μονάδας. Η φορολογική υποχρέωση ή απαίτηση καθορίζεται μετά την αφαίρεση της φορολογικής έκπτωσης της αναδιατυπώσεως των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και ενδεχόμενων υποχρεώσεων στην εύλογη αξία τους. Δεν προεξοφλούνται.</p>
<p>ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ/ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΠΛΗΡΩΤΕΑ/ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ, ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ, ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</p>	
<p>Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:</p>	<p>Τις Παρούσες αξίες προεξοφλώντας τα ποσά με κατάλληλα προεξοφλητικά επιτόκια. Προεξόφληση δεν απαιτείται για βραχυπρόθεσμες, όταν η διαφορά μεταξύ ονομαστικών και προεξοφλημένων ποσών δεν είναι ουσιώδης.</p>
<p>ΕΠΑΧΘΕΙΣ ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΆΛΛΕΣ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΙΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΠΟΚΤΩΜΕΝΗΣ</p>	
<p>Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:</p>	<p>Τις παρούσες αξίες προεξοφλώντας τα ποσά με κατάλληλα προεξοφλητικά επιτόκια. Προεξόφληση δεν απαιτείται για βραχυπρόθεσμες, όταν η διαφορά μεταξύ ονομαστικών και προεξοφλημένων ποσών δεν είναι ουσιώδης.</p>
<p>ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΠΟΚΤΩΜΕΝΗΣ</p>	
<p>Η αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί:</p>	<p>Το ποσό που ένα τρίτο μέρος θα επιβαρυνόταν για να εκτιμήσει αυτές τις ενδεχόμενες υποχρεώσεις. Τέτοιο ποσό πρέπει να αντανakλά όλες τις προσδοκίες για τις πιθανές ταμιακές ροές και όχι τις μόνο πιο πιθανές ή την αναμενόμενη μέγιστη ή ελάχιστη ταμιακή ροή.</p>

Ακαταχώριστα Περιουσιακά Στοιχεία και υποχρεώσεις πριν από την Ενοποίηση - Ακαταχώριστη Συμβατική Δέσμευση Αποκτώμενης - Προγράμματα Αναδιάρθρωσης Αποκτώμενης

Η Αγοράστρια καταχωρίζει ξεχωριστά ως μέρος της κατανομής του κόστους ενοποιήσεως μόνο τα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία, υποχρεώσεις και ενδεχόμενες υποχρεώσεις της αποκτώμενης, που υπήρχαν κατά την ημερομηνία αποκτήσεως και πληρούν τα κριτήρια καταχωρίσεως, όπως ορίζονται στην παράγραφο 37 του ΔΠΧΠ 3, δηλαδή εισροή πιθανών ωφελειών (για τα περιουσιακά στοιχεία, πλην άυλων), εκροή πόρων που ενσωματώνουν οικονομικά οφέλη για διακανονισμό υποχρεώσεων (πλην ενδεχόμενων) και αξιόπιστη εκτίμηση της εύλογης αξίας όλων των περιουσιακών στοιχείων συμπεριλαμβανομένων των άυλων, των υποχρεώσεων και ενδεχόμενων υποχρεώσεων της αποκτώμενης.

Όμως, μπορεί να συμπεριληφθούν περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις της αποκτώμενης, που δεν ήταν προηγουμένως στις οικονομικές καταστάσεις της αποκτώμενης π.χ. επειδή δεν είχαν τα κριτήρια καταχωρίσεως πριν από την ημερομηνία αποκτήσεως.⁵⁴

Περαιτέρω, μία πληρωμή που η οικονομική μονάδα δεσμεύεται να κάνει π.χ. προς το προσωπικό της ή τους προμηθευτές της σε περίπτωση που αυτή αποκτηθεί (αγοραστεί) σε μια ενοποίηση επιχειρήσεων είναι μία παρούσα δέσμευση της οικονομικής μονάδας, που θεωρείται ως μία ενδεχόμενη υποχρέωση αυτής μέχρις ότου καταστεί πιθανό ότι αυτή η ενοποίηση επιχειρήσεων θα λάβει χώρα. Αυτή λοιπόν η συμβατική δέσμευση καταχωρίζεται ως μία υποχρέωση από την οικονομική μονάδα σύμφωνα με το ΔΛΠ 37, όταν μία ενοποίηση επιχειρήσεων καθίσταται πιθανή και η υποχρέωση μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα. Συνεπώς, όταν πραγματοποιείται η ενοποίηση, αυτή η υποχρέωση της αποκτώμενης καταχωρίζεται από την Αγοράστρια ως μέρος της κατανομής του κόστους της ενοποιήσεως.

Αντίθετα, ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης της αποκτώμενης, του οποίου η εκτέλεση είναι πιθανή κατά τη στιγμή που αποκτήθηκε σε μία ενοποίηση δεν αποτελεί μία παρούσα δέσμευση της αποκτώμενης αμέσως πριν από την ενοποίηση. Ούτε είναι μία ενδεχόμενη υποχρέωση της αποκτώμενης αμέσως πριν από την ενοποίηση, επειδή δεν είναι μία πιθανή υποχρέωση που προκύπτει από ένα γεγονός του παρελθόντος, του οποίου η ύπαρξη θα επιβεβαιωθεί μόνον κατά την πραγματοποίηση ή μη ενός ή

⁵⁴ Για παράδειγμα, μία φορολογική ωφέλεια που προκύπτει από μεταφερόμενες φορολογικές ζημιές της αποκτώμενης η οποία δεν είχε καταχωριστεί από την αποκτώμενη πριν την ενοποίηση, αποκτά τα κριτήρια καταχωρίσεως ως ένα περιουσιακό στοιχείο σύμφωνα με το ΔΠΧΠ 3, παράγραφο 36, αν πιθανολογείται ότι η Αγοράστρια θα έχει μελλοντικά φορολογικά κέρδη έναντι των οποίων το ακαταχώριστο φορολογικό όφελος μπορεί να αξιοποιηθεί.

περισσότερων αβέβαιων μελλοντικών γεγονότων όχι εξ ολοκλήρου μέσα στον έλεγχο της αποκτώμενης. Συνεπώς, μία αγοράστρια δεν πρέπει να καταχωρίζει μία υποχρέωση για τέτοια προγράμματα αναδιάρθρωσης ως μέρος της κατανομής του κόστους ενοποιήσεως.

Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία Αποκτώμενης

Καταχώριση άυλου περιουσιακού στοιχείου

Η Αγοράστρια καταχωρίζει ξεχωριστά ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο της αποκτώμενης κατά την ημερομηνία αποκτήσεως, μόνο εφόσον πληροί τον ορισμό ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου του ΔΛΠ 38, και η εύλογη αξία αυτού μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα. Κατά το ΔΛΠ 38 (παράγραφος 12) ένα περιουσιακό στοιχείο πληροί το κριτήριο αναγνωρισιμότητας στον ορισμό ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου, όταν αυτό:

- α) είναι διαχωριστέο, δηλαδή μπορεί να διαχωριστεί ή να διαιρεθεί από την οικονομική μονάδα και να πωληθεί, μεταβιβαστεί, παραχωρηθεί, μισθωθεί ή ανταλλαγεί είτε μεμονωμένα είτε μαζί με ένα σχετικό συμβόλαιο, περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση ή
- β) προκύπτει από συμβατικά ή νόμιμα δικαιώματα, ανεξάρτητα από το αν αυτά τα δικαιώματα είναι μεταβιβάσιμα ή διαχωριστέα από την οικονομική μονάδα ή από άλλα δικαιώματα και υποχρεώσεις.

Εύλογη αξία άυλου περιουσιακού στοιχείου

Η εύλογη αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων, που αποκτώνται σε μία ενοποίηση επιχειρήσεων, πρέπει να αποτιμάται με επαρκή αξιοπιστία, για να διαχωρίζονται τα άυλα στοιχεία από την υπεραξία.

Ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο που αποκτάται σε μία ενοποίηση μπορεί να είναι διαχωριστέο, αλλά μόνο μαζί με ένα σχετικό ενσώματο ή άυλο περιουσιακό στοιχείο. Το ίδιο συμβαίνει για τα εμπορικά σήματα και τις εμπορικές ονομασίες που χρησιμοποιούνται συχνά ως συνώνυμα του εμπορικού και άλλων σημάτων. Συνήθως αυτά τα εμπορικά σήματα ή σήματα υπηρεσιών σχετίζονται με εμπορικά ονόματα, τύπους, συνταγές και τεχνολογική εμπειρία. Έτσι, ένα σήμα συνήθως αποτελείται από

μία σειρά συμπληρωματικών στοιχείων και καταχωρίζεται ως ένα στοιχείο, όταν δεν είναι δυνατή η μεμονωμένη αποτίμηση της εύλογης αξίας.

Οι μόνες συνθήκες στις οποίες μπορεί να μην είναι δυνατή η αξιόπιστη αποτίμηση της εύλογης αξίας ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου που αποκτάται σε μία ενοποίηση είναι, όταν το άυλο περιουσιακό στοιχείο προκύπτει από νόμιμα ή άλλα συμβατικά δικαιώματα και είτε:

α) δεν είναι διαχωριστέο, είτε

β) είναι διαχωριστέο, αλλά δεν υπάρχει ιστορικό ή απόδειξη συναλλαγών ανταλλαγής για τα ίδια ή όμοια περιουσιακά στοιχεία και διαφορετική εκτίμηση εύλογης αξίας θα ήταν εξαρτώμενη από απροσδιόριστες μεταβλητές.

Οι δημοσιευόμενες αγοραίες τιμές σε μία ενεργό αγορά, παρέχουν την πιο αξιόπιστη εκτίμηση της εύλογης αξίας ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου. Η κατάλληλη αγοραία τιμή είναι συνήθως η τρέχουσα τιμή προσφοράς. Αν δεν είναι διαθέσιμες τέτοιες τιμές, η τιμή της πιο πρόσφατης όμοιας συναλλαγής μπορεί να παρέχει μία βάση για εκτίμηση της εύλογης αξίας, εφόσον βέβαια ληφθούν υπόψη ουσιαστικές μεταβολές μεταξύ ημερομηνίας συναλλαγής και ημερομηνίας εκτιμήσεως.

Αν δεν υπάρχει ενεργός αγορά για ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο, το κόστος του αντανakλά το ποσό που η επιχείρηση θα είχε πληρώσει, κατά την ημερομηνία αγοράς, για το στοιχείο αυτό σε μία αντικειμενική συναλλαγή. Κατά τον προσδιορισμό του ποσού αυτού, μία επιχείρηση λαμβάνει υπόψη το αποτέλεσμα πρόσφατων συναλλαγών για όμοια περιουσιακά στοιχεία.

Ορισμένες επιχειρήσεις που εμπλέκονται στην αγοραπωλησία μοναδικών άυλων στοιχείων έχουν αναπτύξει κατάλληλες τεχνικές για την εκτίμηση των πραγματικών αξιών τους. Στις τεχνικές αυτές περιλαμβάνεται η χρησιμοποίηση πολλαπλασιαστών που αντανakλούν τρέχουσες αγοραίες συναλλαγές σε ορισμένους δείκτες που προσδιορίζουν την αποδοτικότητα του περιουσιακού στοιχείου ή που προεξοφλούν εκτιμώμενες μελλοντικές καθαρές ταμιακές ροές από το περιουσιακό στοιχείο.

Ενδεχόμενες Υποχρεώσεις Αποκτώμενης

Αρχική Καταχώρηση και αποτίμηση ενδεχόμενης υποχρεώσεως

Ενδεχόμενη υποχρέωση είναι, σύμφωνα με το ΔΛΠ 37:

- Μία πιθανή υποχρέωση που προέρχεται από γεγονότα του παρελθόντος και των οποίων η ύπαρξη θα επιβεβαιωθεί μόνο από την πραγματοποίηση ή μη ενός ή περισσότερων αβέβαιων μελλοντικών γεγονότων όχι εξολοκλήρου ευρισκομένων μέσα στον έλεγχο της οικονομικής μονάδας, ή
- Μία παρούσα δέσμευση που προέρχεται από γεγονότα του παρελθόντος αλλά μη καταχωρημένη γιατί: (i) δεν είναι πιθανό ότι μία εκροή πόρων που ενσωματώνουν οικονομικά οφέλη θα απαιτηθεί για διακανονισμό της υποχρέωσης ή (ii) το ποσό της υποχρέωσης δεν μπορεί να αποτιμηθεί με επαρκή αξιοπιστία.

Η Αγοράστρια επομένως καταχωρεί ξεχωριστά κάθε μία από τις ενδεχόμενες υποχρεώσεις της αποκτώμενης, ως μέρος της κατανομής του κόστους ενοποιήσεως, εφόσον η εύλογη αξία αυτής μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

Το ΔΠΧΠ 3 στο Προσάρτημα Β στην παράγραφο 16 (I) παρέχει οδηγίες για τον προσδιορισμό της εύλογης αξίας των ενδεχόμενων υποχρεώσεων. Ειδικότερα, η Αγοράστρια πρέπει να χρησιμοποιεί τα ποσά που ένα τρίτο μέρος θα επιβάρυνε για να αναλάβει αυτές τις ενδεχόμενες υποχρεώσεις. Τέτοιο ποσό πρέπει να αντανakλά όλες τις προσδοκίες για τις πιθανές ταμιακές ροές και όχι τις πιο πιθανές ή την αναμενόμενη μέγιστη ή ελάχιστη ταμιακή ροή.

Αδυναμία αποτίμησης στην εύλογη αξία της ενδεχόμενης υποχρέωσης

Αν η εύλογη αξία μιας ενδεχόμενης υποχρέωσης δεν μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα, τότε:

α) Υπάρχει μια επίπτωση στο ποσό που καταχωρίστηκε ως υπεραξία ή λογιστικοποιήθηκε ως υπερβάλλον του κόστους σε σχέση με το δικαίωμα της Αγοράστριας στην καθαρή εύλογη αξία των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και ενδεχομένων υποχρεώσεων της αποκτώμενης, και

β) Η Αγοράστρια πρέπει να γνωστοποιήσει την πληροφορία σχετικά με την ενδεχόμενη υποχρέωση, όπως απαιτείται από το ΔΛΠ 37, δηλαδή μία εκτίμηση της οικονομικής επιπτώσεως αυτής, μία ένδειξη των αβεβαιοτήτων που αφορούν το ποσό ή το χρονοδιάγραμμα εκροής και την πιθανότητα κάθε τυχόν αποζημιώσεως.

Μεταγενέστερη αποτίμηση της ενδεχόμενης υποχρέωσης

Η αρχική καταχώριση της ενδεχόμενης υποχρέωσης από την Αγοράστρια συνεπάγεται την αποτίμηση αυτής στην εύλογη αξία, σύμφωνα με την παράγραφο 36 του ΔΠΧΠ 3, καθόσον θεωρείται μέρος του κόστους ενοποιήσεως.

Η Αγοράστρια πρέπει να αποτιμά την ενδεχόμενη υποχρέωση μεταγενέστερα από την αρχική καταχώριση, σύμφωνα με την παράγραφο 48 ΔΠΧΠ 3, στο υψηλότερο ποσό μεταξύ του ποσού που θα είχε καταχωριστεί, σύμφωνα με το ΔΛΠ 37, και του ποσού που καταχωρίστηκε αρχικά, μείον, όπου αρμόζει, τη συσσωρευμένη απόσβεση που καταχωρίστηκε, σύμφωνα με το ΔΛΠ 18.

Το κατά το ΔΛΠ 37 ποσό της ενδεχόμενης υποχρέωσης υπολογίζεται ως πρόβλεψη. Δηλαδή, πρόκειται για το ποσό που λογικά θα πλήρωνε μια οικονομική μονάδα για να διακανονίσει την υποχρέωση κατά την ημερομηνία του ισολογισμού.⁵⁵

Υπεραξία (Goodwill)

Καταχώριση και αρχική αποτίμηση υπεραξίας

Η υπεραξία, σύμφωνα με το Προσάρτημα Α του ΔΠΧΠ 3, που αποκτήθηκε σε μία ενοποίηση επιχειρήσεων αντιπροσωπεύει μία πληρωμή που έγινε από την Αγοράστρια με την προοπτική μελλοντικών οικονομικών ωφελειών από τα περιουσιακά στοιχεία που δεν είναι δυνατό να διαπιστωθούν μεμονωμένα και να καταχωριστούν ξεχωριστά.

Η Αγοράστρια πρέπει, κατά την ημερομηνία αποκτήσεως:

α) να καταχωρίζει την υπεραξία που απέκτησε σε μία ενοποίηση επιχειρήσεων ως ένα περιουσιακό στοιχείο και

β) να αποτιμά αυτή την υπεραξία αρχικά στο κόστος της, που είναι το υπερβάλλον του κόστους ενοποιήσεως πάνω από το δικαίωμα της Αγοράστριας στην καθαρή εύλογη αξία των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και ενδεχόμενων υποχρεώσεων που καταχωρίστηκαν σύμφωνα με την παράγραφο 36 ΔΠΧΠ 3, ως μέρος της κατανομής του κόστους ενοποιήσεως.

⁵⁵ Για να μην υπάρξει σύγχυση μεταξύ της παραγράφου 48 ΔΠΧΠ 3 και του ΔΛΠ 39, οι ανωτέρω ρυθμίσεις της παραγράφου 48 ΔΠΧΠ 3 δεν εφαρμόζονται σε συμβόλαια που λογιστικοποιούνται σύμφωνα με το ΔΛΠ 39.

Κατά την έκταση που τα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία, υποχρεώσεις ή ενδεχόμενες υποχρεώσεις της αποκτώμενης δεν πληρούν τα κριτήρια ξεχωριστής καταχώρισης της παραγράφου 37 του ΔΠΧΠ 3, δηλαδή εισροή οικονομικών ωφελειών ή εκροή πόρων και αξιόπιστη αποτίμηση εύλογης αξίας, κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως, προκύπτει μία επίπτωση στο ποσό που καταχωρίστηκε ως υπεραξία.

Η επίπτωση αυτή στην υπεραξία οφείλεται στο γεγονός ότι η υπεραξία αποτιμάται ως το υπολειμματικό κόστος της ενοποίησης επιχειρήσεων, δηλαδή το απομένον κόστος μετά την καταχώριση των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και ενδεχόμενων υποχρεώσεων της αποκτώμενης.⁵⁶

Μεταγενέστερη αποτίμηση της υπεραξίας

Σύμφωνα με την παράγραφο 54 ΔΠΧΠ 3, η Αγοράστρια πρέπει να αποτιμά την υπεραξία που απέκτησε σε μια ενοποίηση επιχειρήσεων, μεταγενέστερα από την αρχική καταχώριση, στο κόστος μείον κάθε συσσωρευμένη ζημία απομειώσεως.

Η υπεραξία που αποκτήθηκε σε μία ενοποίηση επιχειρήσεων δεν αποσβένεται. Αντί αυτού, η αγοράστρια πρέπει να ελέγχει το κόστος ετησίως για απομείωση ή περισσότερο συχνά, αν γεγονότα ή μεταβολές των συνθηκών παρέχουν ένδειξη ότι

⁵⁶ Παράδειγμα: Η ΑΕ Α αγόρασε το 40% των μετά ψήφου δικαιωμάτων πάνω στην ΑΕ Β αντί ποσού 40.000. Η λογιστική και η εύλογη αξία των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων της ΑΕ Β κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως έχει ως εξής:

	Λογιστική Αξία	Εύλογη Αξία
Περιουσιακά στοιχεία	400.000	550.000
Υποχρεώσεις	(300.000)	(300.000)
Ενδεχόμενες υποχρεώσεις	-	(100.000)
Άρα, καθαρή περιουσία	100.000	150.000

Άρα, το $40\% \times 150.000 = 60.000$ αγοράστηκε αντί 40.000. Η διαφορά $60.000 - 40.000 = 20.000$ είναι η προκύπτουσα υπεραξία.

μπορεί να έχει απομειωθεί, σύμφωνα με το ΔΛΠ 36 Απομείωση Αξίας Περιουσιακών Στοιχείων.⁵⁷

Μία επιχείρηση, για να προσδιορίσει, αν η υπεραξία απομειώνεται, εφαρμόζει το ΔΛΠ 36 Απομείωση Αξίας Περιουσιακών Στοιχείων για να επανεξετάσει τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της, να προσδιορίσει το ανακτήσιμο ποσό ενός περιουσιακού στοιχείου και να καταχωρήσει ή να αναστρέψει μια ζημία απομειώσεως. Επιπρόσθετα, ακολουθώντας τις απαιτήσεις που περιλαμβάνονται στο ΔΛΠ 36 Απομείωση Αξίας Περιουσιακών Στοιχείων, μία επιχείρηση πρέπει, τουλάχιστον στο τέλος κάθε οικονομικού έτους, να εκτιμά σύμφωνα με το ΔΛΠ 36 το ανακτήσιμο ποσό της υπεραξίας. Το ΔΛΠ 36 παρέχει εξωτερικές και εσωτερικές ενδείξεις για την ύπαρξη μιας τέτοιας απομειώσεως⁵⁸.

Ενοποίηση Επιχειρήσεων επιτυγχανόμενη σταδιακά - Διαδοχικές αγορές μετοχών

Μία απόκτηση μπορεί να περιλαμβάνει περισσότερες από μία πράξεις ανταλλαγής, όπως για παράδειγμα, όταν πραγματοποιείται σταδιακά με διαδοχικές αγορές μετοχών στο Χρηματιστήριο. Έτσι, μία ενοποίηση επιχειρήσεων μπορεί να περιλαμβάνει περισσότερες από μία συναλλαγές ανταλλαγής, όταν η ενοποίηση πραγματοποιείται σταδιακά με διαδοχικές αγορές.

Κάθε συναλλαγή ανταλλαγής πρέπει να αντιμετωπίζεται ξεχωριστά από την Αγοράστρια, χρησιμοποιώντας το κόστος της συναλλαγής και τις εύλογες αξίες κατά την ημερομηνία της συναλλαγής της ανταλλαγής, για να προσδιορίσει το ποσό της υπεραξίας που συνδέεται με αυτή τη συναλλαγή. Αυτό καταλήγει να υπάρχει σύγκριση κατά στάδιο του κόστους κάθε επενδύσεως μεμονωμένα με το δικαίωμα της

⁵⁷ Απομείωση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου, έχουμε, όταν η λογιστική αξία αυτού υπερβαίνει το ανακτήσιμο ποσό του.

⁵⁸ Παράδειγμα: Την 31.12.06 η ΑΕ Α απέκτησε το 100% της ΑΕ Β αντί 60.000, ενώ η καθαρή θέση της τελευταίας σε εύλογες αξίες, ανέρχεται σε 40.000, δηλαδή προέκυψε μια υπεραξία 20.000. Την 31.12.2007 παρατηρήθηκαν σημαντικές ζημιές στην ΑΕ Β με αποτέλεσμα η καθαρή λογιστική αξία αυτής κατά την 31.12.2007 να ανέρχεται σε 76.000, ενώ η εύλογη αξία σε 70.000. Έχουμε δηλαδή μια απομείωση από 6.000, που μειώνει πλήρως την υπεραξία.

Αγοράστριας στις εύλογες αξίες των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και ενδεχόμενων υποχρεώσεων σε κάθε στάδιο.⁵⁹

4.7.4 Αναβαλλόμενοι φόροι

Καταχώρηση αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων μετά την ολοκλήρωση της αρχικής λογιστικοποίησης

Η παράγραφος 65 του ΔΠΧΠ 3 ορίζει ότι αν το δυνητικό όφελος των μεταφερόμενων εις νέο φορολογικών ζημιών εισοδήματος της αποκτώμενης ή άλλες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις δεν πληρούσαν τα κριτήρια της παραγράφου 37 του ΔΠΧΠ 3 (Εισροή ωφελειών, Εκροή πόρων και αξιόπιστη αποτίμηση εύλογης αξίας), για ξεχωριστή καταχώριση, όταν η ενοποίηση αρχικά λογιστικοποιείται, αλλά μεταγενέστερα πραγματοποιείται, η Αγοράστρια πρέπει να καταχωρίσει αυτό το όφελος ως εισόδημα σύμφωνα με το ΔΛΠ 12. Επιπρόσθετα η Αγοράστρια πρέπει:

- ✓ να μειώσει τη λογιστική αξία της υπεραξίας στο ποσό που θα είχε καταχωριστεί, αν η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση είχε καταχωριστεί ως ένα αναγνωρίσιμο περιουσιακό στοιχείο από την ημερομηνία αγοράς και

⁵⁹ Παράδειγμα: Την 1.1.2006 η ΑΕ Α αγοράζει το 60% των κοινών μετά ψήφου μετοχών της ΑΕ Β αντί ΕΥΡΩ 280.000. Η πραγματική αξία της καθαρής περιουσίας της Β κατά την 1.1.2006 έχει ως εξής: Περιουσιακά στοιχεία ΕΥΡΩ 400.000 μείον υποχρεώσεις ΕΥΡΩ 200.000 = ΕΥΡΩ 200.000. Συνεπώς, το 60% του ΕΥΡΩ 200.000 ανέρχεται σε ΕΥΡΩ 120.000 και αγοράστηκε αντί ΕΥΡΩ 280.000, άρα προέκυψε υπεραξία ΕΥΡΩ 160.000.

Την 1.1.2008 η Α αγοράζει και το υπόλοιπο 40% των κοινών μετά ψήφου μετοχών της Β αντί ΕΥΡΩ 100.000. Η καθαρή περιουσία αυτής κατά την 1.1.2008 εκτιμάται ως εξής: περιουσιακά στοιχεία ΕΥΡΩ 600.000 μείον υποχρεώσεις ΕΥΡΩ 200.000 = ΕΥΡΩ 400.000. Το 20% των ΕΥΡΩ 400.000 είναι ΕΥΡΩ 80.000 και αγοράστηκε για ΕΥΡΩ 100.000. Έτσι προέκυψε υπεραξία από ΕΥΡΩ 20.000. Κατά συνέπεια, την 1.1.2008 η Α έχει αποκτήσει το 100% των κοινών μετά ψήφου μετοχών της Β, με συνολικό κόστος αποκτήσεως ΕΥΡΩ 380.000 και προκύψασα υπεραξία ΕΥΡΩ 180.000.

Είναι σημαντικό να σημειώσουμε ότι, μετά τη δεύτερη αγορά, τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις της Β που υπήρχαν κατά την ημερομηνία της αρχικής αγοράς και εκείνα που αποκτήθηκαν μεταξύ της πρώτης και της δεύτερης αγοράς θα αποτιμώνται στα βιβλία της Α στο 60% του ιστορικού κόστους τους στην επιχείρηση αυτή (το οποίο θα ήταν είτε η εύλογη αξία τους κατά την ημερομηνία της πρώτης αγοράς είτε το ιστορικό κόστος τους αν αποκτήθηκαν από την Β μετά την πρώτη αγορά) και το 40% της εύλογης αξίας τους κατά την ημερομηνία της δεύτερης αγοράς. Έτσι, δεν υπάρχει αυτόματη αύξηση στη βάση του πρώτου 60%, που αποκτήθηκε απλώς και μόνο, επειδή η δεύτερη αγορά έλαβε χώρα.

✓ να καταχωρίσει τη μείωση στη λογιστική αξία της υπεραξίας ως ένα έξοδο.

Όμως, αυτή η διαδικασία δεν πρέπει να καταλήγει στη δημιουργία ενός επιπλέον ποσού, όπως περιγράφεται στην παράγραφο 56 του ΔΠΧΠ 3, ούτε πρέπει αυτό να αυξήσει το ποσό κάθε κέρδους που προηγούμενα καταχωρίστηκε σύμφωνα με την παράγραφο 56 του ΔΠΧΠ 3.

Στην παράγραφο 68 του ΔΛΠ 12 παρατίθεται σχετικό παράδειγμα, που έχει ως εξής:

Μία οικονομική μονάδα απέκτησε μία θυγατρική που είχε εκπεστές προσωρινές διαφορές από 300. Ο συντελεστής φόρου εισοδήματος κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως ήταν 30%. Η προκύπτουσα αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση των 90 δεν είχε καταχωριστεί ως αναγνωρίσιμο περιουσιακό στοιχείο κατά τον προσδιορισμό της υπεραξίας από 500 που προέκυψε από την ενοποίηση. Δύο χρόνια μετά την ενοποίηση, η οικονομική μονάδα εκτίμησε ότι τα μελλοντικά φορολογητέα κέρδη πρέπει να είναι επαρκή για να ανακτήσει το όφελος όλων των εκπεστέων προσωρινών διαφορών.

Η Οικονομική μονάδα καταχωρίζει μία αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση από 90 και στα Αποτελέσματα αναβαλλόμενο φορολογικό έσοδο από 90. Η Οικονομική μονάδα επίσης μειώνει τη λογιστική αξία της υπεραξίας κατά 90 και καταχωρίζει ένα έσοδο για αυτό το ποσό στα αποτελέσματα. Κατά συνέπεια, το κόστος της υπεραξίας μειώνεται στα 410 που είναι το ποσό που θα είχε καταχωριστεί, αν είχε καταχωριστεί η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση από 90 ως ένα αναγνωρίσιμο περιουσιακό στοιχείο κατά την ημερομηνία αγοράς.

Αν ο συντελεστής φόρου είχε αυξηθεί στα 40%, η οικονομική μονάδα θα είχε καταχωρίσει μια αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση των 120 και στα αποτελέσματα αναβαλλόμενο φόρο εισοδήματος 120. Αν ο φορολογικός συντελεστής είχε μειωθεί στο 20%, η οικονομική μονάδα θα είχε καταχωρίσει μία αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση των 60 και αναβαλλόμενο φόρο εισοδήματος 60. Σε αμφότερες τις περιπτώσεις η οικονομική μονάδα θα είχε επίσης μειώσει τη λογιστική αξία της υπεραξίας κατά 90 και καταχωρίσει ένα έξοδο για αυτό το ποσό στα αποτελέσματα.

Περαιτέρω στο ΔΛΠ 12 (παράγραφος 66 και 67) ορίζεται ότι προσωρινές διαφορές μπορεί να προκύψουν σε μία ενοποίηση επιχειρήσεων. Σύμφωνα με το ΔΠΧΠ 3 μία οικονομική μονάδα καταχωρίζει κάθε προκύπτουσα αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση (κατά την έκταση που αυτή πληροί τα κριτήρια καταχώρισης της

παραγράφου 24 ΔΛΠ 12) ή αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση, ως αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις κατά την ημερομηνία αποκτήσεως. Κατά συνέπεια, αυτές οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις επηρεάζουν την υπεραξία. Όμως, σύμφωνα με την παράγραφο 15(α) του ΔΛΠ 12, μία οικονομική μονάδα δεν καταχωρίζει αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις που προκύπτουν από την αρχική καταχώριση της υπεραξίας.

Μία αγοράστρια μπορεί να θεωρεί πιθανό ότι θα ανακτήσει την αναβαλλόμενη φορολογική απαίτησή της που δεν καταχωρήθηκε πριν από την ενοποίηση, ως αποτέλεσμα της ενοποιήσεως. Π.χ. η αγοράστρια μπορεί να είναι σε θέση να χρησιμοποιήσει το όφελος των αχρησιμοποίητων φορολογικών ζημιών έναντι μελλοντικών φορολογητέων κερδών της αποκτώμενης. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η αγοράστρια καταχωρίζει μία αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση, αλλά δεν περιλαμβάνει αυτή ως μέρος της λογιστικοποίησης της ενοποιήσεως και συνεπώς δεν λαμβάνεται υπόψη κατά τον προσδιορισμό της υπεραξίας.

Ενοποίηση επιχειρήσεων και αναβαλλόμενοι φόροι

Το κόστος ενοποιήσεως κατανέμεται στα αποκτώμενα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία και αναλαμβανόμενες υποχρεώσεις με βάση τις εύλογες αξίες κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως. Όταν η αναλαμβανόμενη υποχρέωση καταχωρίζεται κατά την ημερομηνία της αποκτήσεως, αλλά τα σχετικά έξοδα δεν εκπίπτουν κατά τον προσδιορισμό των φορολογητέων κερδών μέχρι μια μεταγενέστερη περίοδο, μια εκπεστέα προσωρινή διαφορά δημιουργείται, η οποία καταλήγει σε αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση. Επίσης, αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση προκύπτει, όταν η εύλογη αξία ενός αναγνωρίσιμου περιουσιακού στοιχείου που αποκτάται είναι μικρότερη από τη φορολογική βάση του. Και στις δύο περιπτώσεις επηρεάζεται η υπεραξία.

Κατά συνέπεια, μία οικονομική μονάδα καταχωρίζει αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις, κατά την έκταση που πληρούν τα κριτήρια της παραγρ. 24 ΔΛΠ 12 (πιθανότητα υπάρξεως μελλοντικών φορολογητέων κερδών) ή αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις, ως αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις κατά την ημερομηνία αποκτήσεως.

Όμως, σε καμία περίπτωση δεν καταχωρίζεται αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση που προκύπτει από την αρχική καταχώριση υπεραξίας (παραγρ. 15(α) ΔΛΠ 12).

Παράλειψη καταχώρισης αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης

Πρέπει να διακρίνουμε τις εξής περιπτώσεις:

α) Ο Αγοραστής εξαιτίας της ενοποιήσεως μπορεί να εξετάσει την πιθανότητα ανακτήσεως δικής του αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης, που δεν είχε καταχωρίσει πριν την ενοποίηση (πχ αχρησιμοποίητες φορολογικές ζημιές δικές του μπορεί να καλυφθούν από μελλοντικά φορολογητέα κέρδη της αποκτώμενης).

Σύμφωνα λοιπόν με την παράγραφο 67 του ΔΛΠ 12, ο Αγοραστής θεωρώντας (κατά την ενοποίηση) ότι θα ανακτήσει μια δική του αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση, που δεν είχε καταχωριστεί πριν από την ενοποίηση, καταχωρίζει μια αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση και πιστώνει τα έσοδα (πχ μεταφερόμενες σε νέο φορολογικές ζημιές). Βέβαια, σε καμία περίπτωση δεν θεωρεί την απαίτηση αυτή μέρος του κόστους αποκτήσεως ή δεν συμπεριλαμβάνει αυτή στον υπολογισμό της υπεραξίας.

β) Αν το πιθανό όφελος φόρου εισοδήματος της αποκτώμενης λόγω μεταφερόμενων ζημιών ή άλλες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις δεν πληρούσαν τα κριτήρια του ΔΠΧΠ 3 για ξεχωριστή καταχώριση, κατά την αρχική λογιστικοποίηση της ενοποίησης, αλλά πραγματοποιήθηκαν μεταγενέστερα, η Αγοράστρια πρέπει να καταχωρίζει τον προκύπτοντα αναβαλλόμενο φόρο εισοδήματος στα Αποτελέσματα. Επιπρόσθετα η αγοράστρια πρέπει αφενός να μειώνει τη λογιστική αξία της υπεραξίας στο ποσό που θα είχε καταχωριστεί, αν η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση είχε καταχωριστεί ως ένα αναγνωρίσιμο περιουσιακό στοιχείο από την ημερομηνία αποκτήσεως, και αφετέρου να καταχωρίζει τη μείωση στη λογιστική αξία της υπεραξίας ως έξοδο.⁶⁰

⁶⁰ Παράδειγμα: Η ΑΕ Α την 1.1.2006 απέκτησε τη θυγατρική ΑΕ Β. Η ΑΕ Β έχει εκπεστές προσωρινές διαφορές ΕΥΡΩ 1.000. Ο συντελεστής φόρου εισοδήματος είναι 25%, επομένως η προκύπτουσα φορολογική απαίτηση ανέρχεται σε ΕΥΡΩ 250. Όταν προσδιορίστηκε η υπεραξία ύψους ΕΥΡΩ 1.000 μεταξύ της εύλογης αξίας της καθαρής θέσης της ΑΕ Β (ΕΥΡΩ 100.000) και της τιμής αγοράς (ΕΥΡΩ 101.000), η απαίτηση αυτή δεν καταχωρήθηκε. Την 1.1.2007 η ΑΕ Α βεβαιώθηκε ότι το μελλοντικό φορολογητέο κέρδος πιθανώς να αρκούσε για να καλύψει και την απαίτηση του φόρου. Επομένως την 1.1.2007 καταχωρίζει την αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση (στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις), δηλαδή ποσό ΕΥΡΩ 250, και πιστώνει τα αποτελέσματα ισόποσα. Πρέπει να μειώσει το κόστος της υπεραξίας από ΕΥΡΩ 1.000 σε

Φόροι εισοδήματος στα μη πραγματοποιημένα διεταιρικά κέρδη

Στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις ενός ομίλου πολλές φορές δεν εμφανίζονται ή υποκρύπτονται οικονομικά στοιχεία, τα οποία γεννούν υποθάλπουσα αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση ή υποχρέωση στα πλαίσια του ομίλου, η οποία τις περισσότερες φορές είναι εξαιρετικά δύσκολο να αποκαλυφθεί.

Για παράδειγμα, οι οικονομικές καταστάσεις μιας εταιρείας Α, η οποία ανήκει σε έναν όμιλο, εμφανίζουν αποθέματα τέλους στις 31.12.2007 αξίας ΕΥΡΩ 10.000. Υπό μια ευρεία έννοια, αν δηλαδή θεωρήσουμε ότι τα σχετικά αποθέματα θα πωληθούν σε εταιρείες του ομίλου και δεδομένου ότι στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις δεν απεικονίζονται οι συναλλαγές μεταξύ των εταιρειών του ομίλου, τα εν λόγω αποθέματα δημιουργούν ένα ισόποσο μη πραγματοποιημένο διεταιρικό κέρδος. Ο συντελεστής φόρου εισοδήματος του νομικού προσώπου της επιχειρήσεως είναι π.χ. 25%. Οι σχετικές επιδράσεις στο φορολογητέο εισόδημα διαμορφώνονται, ως εξής:

α) Αυξάνεται το κόστος πωλήσεων και μειώνεται η αξία των αποθεμάτων κατά ΕΥΡΩ 10.000. Με την απάλειψη αυτή μηδενίζεται το μη πραγματοποιημένο διεταιρικό κέρδος που περιλαμβάνεται στα αποθέματα.

β) Από την ανωτέρω απάλειψη προκύπτει μια «αναστολή» στον αναλογούντα φόρο ($25\% \times 10.000 = 2.500$). Πρέπει να απεικονιστεί σε οικείους λογαριασμούς του ενεργητικού και να μειώσει ισόποσα την επιβάρυνση της χρήσεως από φόρο εισοδήματος. Το ποσό αυτό του φόρου πρέπει, λογικά, να βαρύνει τα αποτελέσματα της χρήσεως μέσα στην οποία πραγματοποιήθηκε το διεταιρικό κέρδος των ΕΥΡΩ 10.000 και έστω ότι αυτό συνέβη κατά την επόμενη χρήση 2008.

γ) Αν, λοιπόν, κατά το 2008 πραγματοποιήθηκε το διεταιρικό κέρδος των ΕΥΡΩ 10.000, θα έχουμε ισόποση μείωση του κόστους των πωλήσεων, αλλά και του υπολοίπου των ενοποιημένων κερδών εις νέο της προηγούμενης χρήσεως (γιατί σε αυτά περιλαμβάνεται το διεταιρικό κέρδος που δεν πραγματοποιήθηκε το 2007). Με τις προαναφερόμενες μεταβολές, θεωρείται ότι το διεταιρικό κέρδος που είναι στα

ΕΥΡΩ 750, δηλαδή κατά ποσό ΕΥΡΩ 250, το οποίο καταχωρίζει ως έξοδο στα αποτελέσματα. Αυτά τα ποσά θα είχαν καταχωριστεί αν κατά την ημερομηνία της ενοποίησης είχε καταχωριστεί η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση ΕΥΡΩ 250.

αποθέματα ενάρξεως, πραγματοποιήθηκε από τον όμιλο κατά τη χρήση 2008 και έτσι μειώθηκαν τα ενοποιημένα κέρδη εις νέο στην αρχή της χρήσεως 2008.

δ) Η επιβάρυνση της χρήσεως 2008 για φόρο εισοδήματος πρέπει να αυξηθεί, γιατί κατά τη χρήση αυτή πραγματοποιήθηκε το διεταιρικό κέρδος. Η επιβάρυνση αυτή από ΕΥΡΩ 2.500 σημαίνει αύξηση των ενοποιημένων κερδών εις νέο, κατά την αρχή της χρήσεως αυτής.

Με τις ανωτέρω (γ) και (δ) διορθώσεις επιτυγχάνεται μείωση των κερδών εις νέο (στο τέλος της χρήσεως 2007 και στην έναρξη της χρήσεως 2008) κατά ΕΥΡΩ 6.000, όσο δηλαδή είναι το ποσό του μη πραγματοποιημένου διεταιρικού κέρδους (καθαρό από φόρο) στα αποθέματα ενάρξεως.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Μιλτιάδης Κ. Λεοντάρης, «Μετατροπή-Συγχώνευση-Διάσπαση εταιρειών», Αθήνα 2000, Εκδόσεις Πάμισος.
- Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Μετατροπές εταιρειών & εκτίμηση αξίας επιχειρήσεων», Εκδόσεις Βρύκου, Αθήνα 2001.
- Εμμανουήλ Γ. Σακέλλης, Νικόλαος Γ. Πρωτοψάλτης, «Ενοποιημένες Οικονομικές καταστάσεις», Εκδόσεις Βρύκου, Αθήνα 1991.
- Γεώργιος Στ. Αληφαντής, «Ενοποιημένες Οικονομικές καταστάσεις», Αθήνα 1998, Εκδόσεις Πάμισος.
- Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων που προβλέπουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα με βάση το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο», Εκδόσεις Ε. Σακέλλη, Αθήνα 2005.
- Ερμηνεία των IFRS από τη Νομική Βιβλιοθήκη, 2007.
- Νικόλαος Πρωτοψάλτης, «Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων: Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2005.
- Δημήτριος Ι. Καραγιάννης, Ιωάννης Δ. Καραγιάννης, Αικατερίνη Δ. Καραγιάννη «Συστάσεις-Μετατροπές-Συγχωνεύσεις-Απορροφήσεις-Λύσεις και Εκκαθαρίσεις επιχειρήσεων στην πράξη», 4^η έκδοση, Θεσ/κη, 2007.
- Ευάγγελος Περάκης, «Το δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας: Μετασχηματισμοί εταιρειών», 2^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2001, Τόμος 8.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟ INTERNET

- www.europa.eu.int
- www.taxheaven.gr
- www2.logistis.gr
- Lawdb.intrasoftnet.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ - ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε μια προσπάθεια να προβλεφθούν και να ποσοτικοποιηθούν οι ωφέλειες που απορρέουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, διάφοροι μελετητές επιχείρησαν να δώσουν λύσεις στο ερώτημα αν και κατά πόσο οι συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιρειών, που τα τελευταία χρόνια ολοένα και αυξάνονται, βελτιώνουν την αποτελεσματικότητα τόσο των απορροφεισών εταιρειών όσο και του ομίλου εν γένει. Για την ανάλυση των επιδράσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών εφαρμόζονται δύο κατηγορίες εμπειρικών μεθόδων:

α) εκείνες που συγκρίνουν την απόδοση των επιχειρήσεων πριν και μετά τη συγχώνευση και

β) εκείνες που επιχειρούν να αξιολογήσουν την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς σε ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, εφόσον οι μετοχές των εταιρειών είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά.

Κατά τη διεθνή βιβλιογραφία, η μελέτη της απόδοσης των επιχειρήσεων πριν και μετά τη συγχώνευση μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους. Υπάρχει, για παράδειγμα, η «μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων». Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μεθοδολογία, εξετάζονται οι επιπτώσεις που μπορούν να επιφέρουν στις αποδόσεις των μετοχών διάφορες θετικές ή αρνητικές πληροφορίες και γεγονότα, τα οποία καλούνται «επιχειρηματικά συμβάντα». Η μεθοδολογία αυτή συγκρίνει τις αποδόσεις που πραγματοποιούν οι επενδυτές κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς με τις αναμενόμενες αποδόσεις στην περίπτωση που κανένα γεγονός (καμιά ανακοίνωση) δε θα λάμβανε χώρα.

Επιπλέον, ο Berger (1999) διακρίνει τη στατική και τη δυναμική ανάλυση. Από τη μια πλευρά, η δυναμική ανάλυση μελετά την απόδοση των εταιρειών πριν και μετά τη

συγχώνευση ή συγκρίνει τη συμπεριφορά τους με αυτή των εταιρειών που δεν έχουν συγχωνευθεί και προσπαθεί να καταλήξει σε συμπεράσματα σχετικά με το κατά πόσο τα αποτελέσματα της συγχώνευσης ή της εξαγοράς ήταν επιτυχή. Από την άλλη, η στατική ανάλυση συσχετίζει τα πιθανά αποτελέσματα των συγχωνεύσεων με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των εταιρειών, όπως το μέγεθός τους. Η ανάλυση αυτού του είδους δεν παρέχει άμεση πληροφόρηση για τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, αλλά βοηθάει στην πρόβλεψή τους μέσω στατιστικών μοντέλων. Κάποιες άλλες μελέτες εξετάζουν τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, χρησιμοποιώντας δείκτες που προκύπτουν από στοιχεία οικονομικών καταστάσεων.

5.1 Εμπειρικές μελέτες για την αποτελεσματικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Όπως προαναφέρθηκε, η βιβλιογραφία ως προς τον τρόπο που επιδρούν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στην αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών⁶¹ των υπό συγχώνευση ή εξαγορά εταιρειών χωρίζεται σε εκείνη που χρησιμοποιεί ανάλυση συναρτήσεων κόστους ή κερδών και σε εκείνη που χρησιμοποιεί ανάλυση δεικτών.

- **Επίδραση στα κέρδη.** Διάφορες μελέτες που κάλυψαν τη δεκαετία του '80 και το πρώτο μισό της δεκαετίας του '90 (Berger and Mester 1997, Berger and Humphrey 1998) διαπίστωσαν αξιόλογη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των κερδών, που συνδέεται με διαφοροποίηση και μείωση του κινδύνου (αντικατάσταση των επενδύσεων από χρεόγραφα σε δάνεια). Επίσης, κάποιες άλλες μελέτες συγκρίνουν δείκτες κερδοφορίας, όπως αποδοτικότητα ενεργητικού (ROA, return on assets) και αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE, return on equity) πριν και μετά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές με τους αντίστοιχους δείκτες για εταιρείες που δεν συγχωνεύτηκαν. Ορισμένες από αυτές τις μελέτες διαπίστωσαν βελτιωμένους δείκτες κερδοφορίας μετά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές (Cornett and Tehranian, 1992), ενώ κάποιες άλλες δεν βρήκαν αξιόλογες μεταβολές (Piloff 1996, Akhavan 1997).

⁶¹ Αποτελεσματικότητα κόστους υπάρχει όταν μια επιχείρηση ελαχιστοποιεί το κόστος της για δεδομένες τιμές των παραγωγικών της συντελεστών και για συγκεκριμένο επίπεδο προσφερόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών, ενώ Αποτελεσματικότητα κερδών υπάρχει όταν μια επιχείρηση μεγιστοποιεί το κέρδος της για δεδομένο συνδυασμό των παραγωγικών της συντελεστών και τιμών προσφερόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών.

- **Επίδραση στο κόστος.** Διάφορες μελέτες κατέληξαν ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές των εταιρειών έχουν περιορισμένη επίδραση στο κόστος. Στις ΗΠΑ δεν υπάρχει ομοφωνία για την ύπαρξη θετικών επιδράσεων στο κόστος. Μελέτες που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ τη δεκαετία του '80 και τα πρώτα χρόνια της δεκαετίας του '90, οδηγήθηκαν στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν επηρεάζουν το κόστος ή βελτιώνουν ελάχιστα την αποτελεσματικότητα των εταιρειών (Berger and Humphrey, 1992, Rhoades 1993). Ωστόσο, διαπιστώνεται αξιοσημείωτη βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους για μικρές εταιρείες (Berger, 1998), αλλά και για μεγάλες, υπό την προϋπόθεση ότι η απορροφώσα εταιρεία θα έχει δεσμευθεί για περικοπές κόστους ή για αποτελεσματικότερη διοίκηση και η εταιρεία που απορροφάται είναι σχετικά αποτελεσματική (Rhoades, 1998). Η τεχνολογία είναι αυτή που μπορεί να οδηγήσει σε ελαχιστοποίηση του ανά μονάδα κόστους, κατά τους Linder και Crane (1992).

Νεότερες μελέτες (Frei, Harker and Hunter 1995, Frei and Harker 1996, Calomiris and Karczeski 1998, Rhoades 1998) οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι επιδράσεις στο κόστος εξαρτώνται από τα κίνητρα που οδηγούν σε αυτή την απόφαση, τη μορφή των συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς επίσης και τον τρόπο με τον οποίο η διοίκηση συμπεριφέρεται τόσο πριν όσο και μετά από την ανακοίνωση για συγχώνευση ή εξαγορά.

- **Επίδραση στις οικονομίες κλίμακας.** Διάφορες πρόσφατες μελέτες διαπίστωσαν ότι υπάρχουν ανεκμετάλλευτες οικονομίες κλίμακας για μεγάλες εταιρείες τόσο στις ΗΠΑ (Allen and Rai, 1997 και Berger and Humphrey, 1997) όσο και στην Ευρώπη (Allen and Rai 1996, Molyneux 1996 και Vander Vennet 2001). Διαχρονικά παρατηρείται ότι οι δυνατότητες για εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας καθίστανται μεγαλύτερες. Αυτό οφείλεται στην τεχνολογική πρόοδο, στις αλλαγές στις νομοθετικές ρυθμίσεις και στα χαμηλότερα επίπεδα επιτοκίων (Berger, 1999).

5.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη δημιουργία μετοχικής αξίας των εμπλεκόμενων εταιρειών στις εξαγορές και συγχωνεύσεις

Διάφορες εμπειρικές μελέτες κατέληξαν ότι οι βασικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των μετόχων είναι οι ακόλουθοι:

- **Η διάθεση της προσφοράς.** Αν μια προσφορά για εξαγορά ή συγχώνευση είναι εχθρική συνήθως δημιουργούνται υψηλότερα κέρδη για τις μετοχές των εταιρειών στόχων (Holl&Kyriazis 1997). Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Higson&Elliott (1998) βρίσκοντας για τις μετοχές των εταιρειών στόχων σε επιθετικές εξαγορές έκτακτες αποδόσεις 42,7% γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης, ενώ για τις μετοχές των εταιρειών στόχων σε φιλικές εξαγορές 36,6%. Αντίθετα για τις μετοχές των εταιρειών που έκαναν την προσφορά τα αποτελέσματα είναι διφορούμενα. Ο Flanagan (1996) υποστηρίζει ότι στις μετοχές των εταιρειών που κάνουν την προσφορά δημιουργούνται υψηλότερες αποδόσεις σε φιλικές εξαγορές, ενώ οι Holl&Kyriazis (1997) υποστηρίζουν το αντίθετο. Συνήθως οι δημόσιες προσφορές είναι εχθρικές, ενώ οι συγχωνεύσεις φιλικές. Επομένως, δημιουργούνται υψηλότερα κέρδη σε δημόσιες προσφορές παρά σε συγχωνεύσεις.
- **Η ύπαρξη ποσοστών ιδιοκτησίας στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας στόχου από μετόχους της εταιρείας που κάνει την προσφορά (Bidder's Toehold).** Αρχικά αυτό που παραδέχονται όλοι οι μελετητές είναι ότι όσο πιο υψηλό είναι το ποσοστό ιδιοκτησίας τόσο πιο μεγάλη είναι η πιθανότητα επιτυχίας της προσφοράς (Holl&Kyriazis 996). Και αυτό γιατί το κόστος της εξαγοράς είναι μικρότερο και ταυτόχρονα χρειάζονται λιγότερες μετοχές για να εξασφαλιστεί η εξαγορά, ενώ οι μέτοχοι της εταιρείας που κάνει την προσφορά πληρώνουν και χαμηλότερο premium όταν ήδη κατέχουν ένα ποσοστό από την εταιρεία στόχο. Επίσης σύμφωνα με τους Franks&Harris (1989) όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό ιδιοκτησίας, κυρίως αν είναι μεγαλύτερο του 30%, τόσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη για τους μετόχους της εταιρείας που έκανε την προσφορά και μικρότερα για τους μετόχους της εταιρείας στόχου. Σε παρόμοιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Sudarsanam, Holl&Salami (1996).
- **Ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος της εξαγοράς ή της συγχώνευσης (μετρητά, μετοχές ή άλλα χρεόγραφα).** Οι περισσότεροι ερευνητές, όπως ο Travlos (1987), κατέληξαν στο ότι όταν η προσφορά γίνεται με μετρητά οι μέτοχοι των εταιρειών που έκαναν την προσφορά εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις από τους μετόχους εταιρειών που κάνουν την προσφορά με ανταλλαγή μετοχών. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Sudarsanam, Holl&Salami (1996).
- **Ο βαθμός συσχέτισης των εταιρειών που συγχωνεύονται.** Το μεγαλύτερο μέρος των ερευνητών έχει καταλήξει ότι όταν η συγχώνευση είναι οριζόντια, δημιουργούνται υψηλότερα κέρδη από όταν είναι ασυσχέτιστη. Ο Flanagan (1996) μελετώντας δυο διαφορετικά δείγματα συγχωνεύσεων ανάλογα αν είναι οριζόντιες ή

ασυσχέτιστες κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των εταιρειών που έκαναν την προσφορά εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις όταν πρόκειται για εταιρείες που εμπλέκονται σε οριζόντιες συγχωνεύσεις, ενώ οι μετοχές των εταιρειών στόχων δεν εμφανίζουν σημαντικές διαφορές στην απόδοση. Επίσης ο Flanagan (1996) επισημαίνει το κυριότερο πρόβλημα είναι ότι είναι δύσκολο να διαχωρίζει κανείς μία συγχώνευση σε οριζόντια ή ασυσχέτιστη, γιατί η κάθε εταιρεία λειτουργεί σε πολλούς παραγωγικούς κλάδους. Γενικά πάντως και οι δύο μορφές συγχωνεύσεων δημιουργούν αξία για τους μετόχους λόγω διαφορετικού είδους συνεργιών. Συνήθως οι οριζόντιες συγχωνεύσεις εκμεταλλεύονται τις λειτουργικές συνέργιες, ενώ οι ασυσχέτιστες τις διοικητικές και χρηματοοικονομικές.

- **Η ύπαρξη ποσοστού μεγάλων μετόχων ή θεσμικών επενδυτών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας στόχου μειώνει την απόδοση της μετοχής της εταιρείας στόχου.** Και αυτό γιατί υπάρχει μεγαλύτερος έλεγχος των δραστηριοτήτων της διοίκησης της εταιρείας στόχου κατά την περίοδο προ της εξαγοράς και μειώνονται και τα λεγόμενα διοικητικά προβλήματα (agency problems) (Agrawal&Knoeber (1996)). Σύμφωνα μάλιστα με τους Holl&Kyriazis (1997), μία αύξηση της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας στόχου κατά 10% από θεσμικούς επενδυτές οδηγεί σε μία μείωση του premium εξαγοράς κατά περίπου 2,3%.
- **Η ύπαρξη πολλών ανταγωνιστριών εταιρειών που κάνουν προσφορά για εξαγορά (contested bids) σε μία συγκεκριμένη εταιρεία στόχο** συνήθως αυξάνει τα κέρδη των μετοχών της εταιρείας στόχου και μειώνει τα κέρδη των μετοχών της εταιρείας που κάνει την προσφορά. Και αυτό γιατί ο μεγάλος ανταγωνισμός δημιουργεί την ανάγκη για πληρωμή μεγαλύτερων premiums από την εταιρεία που κάνει προσφορά (Bercovitch&Narayanan (1993), Holl&Kyriazis (1997)).
- **Όσο πιο μεγάλο είναι το μέγεθος της εταιρείας που κάνει την προσφορά τόσο πιο σημαντικά είναι τα κέρδη για αυτήν** (Holl&Kyriazis 997).
- Πολλές μελέτες έχουν εξετάσει τα κέρδη που δημιουργούνται από μία προσφορά για εξαγορά σε διαφορετικές χρονικές περιόδους. Έτσι σε περιόδους που υπήρχε **άνθηση της οικονομίας** τα κέρδη ήταν μεγαλύτερα από ότι σε περιόδους ύφεσης.

- **Η ανακοίνωση της πρόθεσης για συγχωνεύσεις και εξαγορές** παρουσιάζει σημαντικό ενδιαφέρον για τους μετόχους των εταιρειών, αφού μπορούν να ελέγξουν την ορθότητα δύο υποθέσεων:

A) «Της υπόθεσης της πληροφορίας», σύμφωνα με την οποία η διοίκηση της εταιρείας που ανακοινώνει την πρόθεσή της να προχωρήσει σε εξαγορά άλλης εταιρείας είναι πιθανόν να γνωρίζει ότι η λογιστική ή χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας αυτής είναι υποτιμημένη.

B) «Της υπόθεσης της αναποτελεσματικής διαχείρισης», σύμφωνα με την οποία η διοίκηση της εταιρείας-στόχου είναι πιθανό μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, να αναγκαστεί να βελτιώσει τη λειτουργία της εταιρείας, ώστε αυτή να καταστεί αποτελεσματικότερη και ενδεχομένως να αποφύγει την εξαγορά.

Ωστόσο, η πρόθεση για συγχώνευση ή εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε σε μεγιστοποίηση της αξίας της νέας εταιρείας που θα προκύψει. Αν η συνάρτηση χρησιμότητας της διοίκησης της εξαγοράζουσας εταιρείας είναι αύξουσα ως προς το μέγεθος της εταιρείας, είναι πιθανόν η εν λόγω διοίκηση να προχωρήσει σε συγχώνευση ή εξαγορά, προκειμένου να μεγιστοποιήσει μόνο το προσωπικό της όφελος, χωρίς να λαμβάνει υπόψη το ύψος του τιμήματος, το οποίο ενδέχεται να είναι σημαντικά μεγαλύτερο από την αξία της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Ανάλογη είναι και η περίπτωση κατά την οποία η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας υπερεκτιμά την ικανότητά της να ανακαλύπτει εταιρείες-στόχους, την αξία των οποίων θεωρεί υποτιμημένη, καταβάλλοντας επομένως σχετικά υψηλό τίμημα.

Οι μελέτες που ασχολούνται με την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στην ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς (event studies) θεωρούν ότι η αντίδραση αυτή αποτελεί σημαντική ένδειξη για την εκτίμηση της επίδρασης της συγχώνευσης ή εξαγοράς στη συνολική αποτελεσματικότητα των εταιρειών. Ουσιαστικά, γίνεται προσπάθεια να αναλυθεί η ύπαρξη πιθανών υπερκανονικών αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών λόγω της ανακοίνωσης της πρόθεσης για συγχώνευση ή εξαγορά. Η υπόθεση η οποία ελέγχεται είναι ότι οι αποδόσεις αυτές, όπως διαμορφώνονται γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, μπορούν να ερμηνεύσουν τη δημιουργία υψηλότερης χρηματιστηριακής αξίας των εταιρειών που θα προκύψουν από τις συγχωνεύσεις ή εξαγορές σε σύγκριση με τη συνολική χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών που συμμετείχαν σε αυτές.

5.3 Μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event-studies analysis)

Η μεθοδολογία «ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων», η οποία αποτελεί την πλέον χρησιμοποιούμενη μέθοδο στην ανάλυση των συγχωνεύσεων-εξαγορών, παρατηρεί τις υπερκανονικές αποδόσεις που πιθανόν να παρουσιάσουν οι τιμές των μετοχών λόγω της επίδρασης συγκεκριμένων γεγονότων ή ειδήσεων, όπως οι ανακοινώσεις για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Συγκεκριμένα, η μεθοδολογία «ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων» συγκρίνει τις αποδόσεις που πραγματοποιούν οι επενδυτές (μέτοχοι ή κάτοχοι ομολογιών) κατά την ανακοίνωση του συμβάντος (συγχώνευσης) με τις αναμενόμενες αποδόσεις στην περίπτωση που κανένα συμβάν δεν θα λάμβανε χώρα. Η διαφορά ανάμεσα στις πραγματοποιηθείσες και στις αναμενόμενες αποδόσεις αποτελεί την «έκτακτη» απόδοση (abnormal return) και δείχνει την οικονομική αξία που δημιουργείται από τη συγχώνευση. Οι έκτακτες αποδόσεις συνήθως μετρώνται για κάποια περίοδο γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης κάθε συγχώνευσης (ημέρα συμβάντος $t=0$) και κατόπιν υπολογίζεται ο μέσος όρος τους για ολόκληρο το δείγμα των συγχωνεύσεων. Συνήθως η περίοδος αυτή καλύπτει δεκαπέντε ημέρες μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Οι περισσότερες μελέτες αντλούν τα συμπεράσματά τους από την ανάλυση των έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο από -1 σε 0 ημέρες σχετικά με την ημέρα συμβάντος $t=0$.

Η μεθοδολογία «ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων» εφαρμόζεται ως εξής:

- Το υπόδειγμα αγοράς υπολογίζεται σε κάποια περίοδο πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Συνήθως η περίοδος υπολογισμού καλύπτει το διάστημα -136 μέχρι -16 ημέρες σχετικά με την ημέρα συμβάντος $t=0$. Το υπόδειγμα αγοράς έχει ως ακολούθως:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (5.1)$$

όπου R_{it} είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση στη μετοχή i κατά την ημέρα t ,

R_{mt} είναι η απόδοση του δείκτη αγοράς (χρηματιστηριακός δείκτης) κατά την ημέρα t ,

α_i και β_i είναι αντίστοιχα η σταθερά και ο συντελεστής της παλινδρόμησης στο υπόδειγμα, και

ε_{it} είναι το στατιστικό σφάλμα.

- Η αναμενόμενη απόδοση R_{it}^{\wedge} υπολογίζεται για κάθε ημέρα συμβάντος στην περίοδο -15 μέχρι +15 ημέρες γύρω από την ημέρα συμβάντος $t=0$, ως εξής:

$$R_{it}^{\wedge} = \alpha_i^{\wedge} + \beta_i^{\wedge} R_{mt} \quad (5.2)$$

όπου α_i^{\wedge} και β_i^{\wedge} είναι οι εκτιμήσεις από την παλινδρόμηση των συντελεστών α_i και β_i αντιστοίχως.

- Η έκτακτη απόδοση AR_{it} , η οποία αντιπροσωπεύει αποδόσεις που έχουν λάβει υπόψη τους το συστηματικό κίνδυνο της κεφαλαιαγοράς, υπολογίζεται ως εξής:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it}^{\wedge} \quad (5.3)$$

- Οι έκτακτες αποδόσεις κάθε μιας μετοχής χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης για κάθε μέρα συμβάντος t . Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι επειδή οι ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων των διαφορετικών επιχειρήσεων εμπίπτουν σε διαφορετικές ημερολογιακές ημερομηνίες, η μέση έκτακτη απόδοση AR_{it} αντιπροσωπεύει το μέσο όρο των εκτάκτων αποδόσεων, που οι διαφορετικές μετοχές πραγματοποιούν σε διαφορετικές ημερολογιακές ημερομηνίες. Η μέση έκτακτη απόδοση AR_{it} υπολογίζεται ως εξής:

$$AR_{it} = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} \quad (5.4)$$

όπου N είναι ο αριθμός των επιχειρήσεων (μετόχων) του δείγματος.

Η εκτίμηση της μέσης απόδοσης που βασίζεται σε παρατηρήσεις από N επιχειρήσεις τείνει να εκμηδενίζει το στατιστικό «θόρυβο» των μεμονωμένων αποδόσεων και επομένως μετράει την οικονομική επίδραση του συμβάντος.

- Τέλος, οι μέσες ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις αθροίζονται για κάποιο διάστημα και δημιουργούν την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση CAR:

$$CAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (5.5)$$

Συνήθως τα CAR υπολογίζονται για την περίοδο από -1 μέχρι 0, δηλαδή:

$$CAR_{-1,0} = AR_{-1} + AR_0$$

Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις και τα αντίστοιχα στατιστικά τους τεστ αντιπροσωπεύουν το μέσο όρο της οικονομικής επίδρασης του συμβάντος (συγχώνευσης) όλων των επιχειρήσεων του δείγματος.

5.4 Γενικά εμπειρικά συμπεράσματα

Από επισκόπηση σχετικών εμπειρικών μελετών, οι οποίες εξετάζουν την επίδραση της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών, παρατηρήθηκε ότι αφορούν κυρίως σε συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ, ενώ σχετικά λιγότερες αφορούν στην Ευρώπη. Κατωτέρω παρουσιάζονται συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα σχετικών μελετών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΠΟΥ ΔΙΕΡΕΥΝΟΥΝ ΤΙΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ) ¹			
ΜΕΛΕΤΗ	ΤΡΟΠΟΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	ΕΚΤΑΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Dodd (1980)	Συγχωνεύσεις	(-1, 0)	-1,09%*
Asquith (1983)	>>	(-1, 0)	0,20%
Eckbo (1983)	>>	(-1, +1)	0,07%
Jensen και Ruback (1983)	>>	(0 μήνα)	0,00%*
Franks και Harris (1989)	>>	(0 μήνα) (Αγγλία)	-3,60%*
		(0 μήνα) (Η.Π.Α.)	0,10%*
Dodd και Ruback (1977)	Εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	2,83%*
Kummer και Hoffmeister (1978)	>>	(0 μήνα)	5,22%*
Bradley (1980)	>>	(-20, +20)	4,36%*
Jensen και Ruback (1983)	>>	(0 μήνα)	4%*
Eckbo και Langhor (1989)	>>	(0 μήνα)	-3,21%*
Franks και Harris (1989)	>>	(0 μήνα) (Αγγλία)	1,20%*
		(0 μήνα) (Η.Π.Α.)	1%*
Firth (1980)	Συγχωνεύσεις και εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	-6,3%*
Travlos (1984)	>>	(-1, 0)	-0,52%*
Franks και Harris (1989)	>>	(0 μήνα)	1%*
Franks, Harris και Titman (1989)	>>	(-5, +5)	1,02%*

¹ Πηγή: Τρουλός (1991)

* Στατιστικά σημαντικά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΠΟΥ ΔΙΕΡΕΥΝΟΥΝ ΤΙΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ΣΤΟΧΟΙ) ¹			
ΜΕΛΕΤΗ	ΤΡΟΠΟΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	ΕΚΤΑΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Dodd (1980)	Συγχωνεύσεις	(-1, 0)	13,41%*
Asquith (1983)	>>	(-1, 0)	6,20%*
Eckbo (1983)	>>	(-1, +1)	6,24%*
Jensen και Ruback (1983)	>>	(0 μήνα)	20,00%*
Franks και Harris (1989)	>>	(0 μήνα) (Αγγλία)	14,80%*
		(0 μήνα) (Η.Π.Α.)	14,70%*
Dodd και Ruback (1977)	Εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	20,58%*
Kummer και Hoffmeister (1978)	>>	(0 μήνα)	16,85%*
Bradley (1980)	>>	(-20, +20)	32,18%*
Jensen και Ruback (1983)	>>	(0 μήνα)	30,00%*
Eckbo και Langhor (1989)	>>	(0 μήνα)	13,54%*
Franks και Harris (1989)	>>	(0 μήνα) (Αγγλία)	24,00%*
		(0 μήνα) (Η.Π.Α.)	23,30%*
Firth (1980)	Συγχωνεύσεις και εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	28,10%*
Travlos (1984)	>>	(-1, 0)	15,07%*
Franks και Harris (1989)	>>	(0 μήνα)	23,30%*
Franks, Harris και Titman (1989)	>>	(-5, +5)	28,04%*

¹ Πηγή: Τραυλός (1991)

* Στατιστικά σημαντικά.

Γενικά, παρά τα οφέλη που αναμένονται θεωρητικά, φαίνεται ότι οι συνολικές αποδόσεις των εταιρειών στις ΗΠΑ δεν επηρεάζονται από την ανακοίνωση συγχωνεύσεως ή εξαγοράς, αφού οι εξαγοράζουσες εταιρείες παρουσιάζουν κατά μέσο όρο απώλειες, οι οποίες αντισταθμίζουν τα κέρδη των εξαγοραζόμενων εταιρειών. Αντίθετα, στην περίπτωση της ΕΕ, υπερκανονικές αποδόσεις παρατηρούνται κυρίως για τις εξαγοραζόμενες και σε μικρότερο βαθμό για τις εξαγοράζουσες εταιρείες.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας συνοψίζονται ως εξής:

- **Εξαγοραζόμενες εταιρείες.** Οι περισσότεροι ερευνητές διαπιστώνουν ότι η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις που αφορούσαν συγχωνεύσεις ή εξαγορές στις ΗΠΑ υπήρξε θετική για τις αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιρειών για το χρονικό διάστημα των 15 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης (Hannan and Wolken 1989 και Cornett and De 1991). Σε άλλες περιπτώσεις συγχωνεύσεων ή εξαγορών παρατηρούνται θετικές υπερκανονικές αποδόσεις μόνο για την περίοδο των τεσσάρων ημερών που προηγήθηκε της ανακοίνωσης (Houston and Ryngaert 1994). Επιπλέον, στην περίπτωση όπου εντοπίζονται υπερκανονικές αποδόσεις στις μετοχές τόσο των εξαγοραζουσών όσο και των εξαγοραζόμενων εταιρειών, οι δεύτερες φαίνεται ότι αποκτούν μεγαλύτερα οφέλη σε σύγκριση με τις πρώτες (Zhang 1995, Becher 2000).
- **Εξαγοράζουσες εταιρείες.** Τα αποτελέσματα πολλών μελετών που αναφέρονται στην αντίδραση των τιμών των μετοχών των εξαγοραζουσών εταιρειών σε ανακοινώσεις συγχωνεύσεων ή εξαγορών στις ΗΠΑ εμφανίζουν θετικές, αλλά

χαμηλές υπερκανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο πριν από την ανακοίνωση για χρονικό διάστημα ίσο ή μικρότερο των 10 ημερών (Pettway and Trifts 1985, James and Wier 1987, Bertin 1989), ενώ σε άλλη μελέτη οι υπερκανονικές αποδόσεις εμφανίζονται αρνητικές για διάστημα τεσσάρων ημερών πριν από την ανακοίνωση (Houston and Ryngaert 1994). Αντιφατικά είναι τα αποτελέσματα και στις περιπτώσεις που οι υπερκανονικές αποδόσεις καλύπτουν τόσο την περίοδο που προηγείται όσο και την περίοδο που έπεται της ημερομηνίας ανακοίνωσης. Συγκεκριμένα, σε ορισμένες μελέτες παρατηρείται θετική υπερκανονική απόδοση τόσο για την ημέρα της ανακοίνωσης όσο και για την προηγούμενη ή επόμενη της (Desai and Stover 1985, Cornett and De 1991), ενώ σε άλλες μελέτες παρατηρούνται αρνητικές υπερκανονικές αποδόσεις για το χρονικό διάστημα από μία ημέρα πριν έως και μία ημέρα μετά την ανακοίνωση (Kaen and Tehranian 1989), αλλά και για το διάστημα των πέντε ημερών πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης (Baradwaj 1990, 1992). Τέλος, σε άλλη περίπτωση παρατηρήθηκε διαφορά στο πρόσημο των υπερκανονικών αποδόσεων ανάλογα με την περίοδο κατά την οποία διεξήχθη η ανάλυση (Dubofsky and Frazer 1989).

Τέλος, σε αντίθεση με όσα διαπιστώνονται για τις ΗΠΑ, οι ανακοινώσεις συγχωνεύσεων ή εξαγορών στην Ε.Ε. προκάλεσαν την αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας τόσο των εξαγοραζόμενων όσο και των εξαγοραζουσών εταιρειών, αφού παρατηρήθηκαν θετικές υπερκανονικές αποδόσεις οι οποίες καλύπτουν την περίοδο των 20 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης (Cybo-Ottone and Murgia 2000).

Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα, στις ΗΠΑ οι επενδυτές εκτίμησαν ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές ωφέλησαν περισσότερο τα συμφέροντα της διοίκησης των εξαγοραζουσών εταιρειών σε σχέση με αυτά των μετόχων, ενώ αντίθετα στην Ε.Ε. εκτιμήθηκε ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές ήταν επωφελείς για τους μετόχους λόγω των πιθανών ωφελειών από οικονομίες κλίμακας και εύρους. Οι εξαγοραζόμενες εταιρείες παρουσίασαν σε όλες σχεδόν τις περιπτώσεις θετικές υπερκανονικές αποδόσεις. Αυτό συνέβη επειδή οι επενδυτές εκτίμησαν ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές θα είναι επωφελείς τόσο λόγω της αποτελεσματικότερης λειτουργίας των νέων εταιρειών που θα προκύψουν όσο και επειδή θεωρήθηκε ότι οι νέες διοικήσεις θα λειτουργήσουν πιο αποδοτικά σε σύγκριση με αυτές που διοικούσαν τις εταιρείες-στόχους. Επιπλέον, παρατηρήθηκε ότι οι τιμές των μετοχών των εξαγοραζουσών και των εξαγοραζόμενων εταιρειών αντιδρούν αρκετά νωρίτερα από την ημερομηνία ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων ή εξαγορών, γεγονός που αποτελεί ένδειξη για

διάχυση φημολογίας ή «εσωτερικής πληροφόρησης» στη χρηματιστηριακή αγορά σχετικά με τις συγχωνεύσεις ή εξαγορές πριν την επίσημη ανακοίνωση.

Τέλος, φαίνεται ότι οι επενδυτές δεν προεξόφλησαν πλήρως κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης τη μελλοντική επίδραση των συγχωνεύσεων ή εξαγορών, καθώς παρατηρούνται υπερκανονικές αποδόσεις για μια περίοδο που ακολουθεί την ημερομηνία αυτή, τόσο για τις εξαγοράζουσες όσο και για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες, παρέχοντας ένδειξη για μη αποτελεσματική αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς.

5.5 Συνέπειες των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Στη σύγχρονη επιχειρηματική δραστηριότητα, όπου ο φρενήρης ανταγωνισμός, η ενίσχυση της διεθνοποίησης, η συμπίεση της κερδοφορίας των εταιρειών, η διαρκής αναζήτηση τεχνοτροπιών και τεχνολογιών μείωσης του κόστους αποτελούν τα χαρακτηριστικά στοιχεία της νέας πραγματικότητας, η δημιουργία μεγάλων και ισχυρών ομίλων που θα μπορέσουν να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας και φάσματος είναι το λογικό επακόλουθο της πρόκλησης. Όμως, από αυτή την αναπόδραστη ανάγκη για επιβίωση και για μεγέθυνση, που πολλές φορές την επιτάσσει και η ίδια η κοινωνία μιας χώρας, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επιφέρουν πολλά δεινά και όχι πάντα σίγουρα θετικά αποτελέσματα.

Παρακάτω παρατίθεται συγκεντρωτικός πίνακας με τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα, όπως πηγάζουν από τη διεθνή βιβλιογραφία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10: Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα συγχωνεύσεων και εξαγορών	
Πλεονεκτήματα	Μειονεκτήματα
<ul style="list-style-type: none">• Απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης που αυξάνει τα κέρδη των εταιρειών.	<ul style="list-style-type: none">• Το διοικητικό και το διαχειριστικό κόστος που συνεπάγονται οι συγχωνεύσεις είναι υψηλό. Θα μπορούσε, όμως, να υποστηριχθεί ότι πρόκειται για εφάπαξ δαπάνη που συμψηφίζεται με τις περικοπές κόστους λόγω συνεργιών.
<ul style="list-style-type: none">• Αντιμετώπιση του οξυμμένου ανταγωνισμού με την προϋπόθεση ότι ο όμιλος θα προσφέρει νέα και διαφοροποιημένα προϊόντα	<ul style="list-style-type: none">• Το κοινωνικό κόστος είναι υψηλό αφού στο 80% των συγχωνεύσεων ή εξαγορών υπήρξε μείωση της απασχόλησης που

<p>υψηλής ποιότητας και σε ελκυστικές τιμές, δηλαδή με μικρότερη προμήθεια και χαμηλότερα επιτόκια. Αυτά προϋποθέτουν τη μείωση του κόστους λειτουργίας και ιδιαίτερα των δαπανών μισθοδοσίας του προσωπικού.</p>	<p>πραγματοποιήθηκε και με απολύσεις προσωπικού.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετόχων (shareholder value). Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές προσδίδουν μια δυναμική στο νέο όμιλο που αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής του. Αυτή είναι ακόμα μεγαλύτερη αν ακολουθήσει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Οι προσδοκίες αυτές δρουν βραχυπρόθεσμα. Σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδο της μετοχής θα παρατηρηθεί αν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του στα επόμενα χρόνια. 	<ul style="list-style-type: none"> • Αποξενώνεται μια χώρα από την επιχείρηση στο βαθμό που κεφάλαια εξαγορασμένων εταιρειών, οι οποίες αποτελούν μέρος ενός ομίλου, βγαίνουν από το εσωτερικό της με τη μορφή μερισμάτων ή royalties⁶², με αποτέλεσμα να μην πραγματοποιούνται επενδύσεις.
<ul style="list-style-type: none"> • Η ανάγκη δημιουργίας εταιρειών μεγάλου μεγέθους μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων επιβάλλεται και από την τεχνολογική πρόοδο, η οποία αυξάνει τις οικονομίες κλίμακας. Η εισαγωγή νέας τεχνολογίας είναι στις περισσότερες περιπτώσεις δαπανηρή και συμφέρουσα μόνο σε μεγάλους ομίλους. 	<ul style="list-style-type: none"> • Προκύπτουν μεγάλες δυσκολίες προσαρμογής, όπως είναι η ενοποίηση της διαφορετικής φιλοσοφίας δράσης των εταιρειών, των διαφορετικών μισθολογίων, επιδομάτων και παροχών και του διαφορετικού τρόπου ανέλιξης.
<ul style="list-style-type: none"> • Εξοικονόμηση κόστους που μπορεί να ανέλθει σε 15% και σε μερικές περιπτώσεις που οι αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται είναι παρεμφερείς μέχρι και 25%. 	<ul style="list-style-type: none"> • Εάν η εγχώρια αγορά είναι απόλυτα ολοκληρωμένη και ανταγωνιστική, τότε υπάρχουν μικρά περιθώρια για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου στην αγορά και υπό την προϋπόθεση προσφοράς διαφοροποιημένων προϊόντων υψηλής ποιότητας και τεχνολογίας.
	<ul style="list-style-type: none"> • Οι περικοπές κόστους που επιτυγχάνονται με τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος και τις συνέργιες είναι εφάπαξ περικοπές.

⁶² Για τη φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων και των royalties βλέπε κεφάλαιο 6.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ

- Sudi Sudarsanam, "Creating Value from Mergers and Acquisitions: The challenges, an integrated and international perspective", Prentice Hall Inc.
- A. Agrawal & Charles Knoeber, "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", Journal of financial and quantitative analysis, Vol. 31, no.3 1996, pp.377-397.
- E. Bercovitch & M. P. Narayanan, "Motives for takeovers: An empirical investigation", Journal of financial and quantitative analysis, Vol. 28, no.3 1993, pp.347-362.
- M. Brandley, A Desai & E. Kim "The rationale behind interfirm tender offers. Information or Synergy?", Journal of financial economics, 1983, Vol.11.
- M. Brandley, A Desai & E. Kim "Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", Journal of financial economics, 1988, Vol.21, pp.3-31.
- P. Holl & D. Kyriazis, "Wealth creation and bid resistance in UK takeover bids.", Strategic management journal, 1997, Vol.18, pp.483-498.
- P. Holl & D. Kyriazis, "The determinants of outcome in UK takeover bids", Journal of the economics of business, 1996, Vol.3, pp.165-183.
- D. Flanagan, "Announcements of purely related and purely unrelated mergers and shareholders returns: Reconciling the relatedness paradox", Journal of Management, 1998, Vol.5, pp.27-46.
- Manne, "Mergers and the market for corporate control", Journal of political Economy, 1965, Vol.3, pp.110-120.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟ INTERNET

- www.europa.eu.int
- www.taxheaven.gr

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ – ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Κατά τη δημιουργία Ομίλου μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων ποικιλία προβλημάτων μπορούν να προκύψουν τόσο σε θέματα διαχείρισης (ποσοστά συμμετοχών, μειοψηφικές καταστάσεις, αλλαγή διοίκησης κλπ) όσο και σε θέματα φορολογίας. Και ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις η φορολογία αποτελεί το κίνητρο μιας συγχώνευσης, οι δαιδαλώδεις φορολογικές διατάξεις που επικρατούν σε πολλές χώρες, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας, γεννούν πλήθος σοβαρότατων προβλημάτων, αν όχι τροχοπέδη.

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν τα σημαντικότερα και πιο συχνά προβλήματα που δημιουργούνται στο δρόμο προς τη συγχώνευση από πλευράς φορολογίας στην Ελλάδα.

6.1 Διεθνείς Φορολογικές Διατάξεις

Σύντομη ιστορική αναδρομή

Στο Παρίσι στις 14 Δεκεμβρίου 1960 ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (Ο.Ο.Σ.Α.) προχώρησε στην κατάρτιση ενός μοντέλου, το οποίο καθόρισε σημαντικά τις αρχές που πρέπει να διέπουν τις φορολογικές σχέσεις των Κρατών – Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Συγκεκριμένα σκοπός του μοντέλου ήταν:

- Να επιτευχθεί η μέγιστη δυνατή οικονομική ανάπτυξη και να μειωθεί η ανεργία, που είχε δημιουργηθεί μεταπολεμικά,
- Να επιτευχθεί οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη των Μελών,
- Να αναπτυχθεί το διεθνές εμπόριο σε παγκόσμιο επίπεδο.

Τα αρχικά Μέλη ήταν η Αυστρία, το Βέλγιο, ο Καναδάς, η Δανία, η Γαλλία, η Ελλάδα, η Γερμανία, η Αγγλία, οι ΗΠΑ, η Ισλανδία, η Ιρλανδία, το Λουξεμβούργο, η Ολλανδία, η Νορβηγία, η Πορτογαλία, η Ισπανία, η Σουηδία, η Ελβετία και η Τουρκία. Στην πορεία συμπεριλήφθηκαν επιπλέον κράτη και άρχισαν να τηρούν τους όρους που είχε θέσει ο εν λόγω οργανισμός προς διευκόλυνση των διμερών σχέσεων.

Ωστόσο σημειώνουμε ότι ενώ το Μοντέλο του Ο.Ο.Σ.Α. έχει υπογραφεί μεταξύ συγκεκριμένων χωρών, παρόλα αυτά αποτελεί σήμερα βάση διαπραγματεύσεων και επίλυσης πολλών διαφορών, που προκύπτουν και μεταξύ χωρών οι οποίες δεν ανήκουν στα εμπομαζόμενα Κράτη – Μέλη, τα οποία και έχουν συνυπογράψει το σχετικό Μοντέλο. Αξίζει επίσης να επισημάνουμε ότι ακόμα και τα διεθνή φορολογικά δικαστήρια προστρέχουν στις διατάξεις του Μοντέλου του Ο.Ο.Σ.Α. για να χρησιμοποιήσουν ερμηνευτικά σχόλια, όταν ανακύπτει σχετική διαμάχη μεταξύ κατοίκων δύο ή περισσότερων χωρών, ανεξαρτήτως αν αυτοί κατοικούν σε Κράτη – Μέλη ή όχι. Το γεγονός αυτό δίνει παγκόσμιο κύρος στο Μοντέλο του Ο.Ο.Σ.Α.

Τα συχνότερα παρουσιαζόμενα διεθνή φορολογικά προβλήματα στα πλαίσια ενός Ομίλου

Σύμφωνα με τις διεθνείς φορολογικές διατάξεις, όπως αυτές αναλύονται στο Μοντέλο του Ο.Ο.Σ.Α. (Model Tax Convention on Income and Capital) και οι οποίες κασιχύουν των εγχώριων, τίθενται κανόνες δικαίου προκειμένου να αποφευχθεί η διπλή φορολόγηση σε δύο ή περισσότερα κράτη ενός εισοδήματος που αποκτάται στα χέρια ενός προσώπου (φυσικού ή νομικού) σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Βάσει των ανωτέρω, τα Κράτη – Μέλη έχουν υπογράψει μεταξύ τους συμβάσεις, προκειμένου να αποφευχθεί η διπλή φορολόγηση εισοδήματος και κεφαλαίου. Το Μοντέλο του Ο.Ο.Σ.Α. παρέχει ερμηνευτικά σχόλια για να διευκολύνει την εφαρμογή των συμβάσεων αυτών.

Η εμπειρία δείχνει ότι τόσο πριν όσο και μετά από οποιαδήποτε εξαγορά ή συγχώνευση τα πιο συχνά εμφανιζόμενα φορολογικά προβλήματα στα πλαίσια του Ομίλου σχετίζονται με τα κάτωθι:

- Μόνιμη Εγκατάσταση (Permanent Establishment),
- Μερίσματα (Dividends),

- Τόκοι (Interests),
- Δικαιώματα (Royalties),
- Εισόδημα από εμπορική δραστηριότητα (Business Profits),
- Εισόδημα από παροχή μισθωτής εργασίας (Income from employment).

Ωστόσο σημειώνουμε ότι τα ανωτέρω σαφώς και δεν είναι εξαντλητικά του καταλόγου των εμφανιζομένων προβλημάτων, αλλά μόνο ενδεικτικά.

Παρακάτω αναφερόμαστε στη σημασία των όρων αυτών και στη σπουδαιότητά τους. Η αντιμετώπισή τους θα γίνει από την πλευρά της Ελλάδας, δηλαδή όταν μια αλλοδαπή επιχείρηση προτίθεται και τελικά προβαίνει στην εξαγορά/συγχώνευση μιας ελληνικής εταιρείας. Τέλος παρουσιάζουμε ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα επιτυχημένης εξαγοράς μεγάλης εταιρείας στο χώρο των τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα από αλλοδαπό οίκο με αναφορά στα συγκεκριμένα φορολογικά θέματα που απασχόλησαν την εξαγοράστρια εταιρεία κατά το στάδιο της εξαγοράς.

6.1.1 Μόνιμη Εγκατάσταση (Permanent Establishment)

Η σημασία της μόνιμη εγκατάστασης είναι ιδιαίτερα μεγάλη για σκοπούς φορολογίας. Σημειώνουμε ότι στην περίπτωση που μια εταιρεία αποκτήσει μόνιμη εγκατάσταση σε ένα κράτος, τότε θεωρείται πρόσωπο υπαγόμενο στις διατάξεις της φορολογικής νομοθεσίας του κράτους αυτού. Επομένως οποιοδήποτε εισόδημα αποκτηθεί στα πλαίσια της συγκεκριμένης και μόνο δραστηριότητας για το χρονικό διάστημα που η εν λόγω εταιρεία δραστηριοποιείται στο συγκεκριμένο κράτος θα φορολογηθεί βάσει των διατάξεων της εσωτερικής φορολογικής νομοθεσίας.

Τονίζεται ότι αυτή η πραγματικότητα αποτελεί συχνά τροχοπέδη επενδύσεων. Αν μάλιστα λάβουμε υπόψη μας ότι πολλές επενδύσεις έχουν αποτραπεί, λόγω του γεγονότος ότι οι επιχειρήσεις θεώρησαν το κόστος του φόρου υπερβολικό, γίνεται αντιληπτή η σημασία που δίνεται στην έννοια της μόνιμης εγκατάστασης από τις εταιρείες που επιθυμούν να επενδύσουν στην Ελλάδα.

Χάριν σαφήνειας, με τον όρο μόνιμη εγκατάσταση εννοείται ένας σταθερός και μόνιμος τόπος από όπου διεξάγει μια επιχείρηση τις δραστηριότητές της (“fixed place of business through which the business of an enterprise is wholly or partly carried on”).

Ο όρος περιλαμβάνει κυρίως:⁶³

1. Έναν τόπο διοίκησης,
2. Ένα υποκατάστημα,
3. Ένα γραφείο,
4. Ένα εργοστάσιο,
5. Ένα εργαστήριο,
6. Ένα ορυχείο και διάφορες άλλες πηγές εξόρυξης φυσικών πρώτων υλών (πχ. Πετρέλαιο κλπ).

Σημειώνουμε ότι δεν θεωρείται πως μια εταιρεία διατηρεί μόνιμη εγκατάσταση σε μια χώρα απλώς επειδή συμμετέχει στο κεφάλαιο μιας άλλης εταιρείας ή την ελέγχει άμεσα ή έμμεσα.

Με άλλα λόγια, όταν μια εταιρεία που επιθυμεί να δραστηριοποιηθεί για κάποιο χρονικό διάστημα στην Ελλάδα, αποκτήσει μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα, επειδή διατηρεί ένα γραφείο ή ένα υποκατάστημα, τότε οποιοδήποτε εισόδημα αποκτήσει η εταιρεία επ' ευκαιρία του εν λόγω έργου στην Ελλάδα, θα φορολογηθεί στην Ελλάδα, τόσο από πλευράς εισοδήματος όσο και από πλευράς Φόρου Προστιθέμενης Αξίας (ΦΠΑ) και λοιπών φορολογιών (φόροι κεφαλαίου κλπ).⁶⁴

⁶³ Επίσης ο όρος μόνιμη εγκατάσταση περιλαμβάνει την κατασκευή ή ένα έργο εγκατάστασης, εφόσον το έργο διαρκεί περισσότερο από 12 μήνες.

Ωστόσο μια εταιρεία δεν αποκτά μόνιμη εγκατάσταση στις εξής περιπτώσεις: 1) Η χρήση εγκαταστάσεων αποκλειστικά και μόνο για σκοπούς αποθήκευσης, επίδειξης ή παράδοσης αγαθών που ανήκουν στην εταιρεία, 2) Η διατήρηση ενός αποθέματος αγαθών που ανήκουν στην εταιρεία για σκοπούς αποθήκευσης, επίδειξης ή παράδοσης ή επεξεργασίας των αγαθών αυτών από τρίτους, 3) Η διατήρηση μιας μόνιμης εγκατάστασης αποκλειστικά και μόνο προκειμένου να αγοράζει εμπορεύματα ή να συλλέγει πληροφορίες για την εταιρεία, 4) Η διατήρηση μιας μόνιμης εγκατάστασης αποκλειστικά και μόνο προκειμένου να διεξάγει για λογαριασμό εταιρείας προπαρασκευαστικές ή βοηθητικές δραστηριότητες.

Ωστόσο, παρά τα οριζόμενα ανωτέρω, στην περίπτωση που κάποιο πρόσωπο δραστηριοποιείται για λογαριασμό μιας εταιρείας και συνάπτει συμβόλαια στο όνομα της εταιρείας (με την προϋπόθεση ότι αυτή η δραστηριότητα αποτελεί και το συνήθη τρόπο δραστηριοποίησής του, δηλαδή βρίσκεται μέσα στα πλαίσια της συνήθους δραστηριότητάς του), η εταιρεία αυτή θεωρείται ότι έχει μόνιμη εγκατάσταση στο κράτος αυτό σχετικά με κάθε δραστηριότητα που το πρόσωπο αυτό έχει πραγματοποιήσει. Εξαιρούνται οι περιπτώσεις που το πρόσωπο αυτό διενεργεί πράξεις που συμπεριλαμβάνονται στην ανωτέρω παράγραφο.

⁶⁴ Σημειώνεται ότι παρότι μια μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα (πχ ίδρυση γραφείου) ενδέχεται να μην πραγματοποιεί φορολογητέα κέρδη, κατά τη φορολογική πρακτική υπάρχει κίνδυνος να φορολογηθεί το γραφείο σε κέρδη που προκύπτουν είτε με τεκμαρτό τρόπο (πχ βάση υπολογισμού του φόρου εισοδήματος = πραγματοποιούμενα έξοδα

Επίσης, σύμφωνα με τις διατάξεις της ελληνικής φορολογικής νομοθεσίας (άρθρο 100 του Ν.2238/1994), θεωρείται ότι υπάρχει μόνιμη εγκατάσταση της αλλοδαπής επιχείρησης ή οργανισμού στην Ελλάδα, εφόσον:

α) διατηρεί στην Ελλάδα ένα ή περισσότερα καταστήματα, πρακτορεία, παραρτήματα, γραφεία, αποθήκες, εργοστάσια ή εργαστήρια, καθώς και εγκαταστάσεις που αποσκοπούν στην εκμετάλλευση φυσικών πόρων, ή

β) προβαίνει στη βιομηχανοποίηση πρώτων υλών ή επεξεργασία γεωργικών προϊόντων με δικές του εγκαταστάσεις ή με τη χρησιμοποίηση εγκαταστάσεων τρίτων στην Ελλάδα, οι οποίοι ενεργούν ύστερα από εντολή και για λογαριασμό του, ή

γ) διεξάγει στην Ελλάδα εργασίες ή παρέχει υπηρεσίες μέσω αντιπροσώπου, ο οποίος έχει εξουσιοδότηση και μπορεί να διαπραγματεύεται και να συνάπτει συμβάσεις για λογαριασμό του νομικού προσώπου, επίσης και όταν οι εργασίες ή υπηρεσίες προσφέρονται χωρίς αντιπρόσωπο, εφόσον αφορούν είτε στην κατάρτιση μελετών ή σχεδίων είτε στη διεξαγωγή ερευνών γενικά ή αυτές οι εργασίες και υπηρεσίες είναι τεχνικές ή επιστημονικές γενικά, ή

δ) διατηρεί απόθεμα εμπορευμάτων από το οποίο εκτελεί παραγγελίες για λογαριασμό του, ή

ε) συμμετέχει σε προσωπική εταιρεία ή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, που εδρεύει στην Ελλάδα.

Για να προσδιοριστεί το καθαρό κέρδος που προκύπτει στην Ελλάδα από τη μόνιμη εγκατάσταση αλλοδαπής επιχείρησης, η επιβάρυνση της μόνιμης εγκατάστασης στην Ελλάδα με γενικά έξοδα διαχείρισης και διάφορα άλλα έξοδα οργάνωσης και λειτουργίας της που πραγματοποιούνται από την έδρα της επιχείρησης που βρίσκεται στην αλλοδαπή, δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από πέντε τοις εκατό (5%) των εξόδων διοικητικής λειτουργίας που πραγματοποιούνται στην Ελλάδα από τη μόνιμη εγκατάσταση της αλλοδαπής επιχείρησης, όπως αυτά εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις κάθε δεδομένης διαχειριστικής χρήσης.

πλέον ένα θεωρητικό ποσοστό κέρδους, το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το Μέσο Συντελεστή Καθαρού Κέρδους) είτε συγκριτικά στοιχεία (δηλαδή σύγκριση του οικονομικού αποτελέσματος μιας παρόμοιας επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο με την ελεγχόμενη επιχείρηση).

6.1.2 Κέρδη από εμπορική δραστηριότητα (Business profits)

Σύμφωνα με το άρθρο 7 του Μοντέλου του Ο.Ο.Σ.Α., τα κέρδη μιας επιχείρησης φορολογούνται βάσει των φορολογικών διατάξεων που ισχύουν στη χώρα εντός της οποίας η επιχείρηση διεξάγει τις δραστηριότητές της μέσω της μόνιμης εγκατάστασής της, η οποία βρίσκεται στην εν λόγω χώρα. Σε περίπτωση που μέρος των κερδών της συγκεκριμένης επιχείρησης προκύπτει από μόνιμη εγκατάστασή της, η οποία τυγχάνει να βρίσκεται σε άλλη χώρα, τότε τα κέρδη αυτά θα φορολογηθούν σύμφωνα με τις κρατούσες φορολογικές διατάξεις της αυτής χώρας.

Επομένως γίνεται αντιληπτό ότι μια επιχείρηση δύναται να φορολογηθεί σε δύο ή και περισσότερες χώρες, καθώς η μόνιμη εγκατάσταση δίνει στην επιχείρηση «διπλή» υπόσταση, μία στη χώρα που βρίσκεται η αρχική εγκατάστασή της και μία (ή περισσότερες) στη χώρα εντός της οποίας η επιχείρηση αποκτά μόνιμη εγκατάσταση.

6.1.3 Μέθοδοι αποφυγής διπλής φορολογίας

Σύμφωνα με το άρθρο 23 του Μοντέλου του Ο.Ο.Σ.Α., όταν μια επιχείρηση, η οποία βρίσκεται σε μια χώρα (πχ Ελλάδα) αποκτά εισόδημα ή κατέχει κεφάλαιο, το οποίο μπορεί να φορολογηθεί σε μια άλλη χώρα (πχ Γαλλία), τότε υπάρχουν δύο μέθοδοι προκειμένου να αποφευχθεί η διπλή φορολόγηση του ίδιου εισοδήματος (σε Ελλάδα και Γαλλία).

Μέθοδος της απαλλαγής (Exemption method)

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, το εισόδημα που προέκυψε ή το κεφάλαιο που αποκτήθηκε σε μια χώρα (πχ Ελλάδα) και φορολογήθηκε σε αυτή, απαλλάσσεται από τη φορολόγηση και σε μια άλλη χώρα (πχ Γαλλία).

Μέθοδος της πίστωσης (Credit method)

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, ο φόρος που πληρώθηκε στη μια χώρα από την επιχείρηση (πχ Γαλλία λόγω ύπαρξης μόνιμης εγκατάστασης της επιχείρησης στη συγκεκριμένη χώρα) θα πιστωθεί (δηλαδή θα δοθεί ως έκπτωση) από τον πληρωτέο φόρο εισοδήματος (ή κεφαλαίου ανάλογα), ο οποίος θα προκύψει στη χώρα που θα φορολογήσει τελικά (πχ Ελλάδα).

Η εν λόγω έκπτωση σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να υπερβεί το ποσό του φόρου που αναλογεί για το ίδιο εισόδημα στο άλλο κράτος.

Σημειώνουμε ότι το ποια μέθοδος θα εφαρμοστεί εξαρτάται από την εκάστοτε διμερή σύμβαση περί αποφυγής της διπλής φορολογίας που έχει υπογραφεί μεταξύ δύο κρατών. Έτσι μπορεί η Αυστρία για παράδειγμα στη σύμβαση με μια χώρα να επιλέξει τη μέθοδο της απαλλαγής και με μια άλλη χώρα τη μέθοδο της πίστωσης, ανάλογα κάθε φορά με τη στρατηγική του κάθε κράτους και του κατά πόσο αναμένει να επωφεληθεί από την κάθε μέθοδο η δημοσιονομική της πολιτική.

Επίσης σύμφωνα με τις διατάξεις της ελληνικής φορολογικής νομοθεσίας (άρθρο 109 παρ.4 του Ν.2238/1994, άρθρο 10 και 11 του Ν.2578/1998), από το συνολικό ποσό του φόρου που αναλογεί στο φορολογούμενο εισόδημα και του συμπληρωματικού φόρου εκπίπτει μεταξύ άλλων και ο φόρος που αποδεδειγμένα καταβλήθηκε στην αλλοδαπή για το εισόδημα που προέκυψε σε αυτήν και υπόκειται σε φορολογία. Ειδικά, για μερίσματα που εισπράττει ημεδαπή μητρική εταιρεία από αλλοδαπή θυγατρική εταιρεία, εκπίπτει το άθροισμα των ποσών του φόρου που τυχόν καταβλήθηκε ως φόρος εισοδήματος νομικού προσώπου, καθώς και του φόρου που παρακρατήθηκε ως φόρος επί του μερίσματος, τόσο στο επίπεδο της θυγατρικής όσο και στο επίπεδο οποιασδήποτε άλλης θυγατρικής χαμηλότερου επιπέδου του ίδιου ή άλλου κράτους με αυτήν, κατά το μέρος το οποίο αναλογεί στα πιο πάνω μερίσματα που εισπράττει η ημεδαπή μητρική εταιρεία. Για την απόδειξη του ύψους του φόρου που έχει καταβληθεί εκτός Ελλάδας για το ποσό του διανεμόμενου μερίσματος που τελικώς κτάται από την ημεδαπή ανώνυμη εταιρεία απαιτείται βεβαίωση εκδιδόμενη στη χώρα καταβολής του φόρου, από Ορκωτό Ελεγκτή ή άλλη αρμόδια αρχή της χώρας.

Το ποσό φόρου που εκπίπτει σύμφωνα με την περίπτωση αυτή σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να είναι ανώτερο από το ποσό του φόρου που αναλογεί για το εισόδημα αυτό στην Ελλάδα.

6.1.4 Δικαιώματα (Royalties)⁶⁵

Ιδιαίτερη σημασία έχει και η φορολογική μεταχείριση των δικαιωμάτων, ιδίως αυτών που καταβάλλονται από ελληνικές εταιρείες σε αλλοδαπές εταιρείες ή ημεδαπές εταιρείες ενός ομίλου.

Σύμφωνα με το Μοντέλο του Ο.Α.Σ.Α. δικαιώματα που προκύπτουν σε μια χώρα και αποδίδονται σε κάτοικο μιας άλλης χώρας μπορούν να φορολογηθούν, όχι μόνο στη χώρα που προέκυψαν, αλλά και στη χώρα που αποδόθηκαν.

Ωστόσο, σε καμιά περίπτωση το ποσοστό φορολόγησης δεν μπορεί να υπερβεί ένα συγκεκριμένο ποσοστό, όπως αυτό ορίζεται κάθε φορά από τη διμερή σύμβαση που υπογράφεται μεταξύ δύο Κρατών – Μελών.

Σύμφωνα με την ελληνική φορολογική νομοθεσία (άρθρο 13 παρ. 6 του Ν.2238/1994), στις αποζημιώσεις ή τα δικαιώματα που καταβάλλονται σε αλλοδαπές επιχειρήσεις και οργανισμούς που δεν έχουν μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα ή σε φυσικά πρόσωπα κατοίκους αλλοδαπής που δεν ασκούν επάγγελμα ή επιχείρηση στην Ελλάδα:

α) για τη χρήση ή παραχώρηση της χρήσης τεχνικών μεθόδων παραγωγής, τεχνικής ή τεχνολογικής βοήθειας κλπ, ενεργείται από τον υπόχρεο για την καταβολή, παρακράτηση φόρου εισοδήματος που βαρύνει το δικαιούχο της αποζημίωσης ή του δικαιώματος ή της αμοιβής με συντελεστή 20%.

Με την παρακράτηση του φόρου που ενεργείται σύμφωνα με τα πιο πάνω, εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του αλλοδαπού δικαιούχου από το φόρο εισοδήματος για τα εισοδήματά του αυτά.

Σε όλες τις περιπτώσεις, στον αλλοδαπό δικαιούχο καταβάλλεται η διαφορά μεταξύ του ποσού της αποζημίωσης, δικαιώματος ή αμοιβής, που δικαιούται να λάβει και του παρακρατούμενου φόρου που αναλογεί στο ποσό αυτής.

⁶⁵ Στον όρο δικαιώματα περιλαμβάνονται πληρωμές για τη χρήση ή το δικαίωμα χρήσης λογοτεχνικού, καλλιτεχνικού ή επιστημονικού έργου, συμπεριλαμβανομένων και κινηματογραφικών ταινιών σε τηλεόραση ή σε ραδιόφωνο, σημάτων, σχημάτων, μοντέλων κάθε είδους, συνταγών, διαδικασιών ή πληροφοριών σχετικά με βιομηχανική, εμπορική ή επιστημονική γνώση και εμπειρία.

Κρίνεται ιδιαίτερης σημασίας να αναφερθεί ότι, σύμφωνα με το άρθρο 39 του Ν.2238/1994 («Υπερτιμολογήσεις και Υποτιμολογήσεις»), με το οποίο ενσωματώνεται στην ελληνική νομοθεσία η έννοια του «transfer pricing», όταν μεταξύ ημεδαπών επιχειρήσεων ή μεταξύ αλλοδαπής και ημεδαπής επιχείρησης συνάπτονται συμβάσεις αγοραπωλησίας ή παροχής υπηρεσιών και κατά τις συμβάσεις αυτές το τίμημα ή το αντάλλαγμα ορίζεται αδικαιολόγητα σε ποσό ανώτερο ή κατώτερο, κατά περίπτωση, από εκείνο που θα πραγματοποιείτο, αν η σύμβαση γινόταν με άλλο πρόσωπο με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά κατά το χρόνο κατάρτισης της σύμβασης, η προκύπτουσα διαφορά θεωρείται κατά τεκμήριο κέρδος της επιχείρησης, η οποία εισέπραξε μικρότερο ή πλήρωσε μεγαλύτερο, κατά περίπτωση, τίμημα ή αντάλλαγμα. Η διαφορά αυτή προσαυξάνει τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης που προκύπτουν από τα βιβλία της, χωρίς να επηρεάζει το κύρος των βιβλίων και στοιχείων.

Οι διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου εφαρμόζονται:

- Εφόσον η ημεδαπή εταιρεία τελεί υπό τον έλεγχο της αλλοδαπής, λόγω συμμετοχής της δεύτερης στο κεφάλαιο ή τη διοίκηση της πρώτης.
- Αν πρόκειται για ημεδαπές επιχειρήσεις, όταν υπάρχει μεταξύ τους σχέση άμεσης ή έμμεσης ουσιώδους διοικητικής ή οικονομικής εξάρτησης ή ελέγχου.

Η διαφορά που προκύπτει από τις ανωτέρω διατάξεις προσαυξάνει τα ακαθάριστα έσοδα της επιχείρησης που προκύπτουν από τα βιβλία της, προκειμένου τα έσοδα αυτά να ληφθούν υπόψη για τον προσδιορισμό των φόρων, τελών και εισφορών στις λοιπές φορολογίες.

Σε βάρος της επιχείρησης, η οποία διέπραξε σχετικές παραβάσεις, επιβάλλεται αυτοτελές πρόστιμο καθοριζόμενο σε ποσοστό 10% στο ποσό της εν λόγω διαφοράς.

Τέλος σύμφωνα με το άρθρο 105 παρ. 10 του Ν.2238/1994 ορίζεται ότι οι διατάξεις του άρθρου 39 του Ν.2238/1994 περί υπερτιμολογήσεων και υποτιμολογήσεων («transfer pricing») εφαρμόζονται και για τις αλλοδαπές επιχειρήσεις ή οργανισμούς που αποκτούν μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα, όταν η επιχείρηση που εδρεύει στην αλλοδαπή επιβάλλει στο υποκατάστημα, πρακτορείο, εργοστάσιο κ.λπ., που βρίσκεται στην Ελλάδα όρους εμπορικής ή οικονομικής συνεργασίας καταφανώς επαχθέστερους εκείνων, οι οποίοι θα συνομολογούνταν αν η συναλλαγή γινόταν με τρίτους, με αποτέλεσμα να επέρχεται μετάθεση του κέρδους στην αλλοδαπή. Στην περίπτωση αυτή το κέρδος αυτό θεωρείται ότι προέκυψε στην Ελλάδα και επαυξάνει το κέρδος του

υποκαταστήματος, πρακτορείου, εργοστασίου κ.λπ., που προκύπτει από τη δραστηριότητά του στην Ελλάδα.

6.1.5 Μερίσματα (Dividends)

Σύμφωνα με τις διατάξεις της ελληνικής φορολογικής νομοθεσίας και του εμπορικού νόμου 2190/1920, τα διανεμόμενα κέρδη μιας ανώνυμης εταιρείας με οποιοδήποτε τρόπο και αν διανέμονται (μερίσματα στο προσωπικό της εταιρείας, σε μέλη του ΔΣ κλπ) αποτελούν εισοδήματα τα οποία έχουν ήδη φορολογηθεί στην πηγή (στην εταιρεία) και επομένως δεν φορολογούνται ξανά στα χέρια των δικαιούχων είτε αυτός είναι φυσικό είτε νομικό πρόσωπο.

Όσον αφορά όμως στα μερίσματα που διανέμονται σε πρόσωπα άλλων κρατών, το Μοντέλο του Ο.Α.Σ.Α. ορίζει ότι μερίσματα που προκύπτουν σε μια χώρα και αποδίδονται σε κάτοικο μιας άλλης χώρας μπορούν να φορολογηθούν, όχι μόνο στη χώρα που προέκυψαν, αλλά και στη χώρα που αποδόθηκαν.

Ωστόσο, σε καμιά περίπτωση το ποσοστό φορολόγησης δεν μπορεί να υπερβεί ένα συγκεκριμένο ποσοστό, όπως αυτό ορίζεται κάθε φορά από τη διμερή σύμβαση που υπογράφεται μεταξύ δύο Κρατών – Μελών.

6.1.6 Τόκοι (Interests)

Σύμφωνα με το Μοντέλο του Ο.Α.Σ.Α. τόκοι που προκύπτουν σε μια χώρα και αποδίδονται σε κάτοικο μιας άλλης χώρας μπορούν να φορολογηθούν, όχι μόνο στη χώρα που προέκυψαν, αλλά και στη χώρα που αποδόθηκαν.

Ωστόσο, σε καμιά περίπτωση το ποσοστό φορολόγησης δεν μπορεί να υπερβεί ένα συγκεκριμένο ποσοστό, όπως αυτό ορίζεται κάθε φορά από τη διμερή σύμβαση που υπογράφεται μεταξύ δύο Κρατών – Μελών.

Στο παράρτημα II αναφέρονται τα ποσοστά παρακράτησης για τόκους, μερίσματα και δικαιώματα, βάσει των διμερών συμβάσεων περί αποφυγής της διπλής φορολογίας ανά είδος αμοιβής.

Βάσει της ελληνικής φορολογικής νομοθεσίας (άρθρο 114 του Ν.2238/1994), αν ο δικαιούχος του εισοδήματος από κινητές αξίες⁶⁶, εκτός μερισμάτων και τόκων από μετοχές και ιδρυτικούς τίτλους, που προέρχονται από τα διανεμόμενα κέρδη ημεδαπής ανώνυμης εταιρείας, είναι αλλοδαπή εταιρεία που λειτουργεί με οποιοδήποτε τύπο στην Ελλάδα, καθώς και κάθε είδους αλλοδαπός οργανισμός που αποβλέπει στην απόκτηση οικονομικών ωφελημάτων, χωρίς όμως να έχει μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα, το ποσοστό του παρακρατούμενου φόρου ορίζεται σε 25% στο εισόδημα αυτό και ο αλλοδαπός δικαιούχος δεν υποχρεούται στην υποβολή της ετήσιας φορολογικής δήλωσης για το πιο πάνω εισόδημα. Εξαιρετικά για τους τόκους που καταβάλλονται από την 1η Ιανουαρίου μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου του έτους 2006, το ποσοστό του παρακρατούμενου φόρου ορίζεται σε 29%.

Στους τόκους τους οποίους καταβάλλει ημεδαπή ανώνυμη εταιρεία ή αλλοδαπή εταιρεία με μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα κράτους μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σε συνδεδεμένη εταιρεία άλλου κράτους μέλους ή σε μόνιμη εγκατάσταση συνδεδεμένης εταιρείας κράτους μέλους ευρισκόμενη σε άλλο κράτος μέλος, δεν ενεργείται παρακράτηση φόρου εισοδήματος. Σημειώνουμε ότι σύμφωνα με την ελληνική φορολογική νομοθεσία μία εταιρεία θεωρείται «συνδεδεμένη» με άλλη εταιρεία εφόσον τουλάχιστον η πρώτη εταιρεία κατέχει άμεσα ελάχιστη συμμετοχή 25% στο μετοχικό κεφάλαιο της δεύτερης εταιρείας ή η δεύτερη εταιρεία κατέχει άμεσα ελάχιστη συμμετοχή με το ίδιο πιο πάνω ποσοστό στο μετοχικό κεφάλαιο της πρώτης εταιρείας ή μία τρίτη εταιρεία κατέχει άμεσα ελάχιστη συμμετοχή με το ίδιο πιο πάνω ποσοστό στο μετοχικό κεφάλαιο τόσο της πρώτης όσο και της δεύτερης εταιρείας, και υπό τον όρο ότι σε όλες τις αναφερόμενες πιο πάνω περιπτώσεις η συμμετοχή κατέχεται χωρίς διακοπή για δύο έτη. Η απαλλαγή από την παρακράτηση παρέχεται με την προϋπόθεση ότι ο δικαιούχος των τόκων δέχεται τις πληρωμές για δικό του λογαριασμό και όχι με την ιδιότητα του αντιπροσώπου και εφόσον προσκομίσει σχετική βεβαίωση που ισχύει για δύο έτη από την ημερομηνία χορήγησής της.

Σημειώνεται τέλος ότι το ποσοστό παρακράτησης για τόκους δανείων μεταξύ ημεδαπών εταιρειών ορίζεται σε 20%.

⁶⁶ Στην έννοια κινητές αξίες περιλαμβάνονται μερίσματα και τόκοι ιδρυτικών τίτλων και μετοχών των ημεδαπών ανωνύμων εταιρειών, ομολογιών και χρεογράφων γενικά του Ελληνικού Δημοσίου ή ημεδαπών ανωνύμων εταιρειών, μερίσματα και τόκοι τίτλων αλλοδαπής προέλευσης, τόκοι κάθε τίτλου έντοκης κατάθεσης, κέρδη αμοιβαίων κεφαλαίων, υπεραπόδοση επενδύσεων των μαθηματικών αποθεμάτων για ασφαλίσεις ζωής, κέρδη από συμβάσεις ή πράξεις επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, εφόσον ο δικαιούχος είναι κάτοικος Ελλάδας και δεν είναι επιτηδευματίας που τηρεί Γ' κατηγορίας βιβλία του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων κλπ.

6.1.7 Αμοιβές στο προσωπικό (Income from employment)

Σύμφωνα με τα άρθρα 15 έως και 19 του Μοντέλου του Ο.Α.Σ.Α., μισθοί, συντάξεις και κάθε είδους αποδοχές οι οποίες σχετίζονται με εργασία από το προσωπικό μιας εταιρείας (εργατοϋπάλληλικό προσωπικό και διοίκηση) φορολογούνται στο κράτος όπου ο κάθε υπάλληλος είναι κάτοικος, εκτός αν η εργασία παρασχέθηκε σε άλλο κράτος. Στην περίπτωση που η εργασία παρασχέθηκε σε άλλο κράτος, οι ανωτέρω αποδοχές μπορεί να φορολογηθούν και στο κράτος αυτό.

Ωστόσο, αποδοχές ενός κατοίκου μιας χώρας (πχ Ελλάδα), οι οποίες σχετίζονται με εργασία που παρασχέθηκε σε άλλο κράτος (πχ Γαλλία), φορολογείται μόνο στην Ελλάδα εφόσον πληρούνται οι παρακάτω προϋποθέσεις σωρευτικά:

- Ο δικαιούχος των αποδοχών βρίσκεται στο άλλο κράτος (εν προκειμένω Γαλλία) για χρονικό διάστημα που δεν υπερβαίνει τις 183 ημέρες μέσα σε ένα ημερολογιακό έτος (από 1 Ιανουαρίου έως 31 Δεκεμβρίου), και
- Οι αποδοχές καταβάλλονται από και για λογαριασμό του εργοδότη, ο οποίος δεν είναι κάτοικος του άλλου κράτους (εν προκειμένω Γαλλία), και
- Οι αποδοχές δεν προέκυψαν από τη μόνιμη εγκατάσταση του εργοδότη, που ενδεχομένως έχει στο άλλο κράτος (εν προκειμένω Γαλλία).

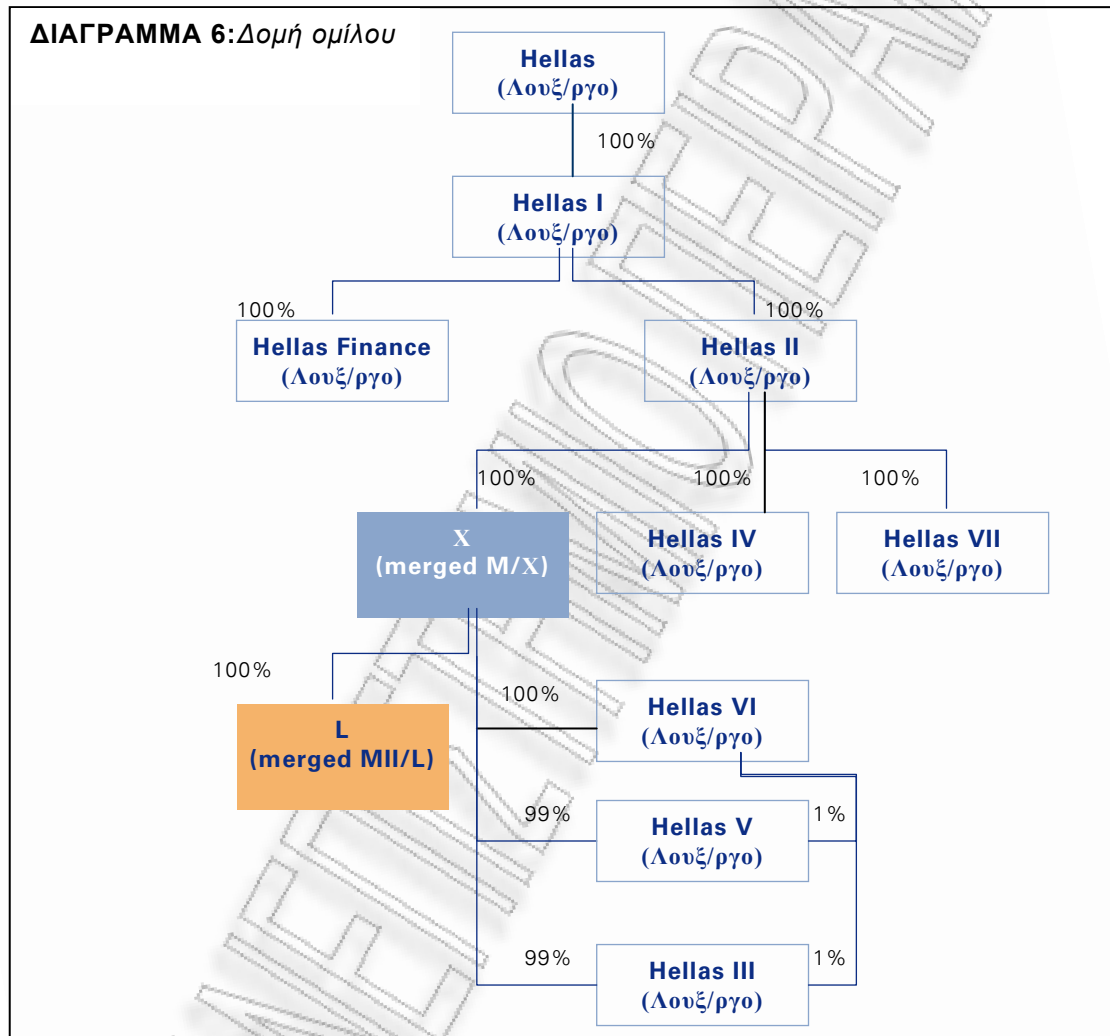
Κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι τα ανωτέρω δεν είναι εξαντλητικά της περιπτώσιολογίας που μπορεί να παρουσιαστεί, όπως για εισοδήματα που προέκυψαν σε πλοία, αεροσκάφη κλπ.

Παρακάτω παρουσιάζεται μια συγκεκριμένη περίπτωση εξαγοράς (Due diligence) στο χώρο των τηλεπικοινωνιών, η οποία έλαβε χώρα κατά τις χρήσεις 2005 και 2006, καθώς και συγκεκριμένα φορολογικά προβλήματα που προέκυψαν κατά την εξαγορά.

Για τη μελέτη χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία που μας δόθηκαν από την εταιρεία KPMG, η οποία πραγματοποίησε τη συγκεκριμένη εξαγορά, και τα οποία αφορούσαν σε συζητήσεις με τις Διοικήσεις των εταιρειών X, M και L, σε οικονομικά στοιχεία, ισοζύγια και οικονομικές καταστάσεις χρήσεων 2002 έως και 2005 καθώς επίσης και της περιόδου 1 Ιανουαρίου 2006 έως και 30 Ιουνίου 2006, οπότε και πραγματοποιήθηκαν οι σχετικές συναλλαγές.

6.2 Η περίπτωση εξαγοράς των εταιρειών τηλεπικοινωνίας X, M και L

Στο κάτωθι σχεδιάγραμμα παρουσιάζεται η δομή ενός Ομίλου, στον οποίο ανήκει η εταιρεία X.



Εξαγορά της X

Η Ελληνική Εξαγοράζουσα Εταιρεία M εξαγοράστηκε από την εταιρεία Hellas II, προκειμένου η τελευταία να αποκτήσει έμμεσα το 80.87% της X. Τον Ιούνιο 2005 η M απέκτησε το ανωτέρω ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της X. Η M κεφαλαιοποίησε ποσό ΕΥΡΩ 50 εκατ. περίπου, το οποίο αφορούσε στο μετοχικό κεφάλαιο της απορροφημένης εταιρείας, και ποσό ΕΥΡΩ 1.19 εκατ. περίπου, το οποίο αφορούσε σε

χρέη προς προμηθευτές της. Η Χ από την άλλη κεφαλαιοποίησε ποσό ΕΥΡΩ 166 εκατ. περίπου οφειλή προς προμηθευτές. Εν συνεχεία η Μ και η Χ συγχωνεύτηκαν και η Μ μετονομάστηκε σε Χ. Η μειοψηφία των μετόχων της Χ εξαγοράστηκε έναντι μετρητών.

Επειδή στην ελληνική φορολογική νομοθεσία δεν υφίσταται κάποια φορολογική επιβάρυνση σε επίπεδο Ομίλου (κάθε νομικό πρόσωπο θεωρείται ανεξάρτητο και φορολογείται αυτοτελώς, δηλαδή δεν φορολογείται ο Όμιλος), η μετέπειτα συγχώνευση της Μ και της Χ επέφερε φορολογική ελάφρυνση, καθώς εξέπεσαν από τα ακαθάριστα έσοδα της Χ για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος τα μεγάλα χρηματοοικονομικά κόστη των τόκων από δάνεια που είχαν συναφθεί για την πραγματοποίηση της εξαγοράς ύψους περίπου ΕΥΡΩ 58 εκατ.

Επίσης στην ελληνική φορολογική νομοθεσία δεν υπάρχουν όροι περί thin capitalisation (περιορισμός του δανεισμού μιας εταιρείας σύμφωνα με το κεφάλαιό της). Ωστόσο, για τα δάνεια που είχε λάβει η Εταιρεία από λοιπές αλλοδαπές εταιρείες του Ομίλου, τέθηκαν ζητήματα transfer pricing (interest should be at an arm's length rate).

Η συγχώνευση έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2166/1993 και επομένως όλη η διαδικασία της συνένωσης απαλλάχθηκε από κάθε φόρο.

Η Μ κατέβαλλε για τη σχετική συναλλαγή ΕΥΡΩ 65 εκατ. περίπου για την εξαγορά της Χ (συμπεριλαμβάνονται και οι αμοιβές των τραπεζών ΕΥΡΩ 48 εκατ. περίπου, ΕΥΡΩ 15 εκατ. περίπου στην Hellas II και ΕΥΡΩ 2 εκατ. περίπου για συμβουλευτικές υπηρεσίες στην Hellas I).

Το θέμα που απασχόλησε την εξαγοράστρια Μ από φορολογικής σκοπιάς ήταν ότι σε περίπτωση μελλοντικού φορολογικού ελέγχου υπάρχει κίνδυνος να αμφισβητηθεί για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος η δυνατότητα έκπτωσης από τα ακαθάριστα έσοδα των ανωτέρω δαπανών ή μέρος αυτών, εφόσον θεωρηθεί ότι οι σχετικές δαπάνες έγιναν κατά παράβαση των διατάξεων του άρθρου 39 του Ν.2238/1994, όπου ορίζεται ότι σε περίπτωση που «το αντάλλαγμα ορίζεται αδικαιολόγητα σε ποσό ανώτερο ή κατώτερο, κατά περίπτωση, από εκείνο που θα πραγματοποιείτο, αν η σύμβαση γινόταν με άλλο πρόσωπο με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά κατά το χρόνο κατάρτισης της σύμβασης, η προκύπτουσα διαφορά θεωρείται κατά τεκμήριο κέρδος της επιχείρησης, η οποία εισέπραξε μικρότερο ή πλήρωσε μεγαλύτερο, κατά περίπτωση, τίμημα ή αντάλλαγμα».

Από τη συγχώνευση της Μ με την Χ, η προκύπτουσα εταιρεία (η οποία μετονομάστηκε σε Χ) παρέμεινε «ανοικτή» φορολογικά για τις «ανοικτές» διαχειριστικές χρήσεις της Μ πριν τη συγχώνευση, δηλαδή 2002, 2003 και για την περίοδο από τον Ιανουάριο 2005 έως και τον Ιουνίου 2005.

Ο πωλητής της Χ (Χ International NV) προσέφερε μια αποζημίωση στον αγοραστή για οποιαδήποτε πιθανά φορολογικά ζητήματα που πιθανώς προκύψουν σχετικά με τις διαχειριστικές χρήσεις έως και 31 Δεκεμβρίου 2004 ύψους ΕΥΡΩ 18.8 εκατ. περίπου (πλέον προσαυξήσεων και προστίμων) και πλέον ενός ποσοστού 80% στο προαναφερόμενο ποσό.

Προγενέστερες συγχωνεύσεις της Χ

Η Χ κατά το παρελθόν πραγματοποίησε τις ακόλουθες 2 συγχωνεύσεις:

- Το 2002 η Χ απορρόφησε κατά 100% μια άλλη εταιρεία Τ. Έτσι η Χ μπόρεσε να μεταφέρει και να συμψηφίσει φορολογικές ζημιές ύψους ΕΥΡΩ 9.5 εκατ. περίπου με φορολογητέα κέρδη της χρήσης 2002.
- Το 2003 η Χ ολοκλήρωσε μια συγχώνευση με τη Τ II. Ο πωλητής χορήγησε στην Χ μια αποζημίωση για οποιαδήποτε πιθανά φορολογικά ζητήματα που πιθανώς προκύψουν στο μέλλον σχετικά με την «ανοικτή» φορολογικά χρήση 2003.

Και οι δύο προαναφερόμενες συγχωνεύσεις πραγματοποιήθηκαν σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.2166/1993, ο οποίος δεν αναφέρει περιορισμούς σε περίπτωση αλλαγής ιδιοκτησίας της εταιρείας.

Από τη συγχώνευση της Χ με Τ II η προκύπτουσα εταιρεία (η οποία μετονομάστηκε σε Χ) παρέμεινε «ανοικτή» φορολογικά για τις «ανοικτές» διαχειριστικές χρήσεις της Τ II πριν τη συγχώνευση, δηλαδή τη χρήση 2003.

Επαναχρηματοδότηση Οκτωβρίου 2005

Κατά τη διάρκεια του Οκτωβρίου 2005 οι εταιρείες από το Λουξεμβούργο επαναχρηματοδότησαν την ήδη υπάρχουσα οφειλή, προκειμένου να εξαγοράσουν τη μειοψηφία των μετόχων.

Η Μ κατέβαλε σε τράπεζες αμοιβές ΕΥΡΩ 20 εκατ. περίπου για τα τραπεζικά δάνεια που ήδη είχαν αντληθεί και τα επιπλέον δάνεια που ελήφθησαν τον Οκτώβριο 2005 από συγκεκριμένες εταιρείες από το Λουξεμβούργο.

Έκπτωση των τραπεζικών αμοιβών ΕΥΡΩ 48 εκατ. περίπου για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος

Το κυρίως θέμα που απασχόλησε την εξαγοράστρια Μ ήταν ότι η έκπτωση για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος των τραπεζικών αμοιβών ΕΥΡΩ 48 εκατ. περίπου και ΕΥΡΩ 20 εκατ. περίπου σε περίπτωση μελλοντικού φορολογικού ελέγχου θα εξαρτηθεί τόσο από την ύπαρξη κατάλληλων παραστατικών (όπως ορίζουν οι διατάξεις του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων) όσο και από την παραγωγικότητα της σχετικής δαπάνης, τα οποία συμβάλλουν στη δημιουργία εισοδήματος.

Αναλυτικότερα, η Μ για δάνεια που είχε λάβει από τις εταιρείες του Ομίλου στο Λουξεμβούργο κατέβαλε χρεωστικούς τόκους με περιθώριο κέρδους ύψους 1/32%. Οι ελληνικές φορολογικές αρχές ενδέχεται να αμφισβητήσουν τη δυνατότητα έκπτωσης των εν λόγω αμοιβών για την Μ. Συγκεκριμένα, οι ελληνικές φορολογικές αρχές μπορεί να αμφισβητήσουν ότι το 1/32% mark-up επί των τόκων που πληρώνει η Μ στις συγγενείς της είναι ιδιαίτερα υψηλό, ώστε να καλύπτει τόσο το συνολικό κόστος των εταιρειών από το Λουξεμβούργο σχετικά με τα χορηγηθέντα δάνεια όσο και τις τραπεζικές αμοιβές. Σε αυτή τη βάση το κόστος χρηματοδότησης που τιμολογείται από τις εταιρείες του Λουξεμβούργου (πλέον των τόκων) σύμφωνα με το άρθρο 39 του Ν.2238/1994 περί υπερτιμολογήσεων υπάρχει κίνδυνος να απορριφθεί για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος, αυξάνοντας ισόποσα τα φορολογητέα κέρδη.

Επιπλέον, οι αρμόδιες φορολογικές αρχές ενδέχεται να αμφισβητήσουν τη δυνατότητα έκπτωσης του χρηματοοικονομικού κόστους του δανείου ύψους ΕΥΡΩ 20 εκατ. περίπου στη βάση ότι το εν λόγω δάνειο λήφθηκε περισσότερο προς όφελος των δανειστών παρά της Μ, καθώς το συγκεκριμένο δάνειο λήφθηκε προκειμένου να εξαγοραστεί η μειονότητα των μετόχων.

Χρηματοδότηση 2006 της Χ

Κατά τη διάρκεια του Απριλίου 2006 το ήδη υπάρχον δάνειο επαναχρηματοδοτήθηκε από τις εταιρείες του Λουξεμβούργου.

Μια εταιρεία από το Λουξεμβούργο (Hellas II) πραγματοποίησε κόστη ύψους ΕΥΡΩ 10.2 εκατ. περίπου σε σχέση με τα κόστη επαναχρηματοδότησης, τα οποία επανατιμολογήθηκαν στην Χ με τη μορφή δαπανών για συμβουλευτικές υπηρεσίες. Η Χ χρεώθηκε επίσης από τις τράπεζες με ΕΥΡΩ 3.75 εκατ. περίπου σχετικά με τη χρηματοδότηση συγκεκριμένων οφειλών της εταιρείας.

Η Χ είχε προχωρήσει στην κατάρτιση σύμβασης για υπηρεσίες συμβουλευτικής φύσεως ύψους ΕΥΡΩ 10.2 εκατ. περίπου. Σημειώνεται ότι οι εν λόγω υπηρεσίες ταυτίζονται με την έννοια των εξόδων Διοικητικής Υποστήριξης (όπως η έννοια αυτή έχει προσδιοριστεί σε αποφάσεις του Υπουργείου Οικονομικών 2356/18.4.97, γνωμ. ΕΣΥΛ 290 καθώς επίσης και στο εκδοθέν από τον ΟΟΣΑ “Transfer Pricing Guidelines”).⁶⁷

Σύμφωνα με την ισχύουσα φορολογική νομοθεσία, η Χ υπέβαλλε εμπρόθεσμα αίτηση προέγκρισης των ανωτέρω εξόδων Διοικητικής Υποστήριξης ύψους ΕΥΡΩ 10.2 εκατ. περίπου.

Η Χ καταχώρησε στα βιβλία της μια πρόβλεψη για τις ανοικτές φορολογικές χρήσεις ως προς το εισόδημα (και συγκεκριμένα μια income tax provision ύψους ΕΥΡΩ 4.05 εκατ.

⁶⁷ Βάσει της ΠΟΛ. 1113/2005, για την έγκριση της έκπτωσης από τα ακαθάριστα έσοδα των επιχειρήσεων των αποζημιώσεων ή των δικαιωμάτων που καταβάλλουν σε αλλοδαπούς οργανισμούς ή επιχειρήσεις για τη χρησιμοποίηση τεχνικής βοήθειας, ευρεσιτεχνιών, σημάτων σχεδίων, μυστικών βιομηχανικών μεθόδων και τύπων, πνευματικής ιδιοκτησίας και άλλων συναφών δικαιωμάτων ή των εξόδων διοικητικής υποστήριξης, αναδιοργάνωσης, κλπ., οι επιχειρήσεις υποχρεούνται να υποβάλλουν στην αρμόδια Επιτροπή, η οποία εδρεύει στο Υπουργείο Οικονομικών και η οποία έχει συσταθεί με την 1060979/10726/Β0012/21.6.2005 Α.Υ.Ο., το αργότερο δύο μήνες πριν από την έναρξη της διαχειριστικής περιόδου στην οποία αναφέρονται οι πιο πάνω δαπάνες, σχετική αίτηση. Σε περίπτωση εκπρόθεσμης υποβολής της αίτησης, η αίτηση θεωρείται ως μη υποβληθείσα και οι υπόψη δαπάνες απορρίπτονται.

Ωστόσο σημειώνουμε ότι με το Ν.3522/2006, η ανωτέρω επιτροπή που θα εξέταζε τις υποβληθείσες αιτήσεις δεν συστήθηκε ποτέ και, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθ. 8 παρ. 4 του Ν.3522/2006, για την έκπτωση των εν λόγω δαπανών, που πραγματοποιούνται από την 1η Ιανουαρίου 2005 μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2008, δεν απαιτείται προέγκριση από την ειδική επιτροπή. Ο έλεγχος των δαπανών αυτών, χωρίς προηγούμενη προέγκριση, ανήκει στην αρμοδιότητα των ειδικών επιτροπών, που συστάθηκαν στα Διαπεριφερειακά Ελεγκτικά Κέντρα (Δ.Ε.Κ.) και στα Περιφερειακά Ελεγκτικά Κέντρα (Π.Ε.Κ.).

περίπου στα βιβλία που τηρεί η Εταιρεία με ΔΠΧΠ, προκειμένου να καλύψει πιθανές αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις).

Ωστόσο υπάρχει κίνδυνος οι αρμόδιες φορολογικές αρχές να αμφισβητήσουν τη δυνατότητα έκπτωσης των εξόδων που επανατιμολογούνται στη βάση ότι δεν αποτελούν παραγωγικές δαπάνες. Σημειώνουμε ότι η ελληνική φορολογική νομοθεσία έχει θέσει κάποια όρια προκειμένου οι λογιστικές διαφορές να μην καθιστούν τα βιβλία ανακριβή και να επιτρέπουν τον εξωλογιστικό προσδιορισμό των φορολογητέων κερδών. Εν προκειμένω το όριο που δεν πρέπει να υπερβαίνουν οι λογιστικές διαφορές ορίζεται ως εξής: ποσοστό 0,3% για αξία μικρότερη ή ίση των ΕΥΡΩ 180.000, για ακαθάριστα έσοδα άνω των ΕΥΡΩ 30.000.000. Δεδομένου όμως ότι το μέγεθος των εν λόγω δαπανών είναι ιδιαίτερα υψηλό και υπερβαίνει τα τιθέμενα από την ισχύουσα φορολογική νομοθεσία όρια και σύμφωνα με την ισχύουσα φορολογική νομοθεσία (παρ. 4, άρθρο 30 του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων – ΚΒΣ), η οποία ορίζει ότι εφόσον μια επιχείρηση δεν εμφανίζει στα βιβλία της έσοδα ή έξοδα ή εμφανίζει αυτά ανακριβώς ή εμφανίζει έξοδα που δεν έχουν πραγματοποιηθεί και δεν έχει εκδοθεί φορολογικό στοιχείο, τα βιβλία και τα στοιχεία της τρίτης κατηγορίας κρίνονται ανακριβή. Εν προκειμένω, το καθαρό εισόδημα προσδιορίζεται εξωλογιστικώς με πολλαπλασιασμό των ακαθάριστων εσόδων της επιχείρησης με ειδικούς, κατά γενικές κατηγορίες επιχειρήσεων, συντελεστές καθαρού κέρδους.

Στην περίπτωση όμως της Χ, παρά το γεγονός ότι το ποσό ύψους ΕΥΡΩ 10.2 εκατ. περίπου είναι ιδιαίτερα σημαντικό, συγκρινόμενο με το συνολικό ύψος των ακαθάριστων εσόδων, δεν θεωρείται ικανό ώστε να οδηγηθεί η Εταιρεία σε εξωλογιστικό προσδιορισμό των φορολογητέων της κερδών.

Για την καλύτερη κατανόηση του παρόντος, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί συνοπτικά η συνήθης τακτική ενός φορολογικού ελέγχου.

Η συνήθης πρακτική ενός φορολογικού ελέγχου

Στα πλαίσια ενός φορολογικού ελέγχου είναι σύνηθες φαινόμενο οι φορολογικές αρχές να προσαυξάνουν τα φορολογητέα κέρδη ή να μειώνουν τις φορολογικές ζημιές με λογιστικές διαφορές και να καταλογίζουν πρόσθετους φόρους και προσαυξήσεις, βασιζόμενες σε υποκειμενικά κριτήρια. Συνεπώς, μια εταιρεία είναι πιθανό να

επιβαρυνθεί με πρόσθετους φόρους και προσαυξήσεις για τις ανοιχτές/ ανέλεγκτες φορολογικά χρήσεις.

Από τη στιγμή που θα κοινοποιηθεί το φύλλο ελέγχου, ο υπόχρεος, σε βάρος του οποίου εκδόθηκε το φύλλο ελέγχου, μπορεί αν αμφισβητεί την ορθότητά του, να προτείνει τη διοικητική επίλυση της διαφοράς μεταξύ αυτού και του αρμόδιου προϊσταμένου της δημόσιας οικονομικής υπηρεσίας ή να προχωρήσει σε δικαστικό συμβιβασμό (σχετικά άρθρα 70 και 71 του Ν.2238/1994).

Στη διοικητική επίλυση της διαφοράς παρέχεται μια έκπτωση των καταλογισθέντων προσαυξήσεων κατά 40%, ενώ σε περίπτωση δικαστικού συμβιβασμού, εκτός της πολύχρονης διαδικασίας, η Εταιρεία πρέπει να καταβάλλει προκαταβολικά το 10% των καταλογισθέντων φόρων και προσαυξήσεων, προτού βρεθεί ενώπιον των δικαστικών αρχών.

Το κόστος της αγοραπωλησίας των ΕΥΡΩ 10.2 εκατ. το όφειλαν σε τράπεζες. Το εν λόγω ποσό αποπληρώθηκε από την άμεσα μητρική εταιρεία της Χ (Hellas II) και εν συνεχεία τιμολογήθηκε στην Χ. Επίσης ένα κόστος αγοραπωλησίας ύψους ΕΥΡΩ 3.75 εκατ. περίπου τιμολογήθηκε στην Χ από τράπεζες, το οποίο σχετιζόταν με δάνεια για κάλυψη συγκεκριμένης οφειλής της Χ.

Εξαγορά της L

Τον Ιανουάριο 2006 αποφασίστηκε η εξαγορά της εταιρείας L από μια ελληνική εταιρεία ('M II'), η οποία είναι 100% θυγατρική της M. Η M δεν μπορούσε να πραγματοποιήσει άμεσα την εξαγορά, διότι ένας τέτοιος χειρισμός αφενός θα έθετε θέματα μονοπωλίου στο χώρο των τηλεπικοινωνιών και επομένως θα ήταν δύσκολο να δοθεί σχετική άδεια από τα αρμόδια εποπτικά ελεγκτικά όργανα και αφετέρου θα έθετε σε μεγάλο κίνδυνο τη ρευστότητα της εξαγοράζουσας εταιρείας, λόγω του υψηλού τιμήματος της αγοραπωλησίας.

Προκειμένου να εκπέσουν από τα ακαθάριστα έσοδα της M II για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος τα μεγάλα χρηματοοικονομικά κόστη των τόκων από δάνεια που είχαν συναφθεί για την πραγματοποίηση της εξαγοράς, η L συγχωνεύτηκε με την M II. Η M II μετονομάστηκε σε L.

Η Μ ΙΙ επιβαρύνθηκε με κόστη ύψους ΕΥΡΩ 8 εκατ. περίπου, τα οποία είχαν τιμολογηθεί από συνδεδεμένες εταιρείες και σχετίζονταν με την εξαγορά του 100% των μετοχών της L.

Συγκέντρωση πριν από την πώληση

Η L ανήκε σε μια άλλη εταιρεία G, η οποία πριν προχωρήσει στη σχετική πώληση της L στην Μ ΙΙ είχε συγκεντρώσει τις δραστηριότητες της L σε μια ήδη υπάρχουσα εταιρεία του ομίλου ('Newco') πριν την εξαγορά. Η Διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας επιθυμούσε να πραγματοποιηθεί η συγχώνευση βάσει του Ν.2166/2993, λόγω των φορολογικών ευεργετημάτων που παρέχει. Δεδομένου όμως ότι δεν πληρούνταν όλες οι απαιτούμενες προϋποθέσεις που θέτει ο σχετικός νόμος, μια επίσημη απόφαση από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών αποκτήθηκε εν προκειμένω, επιτρέποντας να εφαρμοστούν οι ευεργετικές φορολογικές διατάξεις του Ν.2166/1993 εφόσον εισφερόταν ένας κλάδος σε μια ήδη υπάρχουσα και λειτουργούσα εταιρεία.

Η προαναφερθείσα απόφαση απαιτούσε η Newco να είναι μια ήδη λειτουργούσα εταιρεία. Συγκεκριμένα έπρεπε να εμφανίζονται εισοδήματα από εμπορική δραστηριότητα. Ωστόσο, η Newco κατά την ημερομηνία της εξαγοράς δεν είχε πραγματοποιήσει εισοδήματα για τις διαχειριστικές χρήσεις 2003 και 2004 παρά μόνο μικρά εισοδήματα είχαν καταχωρηθεί στα βιβλία της Newco στους τελευταίους 5 μήνες του 2005. Ωστόσο, λίγο πριν από τη συγκέντρωση η Newco σύναψε σύμβαση με την πωλήτρια εταιρεία, προκειμένου η πρώτη να της παράσχει συγκεκριμένες υπηρεσίες. Η συγκεκριμένη σύμβαση συνέβαλε ώστε η Newco να θεωρηθεί ως μια ήδη υπάρχουσα και λειτουργούσα εταιρεία με τα προαπαιτούμενα έσοδα.

Λόγω της συγχώνευσης της Μ ΙΙ με την Newco, η Μ ΙΙ, η οποία μετονομάστηκε σε L, παραμένει «ανοικτή» φορολογικά για τις «ανοικτές» χρήσεις της Newco (δηλαδή τις χρήσεις που έληξαν 31 Δεκεμβρίου 2003, 2004, 2005 καθώς επίσης και για το μήνα Ιανουάριο 2006).

Η πωλήτρια εταιρεία της L (G) ανέλαβε την υποχρέωση να αποζημιώσει την Μ ΙΙ (ΕΥΡΩ 50 εκατ. περίπου) για κάθε πιθανή φορολογική επιβάρυνση για τις προαναφερθείσες «ανοικτές» φορολογικά χρήσεις.

Κόστος συναλλαγής της L

Η Μ ΙΙ κατέβαλλε τα κάτωθι ποσά για την εξαγορά της L:

- ΕΥΡΩ 4 εκατ. περίπου για τραπεζικές αμοιβές σε εταιρείες του Λουξεμβούργου (Hellas V), προκειμένου να τακτοποιηθούν οι τραπεζικές αμοιβές που προέκυψαν σε σχέση με τη χρηματοδότηση της εξαγοράς,
- ΕΥΡΩ 4 εκατ. περίπου στους ανάδοχους/εγγυητές, καταβεβλημένα μέσω της Hellas I,
- ΕΥΡΩ 0.2 εκατ. περίπου για διάφορα άλλα κόστη που προέκυψαν.

Πραγματικός φορολογικός συντελεστής Ομίλου (Group effective tax rate)

Ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής (effective tax rate – ETR) δείχνει ποια είναι η πραγματική φορολογική επιβάρυνση μιας επιχείρησης μετά από την τυχόν φορολογική αναμόρφωση των μη εκπιπτόμενων δαπανών για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος, τον τυχόν συμπληρωματικό φόρο εισοδήματος (3%) που επιβάλλεται επί των πραγματικών και τεκμαρτών εισοδημάτων από ακίνητα, των αφορολόγητων αποθεματικών, τις μεταφερόμενες φορολογικές ζημιές, την αναβαλλόμενη φορολογία (deferred tax) και καθετί άλλο που επηρεάζει τα φορολογητέα κέρδη σε σχέση με τα λογιστικά κέρδη. Με άλλα λόγια δείχνει σε ποσοστό ποια είναι η πραγματική φορολογική δαπάνη της επιχείρησης.

Ο κατωτέρω πίνακας 10 απεικονίζει το συνολικό ETR της X, της L και του ομίλου για τη χρήση 2005. Ο πίνακας 11 απεικονίζει το ETR της X για τις χρήσεις 2003 έως 2005 καθώς επίσης και για την περίοδο των 6 μηνών έως και 30 Ιουνίου 2006 (διαθέσιμα στοιχεία), ενώ ο πίνακας 12 το ETR της X, όπως αυτό διαμορφώθηκε μετά από φορολογικό έλεγχο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11: ETR Ομίλου χρήσης 2005 (Group Effective tax rate)

Πηγή: [Ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της X, L και του Ομίλου της 31 Δεκεμβρίου 2005]

Εκατ. ΕΥΡΩ	L	X	Όμιλος
Λογιστικά κέρδη (ζημιές) Ισολογισμού	(0.06)	(27.37)	(27.43)
Φορολογικός συντελεστής	32%	32%	-
Αναμενόμενη φορολογική επιβάρυνση	(0.02)	(8.76)	(8.78)

βάσει φορολογικών συντελεστών			
Φόρος εισοδήματος	-	-	-
Αναβαλλόμενη φορολογία (Deferred tax)	(0.02)	(8.82)	(8.78)
Διαφορά	0.00	(0.06)	(0.01)
ETR	32%	32.22%	32.02%

ΠΙΝΑΚΑΣ 12: ETR Ομίλου χρήσης 2003 έως 30 Ιουνίου 2006 (διαθέσιμα στοιχεία)

Πηγή: Βιβλία βάσει ΕΓΛΣ και ΔΠΧΠ, όπως ετοιμάστηκαν από τη Διοίκηση της Χ (προσχέδιο ανέλεγκτων οικονομικών καταστάσεων για την περίοδο από 1 Ιανουαρίου έως και 30 Ιουνίου 2006)

Effective tax rate	ΕΓΛΣ (Greek GAAP)			ΔΠΧΠ (IFRS)	
	2003	2004	1/1-15/6/2005	16/6-31/12/2005	1/1-30/6/2006
Εκατ. ΕΥΡΩ					
Λογιστικά κέρδη (ζημιές) Ισολογισμού	134.96	104.51	18.71	(27.37)	(17.51)
Φορολογικός συντελεστής	35%	35%	32%	32%	29%
Αναμενόμενη φορολογική επιβάρυνση βάσει φορολογικών συντελεστών	47.24	36.58	5.99	(8.76)	(5.08)
Φόρος εισοδήματος	51.01	29.66	5.13	-	-
Αναβαλλόμενη φορολογία (Deferred tax)	-	-	-	(8.82)	3.70
Διαφορά	3.77	(6.92)	(0.86)	(0.06)	8.78
ETR	37.80%	28.38%	27.43%	32.22%	(21.13)%

ΠΙΝΑΚΑΣ 13: ETR μετά από φορολογικό έλεγχο

Πηγή: [Έκθεση φορολογικού ελέγχου 2001 και 2002]

Effective tax rate 2001-2002	ΕΓΛΣ (Greek GAAP)	
	2001	2002
Εκατ. ΕΥΡΩ		
Καθαρά κέρδη πριν από φόρους	51.97	106.54
Φόρος εισοδήματος	21.00	37.80
ETR φορολογικής δήλωσης	40.41%	35.48%
Φορολογικός συντελεστής	37.50%	35.00%
Προσαυξήσεις καταλογισθέντες από το συνεργείο του φορολογικού ελέγχου	5.60	3.62
Διαφορά	26.60	41.42

ETR		51.19%	38.88%
-----	--	--------	--------

ETR

Από τους πίνακες ανωτέρω προκύπτει ότι η Χ πραγματοποίησε φορολογητέα κέρδη για τις χρήσεις 2003, 2004 και για την περίοδο έως και 15 Ιουνίου 2005.

Η προκύπτουσα από τη συγχώνευση εταιρεία Μ/Χ πραγματοποίησε φορολογικές ζημιές για τη χρήση 2005, κυρίως λόγω διαφόρων εξόδων που προέκυψαν από την εξαγορά των μετοχών της Χ.

Το ETR διαχρονικά εμφανίζεται μεγαλύτερο από τον εκάστοτε ισχύοντα φορολογικό συντελεστή, όπως ορίζεται από την ελληνική φορολογική νομοθεσία, λόγω των αναμορφωμένων δαπανών για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος, όπως έξοδα επιβατικών αυτοκινήτων, μη εκπιπτόμενες φορολογικά προβλέψεις κλπ. Η μείωση στη χρήση 2004 οφείλεται στην ύπαρξη αφορολογήτων εσόδων ύψους ΕΥΡΩ 30 εκατ. περίπου.

Σημειώνεται ότι το ETR είναι πιθανό να αυξηθεί σημαντικά κατόπιν ενός φορολογικού ελέγχου (η πρόβλεψη που έχει καταχωρηθεί στα βιβλία που τηρεί η εταιρεία βάσει ΔΠΧΠ δίνει μια ένδειξη της πιθανής έκβασης ενός μελλοντικού φορολογικού ελέγχου).

Αναβαλλόμενη φορολογία (Deferred tax)

Στα βιβλία της Χ που τηρεί βάσει ΔΠΧΠ έχει καταχωρηθεί μια αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση (deferred tax liability) ΕΥΡΩ 4.26 εκατ. με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2005 (στο ισοζύγιο Γενικού και Αναλυτικών Καθολικών με ημερομηνία 30 Ιουνίου 2006 η αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση αυξήθηκε σε ΕΥΡΩ 103.29 εκατ. κυρίως λόγω της αναπροσαρμογής της αξίας εξαγοράς της Χ).

Σύμφωνα με τη δήλωση φορολογίας εισοδήματος της Χ που υποβλήθηκε για τη διαχειριστική χρήση 2005, η Εταιρεία πραγματοποίησε φορολογικές ζημιές ύψους

ΕΥΡΩ 4.83 εκατ. χωρίς ωστόσο η Εταιρεία να αναγνωρίσει πιθανή αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση (potential deferred tax asset) ύψους ΕΥΡΩ 1.54 εκατ.

Επίσης η Χ δεν έχει αναγνωρίσει αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση στις οικονομικές καταστάσεις με ημερομηνία 30 Ιουνίου 2006 για την πιθανή φορολογική ζημιά, όπως προέκυψε από την περίοδο από 1 Ιανουαρίου έως και 30 Ιουνίου 2006.

ΠΙΝΑΚΑΣ 14: ETR της M II για 2003-2005 και της L (μετονομάστηκε σε M II) για την περίοδο από 1 Ιανουαρίου έως και 30 Ιουνίου 2006				
<i>Πηγή: [Ισολογισμός βάσει ΕΓΛΣ]</i>				
Εκατ. ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	1 Ιαν. – 30 Ιουν. 2006
Λογιστικά κέρδη (ζημιές) Ισολογισμού	(0.07)	(0.06)	(0.06)	5.14
Φορολογικός συντελεστής	35%	35%	32%	29%
Αναμενόμενη φορολογική επιβάρυνση βάσει φορολογικών συντελεστών	(0.02)	(0.02)	(0.02)	1.49
Φόρος εισοδήματος	0.00	0.00	0.00	0
Αναβαλλόμενη φορολογία (Deferred tax)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	0.19
Διαφορά	0.00	0.00	0.00	(1.30)
ETR	35%	35%	32%	3.73%

ETR

Η Μ ΙΙ πραγματοποίησε φορολογικές ζημιές για τις χρήσεις 2003, 2004 και 2005. Για την περίοδο από 1 Ιανουαρίου 2006 έως και 30 Ιουνίου 2006 (μετά τη συγχώνευση με τη Newco) πραγματοποίησε φορολογητέο κέρδος ύψους ΕΥΡΩ 5.14 εκατ.

Βάσει της δήλωσης φορολογίας εισοδήματος της Μ ΙΙ για τη χρήση 2005 οι συνολικές φορολογικές ζημιές προς μεταφορά και συμψηφισμό με τα φορολογητέα κέρδη στις επόμενες χρήσεις ανήλθε σε ΕΥΡΩ 0.19 εκατ., με αποτέλεσμα να δημιουργείται αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση ΕΥΡΩ 0.05 εκατ. (φορολογικός συντελεστής χρήσης 2006 29% x 0.19 = 0.05).

Σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις με ημερομηνία 30 Ιουνίου 2006, η L πραγματοποίησε μια λογιστική ζημιά βάσει ΕΓΛΣ ΕΥΡΩ 31 εκατ., ενώ το φορολογητέο αποτέλεσμα ανήλθε σε ΕΥΡΩ 3 εκατ.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου από 1 Ιανουαρίου έως και 30 Ιουνίου 2006, η L χρησιμοποίησε αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση, προερχόμενη από τις οικονομικές καταστάσεις της Newco με ημερομηνία 31 Ιανουαρίου 2006, με αποτέλεσμα να προκύπτει αναβαλλόμενη φορολογία ΕΥΡΩ 0.19 εκατ. και ETR 3.73%.

Από την επισκόπηση του ισοζυγίου της L με ημερομηνία 30 Ιουνίου 2006, παρατηρήσαμε ότι υπάρχουν και επιπλέον δαπάνες, οι οποίες σε περίπτωση μελλοντικού φορολογικού ελέγχου υπάρχει κίνδυνος να απορριφθούν για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος. Κατά την εκτίμησή μας, ο φόρος εισοδήματος ενδέχεται να αυξηθεί κατά ΕΥΡΩ 0.24 εκατ. με αποτέλεσμα να αυξηθεί το ETR σε 4.6%.

Αναβαλλόμενη φορολογία (Deferred tax)

Κατά τη διάρκεια της διαχειριστικής χρήσης 2005, η Newco πραγματοποίησε μια αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση ΕΥΡΩ 1.84 εκατ. Ως αποτέλεσμα της απορρόφησης του κλάδου L telecommunications της εταιρείας Info-L, η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση αυξήθηκε κατά ΕΥΡΩ 1.17 εκατ. με αποτέλεσμα να προκύψει συνολική αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση για την Newco στις 31 Ιανουαρίου 2006 ΕΥΡΩ 3.01 εκατ.

Η συνολική αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση για την Newco στις 30 Ιουνίου 2006 μειώθηκε σε ΕΥΡΩ 1.10 εκατ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 15: ETR της Newco για 2005 και για την περίοδο από 1 Ιανουαρίου έως και 31 Ιανουαρίου 2006

Πηγή: [Ισολογισμός βάσει ΕΓΛΣ]

Εκατ. ΕΥΡΩ	2005	Ιανουάριος 2006
Λογιστικά κέρδη (ζημιές) Ισολογισμού	(0.12)	2.08
Φορολογικός συντελεστής	32%	29%
Αναμενόμενη φορολογική επιβάρυνση βάσει	(0.04)	0.60

φορολογικών συντελεστών		
Φόρος εισοδήματος	2.48	2.25
Αναβαλλόμενη φορολογία (Deferred tax)	(1.84)	(1.27)
Διαφορά	0.68	0.39
<i>ETR</i>	(533.33%)	47.53%

Πρόβλεψη για κάλυψη πιθανών φορολογικών προστίμων και προσαυξήσεων σε περίπτωση μελλοντικού φορολογικού ελέγχου βάσει ΔΠΧΠ (IFRS tax provision)

Η Χ είχε καταχωρήσει στις 30 Ιουνίου 2006 στα βιβλία που τηρεί βάσει ΔΠΧΠ μια πρόβλεψη για κάλυψη πιθανών φορολογικών προστίμων και προσαυξήσεων που ενδέχεται να καταλογιστούν σε περίπτωση μελλοντικού φορολογικού ελέγχου ύψους ΕΥΡΩ 19.3 εκατ.

Σημειώνουμε ότι ενώ η εν λόγω πρόβλεψη στα βιβλία που τηρεί βάσει ΔΠΧΠ δεν επηρεάζει τυπικά και άμεσα τον πληρωτέο φόρο στην Ελλάδα, ωστόσο παρέχει σημαντικές πληροφορίες τόσο για τους μετόχους και τους διάφορους αναλυτές όσο και για τις αρμόδιες φορολογικές ελεγκτικές αρχές, καθώς μπορεί η συγκεκριμένη πρόβλεψη να αποτελέσει βάση καταλογισμού προστίμων και προσαυξήσεων.

Η ανωτέρω πρόβλεψη θα έπρεπε να ήταν μεγαλύτερη κατά ΕΥΡΩ 5.84 εκατ. αφενός λόγω του ότι δεν έχουν ληφθεί υπόψη τα διάφορα πρόστιμα και προσαυξήσεις και αφετέρου λόγω του ότι υπάρχουν επιπλέον δαπάνες (περίπου ΕΥΡΩ 15 εκατ.) οι οποίες υπάρχει κίνδυνος να απορριφθούν για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος.

Ειδικότερα η πρόβλεψη περιλαμβάνει δαπάνες οι οποίες για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος ενδέχεται σε περίπτωση μελλοντικού φορολογικού ελέγχου να απορριφθούν, αυξάνοντας το φόρο εισοδήματος για τις ανοικτές φορολογικά χρήσεις. Επίσης περιλαμβάνει πρόστιμα transfer pricing ύψους ΕΥΡΩ 1.67 εκατ., τα οποία έχουν καταλογιστεί από προηγούμενους φορολογικούς ελέγχους για τις χρήσεις 1997 έως και 2000 και για τα οποία η Εταιρεία έχει καταφύγει στα δικαστήρια, αμφισβητώντας το αποτέλεσμα του φορολογικού ελέγχου.

Σημειώνουμε ότι κατά τη συνήθη πρακτική των ελέγχων απορρίπτεται ένα ποσοστό των εν λόγω δαπανών επί του κύκλου εργασιών της εκάστοτε εταιρείας. Σύμφωνα με

τα ανωτέρω, παρατηρούμε ότι η πρόβλεψη έχει υπολογιστεί βάσει ενός ποσοστού 25%, ενώ ο τελευταίος φορολογικός έλεγχος απέρριψε σχετικές δαπάνες με ποσοστό 23%.

Ωστόσο σημειώνουμε ότι στην εν λόγω πρόβλεψη δεν έχουν ληφθεί υπόψη οι προσαυξήσεις και τυχόν πρόστιμα που ενδεχομένως καταλογίσει μελλοντικός φορολογικός έλεγχος (το ακριβές ποσό εξαρτάται από την ημερομηνία προσδιορισμού του οριστικού αποτελέσματος του ελέγχου και το αν η εταιρεία θα αποδεχθεί το πόρισμα του ελέγχου ή θα προσφύγει στα αρμόδια δικαστήρια).

Εις επίμετρον, η εταιρεία στην εν λόγω πρόβλεψη δεν έχει λάβει υπόψη τα πρόστιμα 10% transfer pricing penalties (βλ. άρθρο 39 του Ν.2238/1994 «Υπερτιμολογήσεις και Υποτιμολογήσεις») επί των μη εκπιπτόμενων φορολογικά management fees ύψους ΕΥΡΩ 10.96 εκατ. Βάσει των θέσεων του τελευταίου φορολογικού ελέγχου, το σχετικό πρόστιμο 10% θα ανέλθει σε ΕΥΡΩ 1.10 εκατ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 16: Φορολογική πρόβλεψη βάσει IFRS έως και 30 Ιουνίου 2006					
Φορολογική πρόβλεψη IFRS βάσει της Διοίκησης					
Εκατ. ΕΥΡΩ	2003	2004	2005	30 Ιουν. 2006	Σύνολο
Κέρδη ως βάση υπολογισμού	806.26	837.13	866.84	455.08	
Ποσοστό λογιστικών διαφορών επί των κερδών ως ανωτέρω	1.23%	1.15%	1.16%	1.15%	
Φορολογική βάση	9.92	9.63	10.02	5.23	
Φόρος εισοδήματος	3.47	3.37	3.21	1.52	
Δαπάνες διοικητικής υποστήριξης	15.35	15.15	7.93	5.38	
Ποσοστό δαπανών που θα απορριφθεί σε περίπτωση φορολογικού ελέγχου	25%	25%	25%	25%	
Φορολογική βάση	3.84	3.79	1.98	1.35	
Φόρος εισοδήματος	1.34	1.33	0.63	0.39	
Χρηματοοικονομικά έξοδα				13.95	
Ποσοστό δαπανών που θα απορριφθεί σε περίπτωση φορολογικού ελέγχου				100%	
Φορολογική βάση				13.95	
Φόρος εισοδήματος				4.05	
Συνολική φορολογική επιβάρυνση	4.81	4.70	3.84	5.95	19.30
Πρόστιμα Transfer pricing (1997-2000)			1.67	1.67	
Εκτίμηση φορολογική πρόβλεψης IFRS πέραν της Διοίκησης					
Φορολογική πρόβλεψη βάσει IFRS					
Δαπάνες διοικητικής υποστήριξης			15.00		
Ποσοστό δαπανών που θα απορριφθεί σε			25%		

Περίπτωση φορολογικού ελέγχου					
Φορολογική βάση			3.75		
Φόρος εισοδήματος			1.20		1.20
Προσαυξήσεις έως 30 Ιουν. 2006 μετά από έκπτωση 40%, λόγω διοικητικής επίλυσης της διαφοράς	2.25	0.79	0.12		3.16
Πρόστιμα Transfer pricing	0.38	0.38	0.57	0.13	1.47
Συνολική φορολογική επιβάρυνση μετά από τις προσαυξήσεις	7.44	5.87	5.73	6.08	25.13

Η Χ έχει προσφύγει ενώπιον των δικαστικών αρχών για τα πρόστιμα transfer pricing που καταλόγισε ο φορολογικός έλεγχος για τις χρήσεις 1997 έως και 2000 ποσού ΕΥΡΩ 2.23 εκατ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 17: Πρόστιμα Transfer pricing 1997-2000 – Προσφυγή στα Δικαστήρια					
<i>Πηγή: [Προσφυγές στις Δικαστικές Αρχές]</i>					
Εκατ. ΕΥΡΩ	1997	1998	1999	2000	Total
Πρόστιμα Transfer pricing	0.47	0.59	0.76	0.41	2.23
Προκαταβολή 25% λόγω προσφυγής	0.12	0.15	0.19	0.10	0.56
Οφειλόμενα πρόστιμα Transfer pricing	0.35	0.44	0.57	0.31	1.67

ΠΙΝΑΚΑΣ 18: Πρόστιμα Transfer pricing 2001-2002 – Συμβιβασμός			
<i>Πηγή: [Έκθεση φορολογικού ελέγχου χρήσεων 2001 & 2002]</i>			
Εκατ. ΕΥΡΩ	2001	2002	Total
Έξοδα Διοικητικής υποστήριξης που δεν αναγνωρίστηκαν	3.38	3.22	6.60
Συντελεστές προστίμων transfer pricing	10%	10%	10%
Καταλογισθέντα πρόστιμα Transfer pricing	0.34	0.32	0.66

Κατά τη διενέργεια παλιότερων φορολογικών ελέγχων για τις χρήσεις 1998 έως και 2000, ένα ποσό ύψους ΕΥΡΩ 17.62 εκατ. περίπου δεν αναγνωρίστηκε για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος (το ποσό σχετιζόταν με χρεώσεις από συνδεδεμένες εταιρείες του Ομίλου), με αποτέλεσμα να καταλογιστούν πρόστιμα transfer pricing ύψους ΕΥΡΩ 1.67 εκατ. όπως αναλύεται στους παραπάνω πίνακες. Η σχετική λογιστική διαφορά καταλογίστηκε λόγω του ότι το συνεργείο του φορολογικού ελέγχου θεώρησε τα εν λόγω ποσά υπερτιμολογημένα.

Παρόμοια θέση είχαν υιοθετήσει οι αρμόδιες φορολογικές αρχές και για τη χρήση 1997 και απέρριψαν για σκοπούς φορολογίας εισοδήματος ποσό ΕΥΡΩ 4.7 εκατ. και καταλόγισαν πρόστιμο transfer pricing ΕΥΡΩ 0.47 εκατ. όπως αναλύεται στους παραπάνω πίνακες.

Η Χ προσέφυγε στα αρμόδια Διοικητικά δικαστήρια για τα πρόστιμα transfer pricing ποσού ΕΥΡΩ 2.23 εκατ. Η Χ προκατάβαλλε βάσει φορολογικής νομοθεσίας το 25% (ΕΥΡΩ 0.56 million).

Προς το παρόν δεν έχει εκδικαστεί η συγκεκριμένη υπόθεση. Σε περίπτωση που η απορριφτεί η προσφυγή της εταιρείας, η Χ θα πρέπει να καταβάλλει άμεσα το υπόλοιπο ποσό. Σημειώνουμε ότι το ποσό ΕΥΡΩ 1.67 εκατ. έχει συμπεριληφθεί στην IFRS provision που έχει σχηματίσει η Χ.

Επίσης transfer pricing πρόστιμα ύψους ΕΥΡΩ 0.66 εκατ. καταλογίστηκαν για τις χρήσεις 2001 και 2002, λόγω απόρριψης δαπανών royalties και management fees που κατέβαλε η Χ σε συνδεδεμένες εταιρείες του Ομίλου. Η Χ προχώρησε σε διοικητική επίλυση της διαφοράς με τις φορολογικές αρχές και κατέβαλε το σχετικό αντίτιμο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 19: Υπολογισμός της φορολογικής επιβάρυνσης της Χ σχετικά με την παραγωγικότητα των χρεωστικών τόκων (usury restrictions)					
27 Οκτωβρίου 2005 έως 31 Δεκεμβρίου 2005 (ποσά σε εκατ. ΕΥΡΩ)					
Δανειστής	Δανειολήπτης	Δάνειο	Επιτόκιο	Περίοδος	Πιστωτικοί τόκοι
Χ	Hellas VII	20	Euribor	27/10/05 - 31/12/05	0.07
Υποσύνολο					0.07
Δανειστής	Δανειολήπτης	Δάνειο	Επιτόκιο	Περίοδος	Χρεωστικοί τόκοι
Hellas IV	Χ	20	11.044%	27/10/05 - 31/12/05	(0.41)
Υποσύνολο					(0.41)
Συνολικό καθαρό κέρδος / (ζημιά) από τόκους					(0.34)

ΠΙΝΑΚΑΣ 20: Υπολογισμός της φορολογικής επιβάρυνσης της Χ σχετικά με την παραγωγικότητα των χρεωστικών τόκων (usury restrictions)					
1 Ιανουαρίου 2006 έως 30 Ιουνίου 2006 (ποσά σε εκατ. ΕΥΡΩ)					
Δανειστής	Δανειολήπτης	Δάνειο	Επιτόκιο	Περίοδος	Πιστωτικοί τόκοι

X	Hellas VII	20	Euribor	01/01/06 - 31/01/06	0.03
X	M II	27	8.250%	01/02/06 - 30/06/06	0.93
X	M II	42	8.250%	01/02/06 - 30/06/06	1.44
Υποσύνολο					2.40
Δανειστής	Δανειολήπτης	Δάνειο	Επιτόκιο	Περίοδος	Χρεωστικοί τόκοι
Hellas IV	X	20	11.044%	01/01/06 - 31/01/06	(0.19)
Hellas IV	X	27	11.044%	01/02/06 - 30/06/06	(1.24)
Hellas IV	X	42	11.044%	01/02/06 - 30/06/06	(1.93)
Υποσύνολο					(3.36)
Συνολικό καθαρό κέρδος / (ζημιά) από τόκους					(0.96)

Παραγωγικότητα της δαπάνης (Impact of Greek usury restrictions)

Το δάνειο ύψους ΕΥΡΩ 20 εκατ. μεταξύ της X και της Hellas VII καθώς επίσης και τα δάνεια ΕΥΡΩ 27 εκατ. και ΕΥΡΩ 42 εκατ. μεταξύ της X και της MII υπόκεινται στους περιορισμούς που θέτει η ελληνική φορολογική νομοθεσία περί παραγωγικότητας της δαπάνης (subject to Greek usury restrictions). Συγκεκριμένα, θα πρέπει να επισημανθεί ότι για την έκπτωση των τόκων δανείων απαραίτητη προϋπόθεση, μεταξύ άλλων, είναι η παραγωγική χρησιμοποίηση του δανείου για τις ανάγκες της Εταιρείας. Κατά συνέπεια, εάν η Εταιρεία δεν είναι σε θέση να αποδείξει ότι ολόκληρο το ποσό του δανείου ήταν απαραίτητο για την κάλυψη των αναγκών της, υπάρχει κίνδυνος να απορριφθεί μέρος των τόκων που έχουν επιβαρύνει τα αποτελέσματα της Εταιρείας.

Τα δάνεια ΕΥΡΩ 27 εκατ. και ΕΥΡΩ 42 εκατ. μεταξύ της X και της M II έχουν το υψηλότερο επιτόκιο που επιτρέπεται στην ελληνική τραπεζική αγορά (8.25%), ενώ το δάνειο ύψους ΕΥΡΩ 20 εκατ. έχει επιτόκιο ίσο με το Euribor.

Σε περίπτωση που το επιτόκιο με το οποίο δανείζει η X είναι χαμηλότερο από το επιτόκιο με το οποίο δανείζει, υπάρχει κίνδυνος οι φορολογικές αρχές να

χρησιμοποιήσουν ως εν λόγω επιτόκιο ως μέσο σύγκρισης και να αμφισβητήσουν τη δυνατότητα έκπτωσης των εν λόγω χρεωστικών τόκων.

Όπως απεικονίζεται στους παραπάνω πίνακες, οι διαφορές στους τόκους όταν η Χ δανείζει και όταν δανείζεται είναι ΕΥΡΩ 0.34 εκατ. για τη χρήση 2005 και ΕΥΡΩ 0.96 εκατ. για την περίοδο έως 30 Ιουνίου 2006.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1 Φεβρουαρίου 2006 έως και 7 Ιουνίου 2006 (πριν από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης μεταξύ της M II και της Newco), η M II χορήγησε ένα δάνειο στην Newco ύψους ΕΥΡΩ 25 εκατ. με επιτόκιο 8.25%. Την ίδια στιγμή, μέρος των δανείων που είχε λάβει η M II είχαν επιτόκιο μεγαλύτερο από 8.25%. Ωστόσο, λόγω της συγχώνευσής τους, το έξοδο των χρεωστικών τόκων της Newco αντισταθμίστηκε από τους πιστωτικούς τόκους της M II και επομένως κανένα αποτέλεσμα δεν υφίστανται τα φορολογητέα αποτελέσματα της M II (μετονομάστηκε σε L) μετά τη συγχώνευση.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ

- Model Tax Convention on Income and on Capital, 2003

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Γεώργιος Στ. Αληφαντής, «Ενοποιημένες Οικονομικές καταστάσεις», Αθήνα 1998, Εκδόσεις Πάμισος.
- Νικόλαος Β. Γεωργόπουλος, «Στρατηγικό Μάνατζμεντ», Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα 2002.
- Λ. Γεωργακόπουλο, «Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου», 1996, 2^η έκδοση, 632, 638.
- Γεωργακόπουλο, «Δίκαιο ΑΕ», τόμος 3, 1974, 121.
- Γεωργακόπουλος, «Εταιρείες και συνδεδεμένες επιχειρήσεις», β' έκδ., εκδ. Αφοί Σάκκουλα, Αθήνα, 1996, 643, 644.
- Έρευνα της PriceWaterhouseCoopers (PWC) για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις των ελληνικών επιχειρήσεων 2006.
- Ερμηνεία των IFRS από τη Νομική Βιβλιοθήκη, 2007.
- Ευθύμογλου Π., «Επιχειρησιακή Στρατηγική», Τεύχος Α, 1990.
- Θωμαδάκης, Ξανθάκης, «Αγορές χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 1990.
- Κανελλόπουλος Χ., «Μάνατζμεντ και αποτελεσματική Διοίκηση», International Publishing, Αθήνα 1990.
- Δημήτριος Ι. Καραγιάννης, Ιωάννης Δ. Καραγιάννης, Αικατερίνη Δ. Καραγιάννη «Συστάσεις-Μετατροπές-Συγχωνεύσεις-Απορροφήσεις-Λύσεις και Εκκαθαρίσεις επιχειρήσεων στην πράξη», 4^η έκδοση, Θεσ/κη, 2007.
- Απόστολος Α. Καραγκουνίδης, «Ανώμαλη συγχώνευση και Διάσπαση Ανωνύμων Εταιρειών», Εκδόσεις Σάκκουλα, Θεσ/κη, 1997.
- Α. Καραγκουνίδη, «Οι προϋποθέσεις αύξησης του κεφαλαίου της απορροφώσας εταιρείας στη συγχώνευση ΑΕ με απορρόφηση», ΕΕμπΔ 1993, 162-171.
- Π. Καραμανώλη, «Παροχή Δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών», ΔΕΕ 1997, 248.
- Κεφαλέα, «Εξωεταιρικά συμφωνία μετόχων α.ε.», ΕΕμπΔ 1971, 179 επ.
- Δ. Κριμπά, «Συγχώνευση των εμπορικών εταιρειών», Αθήνα, 1961, 176
- Λεβαντής, «Το Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών», τόμος 3, 1995, 96.
- Μιλτιάδης Κ. Λεοντάρης, «Μετατροπή-Συγχώνευση-Διάσπαση εταιρειών», Αθήνα 2000, Εκδόσεις Πάμισος.
- Α. Μεταλληνός, «Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών», 10^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Ηράκλειο, 3-5 Νοεμβρίου 2000.
- Γ. Μιχαλόπουλος, «Η τύχη της μειοψηφίας κατά τη συγχώνευση α.ε.», σε Τιμ.τ. Κ.Ν. Ρόκα, σ. 77.
- Μιχαλόπουλο, «Ζητήματα εξωεταιρικών συμφωνιών», ΕΕμπΔ 1992, 345.
- Ξενοφών «Οικονομικός», Εκδόσεις ΕΝΑΛΙΟΣ.
- Κ.Γ. Παμπούκης, «Το Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών», 1991, 185 επ.
- Ι. Πασσιά, «Το Δίκαιο της ΑΕ», τ. 2, 1969, 1063-1064
- Ευάγγελος Περάκης, «Το δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας: Μετασχηματισμοί εταιρειών», 2^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2001, Τόμος 8.
- Ευ. Περάκη, «Η μορφολογία των εξαγορών», ΔΕΕ 2001, 235.
- Νικόλαος Πρωτοψάλτης, «Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων: Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2005.

- Νικ. Κ. Ρόκα, «Αναδιάρθρωση επιχειρήσεων στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου», Εισήγηση σε ημερίδα Ε.Ο.Φ.Ν., ΕΒΕΑ. 15-16 Μαΐου 1998
- Νικ. Κ. Ρόκα, «Εμπορικές Εταιρείες», 4^η έκδοση, 1996
- Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Μετατροπές εταιρειών & εκτίμηση αξίας επιχειρήσεων», Εκδόσεις Βρύκου, Αθήνα 2001.
- Εμμανουήλ Γ. Σακέλλης, Νικόλαος Γ. Πρωτοψάλτης, «Ενοποιημένες Οικονομικές καταστάσεις», Εκδόσεις Βρύκου, Αθήνα 1991.
- Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων που προβλέπουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα με βάση το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο», Εκδόσεις Ε. Σακέλλη, Αθήνα 2005.
- Χρ. Χρυσάνθη, «Μεταβίβαση δανείων», ΔΕΕ 1996, 133.

ΞΕΝΗ

- Agrawal A., J. F. Jaffe and G. N. Mandelker, "The post merger performance of acquiring firms", Journal of finance 47, no.4 September 1992.
- A. Agrawal & Charles Knoeber, "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", Journal of financial and quantitative analysis, Vol. 31, no.3 1996, pp.377-397.
- Barney J., "Gaining and sustaining competitive advantage", 2nd edition, Prentice Hall Inc., 2002.
- E. Bercovitch & M. P. Narayanan, "Motives for takeovers: An empirical investigation", Journal of financial and quantitative analysis, Vol. 28, no.3 1993, pp.347-362.
- M. Brandley, A Desai & E. Kim "The rationale behind interfirm tender offers. Information or Synergy?", Journal of financial economics, 1983, Vol.11.
- M. Brandley, A Desai & E. Kim "Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", Journal of financial economics, 1988, Vol.21, pp.3-31.
- Bodie, Kane, Marcus, "Investments", Mac Graw Hill, Irwin, 2004.
- Zvi Bodie & Robert C. Merton, "Finance", Prentice Hall, 1999.
- C. J. Cook, C. S. Kerse, "E.C. Merger Control", London, 2000, Sweet & Maxwell.
- Coulter M., "Strategic Management in action", 2nd edition, Prentice Hall Inc., 2002.
- Pablo Fernandez, "Valuing companies by Cash Flow Discounting: Ten methods and nine theories", IESE Research papers D/451, IESE Business School.
- D. Flanagan, "Announcements of purely related and purely unrelated mergers and shareholders returns: Reconciling the relatedness paradox", Journal of Management, 1998, Vol.5, pp.27-46.
- Patric A. Gaughan, "Mergers, Acquisitions and Corporate restructuring", John Wiley and Sons, 1999.
- G. D. Harrell and R. O. Kiefer, "Multinational Strategic Market Portfolios", MSU Business Topics, 1981.
- P. Holl & D. Kyriazis, "Wealth creation and bid resistance in UK takeover bids.", Strategic management journal, 1997, Vol.18, pp.483-498.
- P. Holl & D. Kyriazis, "The determinants of outcome in UK takeover bids", Journal of the economics of business, 1996, Vol.3, pp.165-183.

- Johnson G, K. Scholes, “Exploring Corporate Strategy”, 6th edition, Prentice Hall Inc., 2002.
- Malatesta, Paul H., «The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms», Journal of Financial Economics 11, No. 1 – 4, 1983.
- Manne, “Mergers and the market for corporate control”, Journal of political Economy, 1965, Vol.3, pp.110-120.
- J. E. McCann, III, “The Growth of acquisitions in services”, Long Range Planning, 1996.
- Model Tax Convention on Income and on Capital, 2003
- Pratt Reilly, “Valuing a business”, Schweih, 1996.
- Roll Richard, The hubris Hypothesis of Corporate takeovers”, Journal of Business 59, No. 2, April 1986.
- Sudi Sudarsanam, “Creating Value from Mergers and Acquisitions: The challenges, an integrated and international perspective”, Prentice Hall Inc.
- Thomas L. Wheelen, J. David Hunger, “Strategic management and Business policy”, ninth edition, Pearson Prentice Hall.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟ INTERNET

- www.europa.eu.int
- www.taxheaven.gr
- www2.logistis.gr
- Lawdb.intrasoftnet.com
- www.ine.otoe.gr
- www.investopedia.com/university/mergers

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ

Α/Α	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος Συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξαγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Επιχείρησης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μετοχών / Καθαρή θέση
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος				
1	4-Jan-05	Εξαγορά	Ιδιώτης	Ελλάδα	Ιδιώτης	Marac Ηλεκτρονική	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες- Ηλεκτρονικός εξοπλισμός	10,0%	2.100.000	13,93	
2	4-Jan-05	Εξαγορά	Οριζόντιες Εμπορική	Ελλάδα	Εταιρία Συμμετοχών	Nova Aliment	Ελλάδα	Λιανικό εμπόριο (Supermarket)	100,0%			
3	5-Jan-05	Εξαγορά	Attica A.E. Συμμετοχών	Ελλάδα	Εταιρία Συμμετοχών	Hellas Flying Dolphin (Hellas	Ελλάδα	Ναυτιλία	11,6%	13.461.936	47,17	
4	5-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	Cherry Computers	Ελλάδα	Πληροφορική	34,0%			
5	5-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	System Soft	Ελλάδα	Πληροφορική	35,0%			
6	5-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	Supervisor	Ελλάδα	Πληροφορική	35,0%			
7	5-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	Dynacom	Ελλάδα	Πληροφορική	35,0%			
8	5-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	Info	Ελλάδα	Πληροφορική	35,0%			
9	7-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	Ικτινός	Ελλάδα	Real Estate	100,0%	2.800.000	33,79	
10	7-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	Αιχμή	Ελλάδα	Real Estate	100,0%	2.750.000		
11	7-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	ΜΙΔας	Ελλάδα	Real Estate	100,0%	2.750.000	μτς	
12	7-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	Optima	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	7,9%			
13	10-Jan-05	Κοινοπραξία	TOUSA	Ελλάδα	Κατασκευές	Sunbelt Holdings	Ηνωμένες Πολιτείες	Κατασκευές				
14	11-Jan-05	Εξαγορά	Παντεχνική	Ελλάδα	Τεχνική εταιρία	Α.Μ.Ν. Τεχνική & εμπορική ΑΕ	Ελλάδα	Τεχνική εταιρία	60,0%	99.936	μτς	
15	11-Jan-05	Εξαγορά	Ακτωρ	Ελλάδα	Κατασκευές	Παλέρδα Κτηματική	Ελλάδα	Κατασκευές	100,0%			
16	11-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Λοιπά/Μη Δημοσιευμένα	Εστιατόρια Διαβατιών	Ελλάδα	Εστίαση	35,0%			
17	12-Jan-05	Εξαγορά	Altica Ventures	Ελλάδα	Venture capital	e-Global	Ελλάδα	Πληροφορική				
18	13-Jan-05	Εξαγορά	Περσεύς	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Ελληνικές Ιχθυοκαλλιέργειες Κυκλάδων	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	50,0%			
19	14-Jan-05	Εξαγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	Domus	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	10,0%			
20	17-Jan-05	Εξαγορά	Βοράγγης ΑΕ	Ελλάδα	Κατασκευές σπιτιών	Fantoni Hellas	Ελλάδα	Κατασκευές σπιτιών	100,0%			

ΑΙΔ	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξαγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Επιχείρησης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μετοχών / Καθαρή θέση
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος				
21	18-Jan-05	Εξαγορά	Morak Ηλεκτρονική	Ελλάδα	Χονδρικό εμπόριο ηλεκτρονικών	Unikis SRL	Ρουμανία	Εμπόριο τηλεφώνων	98,0%	973.000		
22	18-Jan-05	Εξαγορά	Λαονόρα Καπλανίδη	Ελλάδα	Υποδήματα	Μουριάδης	Ελλάδα	Υποδήματα	32,3%			
23	19-Jan-05	Εξαγορά	Venture Ability	Ελλάδα	Επενδυτική εταιρία	Λάμπα	Ελλάδα	Ξενοδοχεία	20,1%	30.488.564	21,09	
24	24-Jan-05	Εξαγορά	Μπουτάρης & Υιός	Ελλάδα	Ποτά	Μπουτάρη Οινοποιητική	Ελλάδα	Ποτά	26,0%	9.160.000	17,07	
25	24-Jan-05	Εξαγορά	SEB	Γαλλία	Λιανεμπόριο	SEB-Benubi	Ελλάδα	Λιανικό εμπόριο	50,0%			
26	25-Jan-05	Εξαγορά	Τράπεζα Πειραιώς	Ελλάδα	Τράπεζες	Eurobank A.D	Βουλγαρία	Τράπεζες	99,7%	48.400.000		
27	25-Jan-05	Εξαγορά	Dafinex Company		Εταιρία Επενδύσεων	Pallas Holdings	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	18,0%	5.300.000		
28	26-Jan-05	Εξαγορά	Millenium BCP	Πορτογαλία	Τράπεζες	Novabank	Ελλάδα	Τράπεζες	50,0%	330.000.000		5,05
29	27-Jan-05	Εξαγορά	Alpha Bank	Ελλάδα	Τράπεζες	Jubanka	Σερβία & Μαυροβούνιο	Τράπεζες	97,1%	166.590.669		1,57
30	28-Jan-05	Εξαγορά	Σφιακιανάκης	Ελλάδα	Εμπόριο αυτοκινήτων	Alpan Electroline Ltd	Κύπρος	Λιανεμπόριο ηλεκτρικών ειδών	25,0%			
31	28-Jan-05	Εξαγορά	Interoelon	Ελλάδα	Βιομηχανία τασιμέντου	Belokat	Ελλάδα	Βιομηχανία τασιμέντου	100,0%			
32	31-Jan-05	Εξαγορά	Regal Petroleum	Ηνωμένο Βασίλειο	Βιομηχανία πετρελασιών	Kavala Oil SA	Ελλάδα	Βιομηχανία πετρελασιών	13,9%	892.000	μς	μς
33	1-Feb-05	Εξαγορά	FHL Memeren (Κυριακίδης)	Ελλάδα	Μη μεταλλικά ορυκτά - τασιμένα	Cosmos Building Materials	Κίνα	Μη μεταλλικά ορυκτά - τασιμένα	51,0%	727.300		
34	2-Feb-05	Εξαγορά	EBZ	Ελλάδα	Βιομηχανία ζαχαρής	Fabrika Secera Salkaska Zabali	Σερβία & Μαυροβούνιο	Βιομηχανία ζαχαρής	15,1%	2.800.000		
35	4-Feb-05	Κοινοπραξία	Spider Ενέργεια	Ελλάδα	Ενέργεια	Cesa SA	Ισπανία	Ενέργεια				
36	7-Feb-05	Εξαγορά	DZ Bank	Γερμανία	Τράπεζες	Πανελλήνια Τράπεζα	Ελλάδα	Τράπεζες	10,0%	17.000.000		5,62
37	8-Feb-05	Εξαγορά	Ιδιώτες	Ελλάδα	Ιδιώτες	Aegean Airlines	Ελλάδα	Αεροπορική εταιρία	6,8%			
38	8-Feb-05	Εξαγορά	Minoan Lines	Ελλάδα	Ναυτιλία	Heilas Flying Dolphins	Ελλάδα	Ναυτιλία	1,7%			
39	10-Feb-05	Εξαγορά	GIT Holding	Ελλάδα	Πληροφορική	Computer Project	Ελλάδα	Πληροφορική	32,7%			
40	10-Feb-05	Εξαγορά	Στέλεχη της εταιρίας	Ελλάδα	Ιδιώτες	Advanced Information	Ελλάδα	Συστήματα μηχανογράφησης	100,0%			

Α/Α	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος Συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξαγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Επιχείρησης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μεταχών / Καθαρή θέση
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος				
41	14-Feb-05	Εξαγορά	EFG Eurobank Securities	Ελλάδα	Χρηματοπιστωτική	Ερμής Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.	Ελλάδα	Χρηματοπιστωτική	51,0%	2.250.000	μικ	
42	15-Feb-05	Εξαγορά	Δέλλα Συμμετοχών	Ελλάδα	Συμμετοχική εταιρία	Δέλλα Πρότυπος Βιομηχανία	Ελλάδα	Βιομηχανία τροφίμων	30,0%	62.000.000	4,40	
43	15-Feb-05	Εξαγορά	Coffee Connection	Ελλάδα	Είδη διατροφής	Cafeteex (Brazilta)	Ελλάδα	Είδη διατροφής	100,0%			
44	15-Feb-05	Εξαγορά	Autohellas	Ελλάδα	Ενοικιαστές αυτοκινήτων	Ελφράκκα	Ελλάδα	Ανταλλακτικά αυτοκινήτων	42,0%			
45	18-Feb-05	Εξαγορά	Τράπεζα Πειραιώς	Ελλάδα	Τράπεζες	Atlas Banka	Σερβία & Μαυροβούνιο	Τράπεζες	60,0%	19.500.000		
46	18-Feb-05	Εξαγορά	Αφαι Χαπαγκίου	Ελλάδα	Είδη διατροφής	Boiero	Ελλάδα	Είδη διατροφής	100,0%			
47	21-Feb-05	Εξαγορά	Coca Cola 3E	Ελλάδα	Εταιρία εμφιάλωσης	Viasinka	Σερβία & Μαυροβούνιο	Εταιρία εμφιάλωσης	50,0%	10.750.000		
48	22-Feb-05	Εξαγορά	Attica A.E. Συμμετοχών	Ελλάδα	Εταιρία Συμμετοχών	Μινωικές Γραμμές	Ελλάδα	Ναυτιλία	9,5%	22.260.054	13,22	
49	22-Feb-05	Εξαγορά	Μοθίος Πυρμαγα ΑΕ	Ελλάδα	Κατασκευή πυρμαγών	Ιντσά Πυρμαγα	Ελλάδα	Κατασκευή πυρμαγών	100,0%			
50	2-Mar-05	Εξαγορά	Ιδιώτης	Ελλάδα	Ιδιώτης	Κλουκίνας Λάμπρος	Ελλάδα	Κατασκευαστική	16,8%	5.920.000	2,25	
51	3-Mar-05	Εξαγορά	Βιοχάλκο	Ελλάδα	Βασικά Μέταλλα	Σιληγουργιά Κορίνθου	Ελλάδα	Βασικά Μέταλλα	11,5%			
52	3-Mar-05	Εξαγορά	Τράπεζα Πειραιώς	Ελλάδα	Τράπεζες	Πειραιώς Prodefin Holding	Ελλάδα	Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες	26,7%			
53	9-Mar-05	Εξαγορά	Hellas Participations	Ελλάδα	Εταιρία Συμμετοχών	Ελληνική Τεχνοδομική	Ελλάδα	Κατασκευές	11,7%	59.400.000	2,64	
54	10-Mar-05	Εξαγορά	Μυτιληναίος	Ελλάδα	Μεταλλουργία, Ενέργεια, Άμυνα	Αλουμίνιο της Ελλάδος	Ελλάδα	Βιομηχανία αλουμινίου	53,0%	79.482.702	0,50	
55	10-Mar-05	Εξαγορά	Ιδιώτες	Ελλάδα	Ιδιώτες	Royal ABBEE	Ελλάδα	Τρόφιμα	61,6%	4.420.000		
56	11-Mar-05	Εξαγορά	Γερμανός	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	Uniteil LLC	Ουζμπεκιστάν	Τηλεπικοινωνίες	100,0%			
57	16-Mar-05	Εξαγορά	Κυπριακή εταιρία	Κύπρος	Εμπόριο υποδημάτων	Πετριδής	Ελλάδα	Εμπόριο υποδημάτων	63,9%	1.100.000	μικ	
58	18-Mar-05	Εξαγορά	Arax Partners & Texas Pacific	Ηνωμένες Πολιτείες	Venture Capital	TIM Ελλάς	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες	100,0%	1.377.654.157	6,38	
59	21-Mar-05	Εξαγορά	Ιδιώτης	Ελλάδα	Ιδιώτης	Imperio Forwarding Agent	Ελλάδα	Logistics	70,9%	13.713.961	5,76	
60	21-Mar-05	Εξαγορά	Διακέρ ΑΤΕ	Ελλάδα	Κατασκευές	Ίκαρος Εξμετάλλευση	Ελλάδα	Βιομηχανία ενέργειας	100,0%			

Α/Α	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος Συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξαγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Επιχείρησης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μεταχών / Καθαρή θέση
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος				
61	24-Mar-05	Εξαγορά	Intrakat	Ελλάδα	Πληροφορική	Intradevelopment	Ελλάδα	Real Estate	5,0%	110.000		
62	24-Mar-05	Συγχώνευση	Euroline	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	Marfin Global Investments	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων				
63	28-Mar-05	Εξαγορά	ΕΛΓΕΚΑ	Ελλάδα	Είδη Διατροφής/Χαυδρ	Logistics Services Hellas	Ελλάδα	Logistics	6,3%	154.136	3,22	
64	29-Mar-05	Εξαγορά	Γ. Κ. ΡΙΖΑΚΟΣ	Ελλάδα	Μονώσης/Συσκευαστικές	ΑΤΛΑΝΤΗΣ	Ελλάδα	Συσκευασίες	100,0%			
65	29-Mar-05	Κοινοπραξία	Πετζετάκις	Ελλάδα	Συστήματα σωλήνων	Polytubes	Καναδάς	Συστήματα σωλήνων				
66	29-Mar-05	Εξαγορά	EFG Eurobank	Ελλάδα	Τράπεζες	HC Istanbul AS	Τουρκία	Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες	94,0%			
67	1-Apr-05	Εξαγορά	Coca Cola 3E	Ελλάδα	Εμφιάλιση αναψυκτικών	Mullton	Ρωσία	Εμφιάλιση χυμών	50,0%	188.000.000		
68	4-Apr-05	Εξαγορά	Δέλτα Συμμετοχών	Ελλάδα	Εταιρία Συμμετοχών	Γενική Τροφίμων-Μπαρμπα Σταθής	Ελλάδα	Τρόφιμα	10,5%	6.708.675	5,56	
69	4-Apr-05	Συγχώνευση	Νότος	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	Ετάκος	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	51,0%			
70	4-Apr-05	Εξαγορά	Coca Cola 3E	Ελλάδα	Εμφιάλιση αναψυκτικών	Bankia	Βουλγαρία	Εμφιάλιση νερού	50,0%			
71	5-Apr-05	Κοινοπραξία	Aspis Bank	Ελλάδα	Τράπεζες	ABN AMRO	Ελλάδα	Τράπεζες				
72	7-Apr-05	Εξαγορά	OTE	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες	COSMOTE	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες	4,6%	214.100.812	6,97	
73	7-Apr-05	Εξαγορά	Newsphone Hellas	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες	Call Centre Hellas	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες	20,0%			
74	8-Apr-05	Εξαγορά	Hitech SNT	Ελλάδα	Συμβουλευτική	Αθηνάϊκη Αναπτυξιακή	Ελλάδα	Συμβουλευτική	20,0%	180.000	22,74	
75	13-Apr-05	Εξαγορά	Δέλτα Ενέργεια	Ελλάδα	Ενέργεια	Αιολική Μαρτίνου	Ελλάδα	Αιολική ενέργεια	60,0%	488.000		
76	13-Apr-05	Εξαγορά	Interbeton	Ελλάδα	Βιομηχανία τσιμέντου	Εταιμο Σκυρόδεμα - Αφαι Παυλίδης	Ελλάδα	Βιομηχανία τσιμέντου	86,0%			
77	14-Apr-05	Εξαγορά	Ιδιώτης	Ελλάδα	Ιδιώτης	Αιακός ΑΕ	Ελλάδα	Λιανεμπόριο ηλεκτρικών ειδών	49,0%	8.476.000	μ/ε	
78	15-Apr-05	Εξαγορά	EFG Eurobank	Ελλάδα	Τράπεζες	Logistics DIS	Ελλάδα	Πληροφορική	15,9%			
79	15-Apr-05	Εξαγορά	Παλαιός Real Estate	Ελλάδα	Διαχείριση ακινήτων	Club Hotel Loutraki	Ελλάδα	Ξενοδοχεία	7,0%			
80	18-Apr-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	Videosonic	Ελλάδα	Ψυχαγωγία	30,0%	4.000.000	3,80	

ΑΙΔ	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος Συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξαγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Επιχείρησης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μεταχών / Καθαρή θέση
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος				
81	20-Apr-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	Optimum	Ελλάδα	Τεχνολογία	51,0%	800.000	9,21	
82	25-Apr-05	Εξαγορά	Max Q Fund Limited	Ηνωμένες Πολιτείες	Εταιρία Επενδύσεων	Atow	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	6,8%			
83	26-Apr-05	Εξαγορά	Alpha Bank	Ελλάδα	Τράπεζες	Delta Singular Educational	Ελλάδα	Πληροφορική	30,2%	450.000	μ/ε	
84	26-Apr-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	Φιλίππος ΔΚΕΜ Α.Ε.	Ελλάδα	Ενδυση	23,6%	5.000	μ/ε	
85	26-Apr-05	Εξαγορά	Lafarge Beton Greece	Ελλάδα	Βιομηχανία τσιμέντου	Atlas ABEE	Ελλάδα	Λογισμικό	100,0%			
86	3-May-05	Εξαγορά	Intracom	Ελλάδα	Πληροφορική	Intrasoft International	Ελλάδα	Πληροφορική	30,3%	12.400.000		
87	4-May-05	Εξαγορά	Koumbas Holdings	Ελλάδα	Συμμετοχική εταιρία	Eurobrokers	Ελλάδα	Ασφάλειες	14,0%			
88	5-May-05	Εξαγορά	Foreign Institutional			Fourlis Holdings	Ελλάδα	Συμμετοχική εταιρία	2,9%	9.900.000	8,54	
89	5-May-05	Εξαγορά	Altica Ventures	Ελλάδα	Venture capital	Doppler	Ελλάδα	Αντικαταστήρες	12,0%			
90	10-May-05	Εξαγορά	Edgewater Holdings Inc	Ηνωμένες Πολιτείες	Ναυτιλία	Ναυτική Εταιρία Λεσβού (NEA)	Ελλάδα	Ναυτιλία	18,9%	3.187.447	36,30	
91	19-May-05	Εξαγορά	Σελόνια	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Σελόνια Ιχθυοκαλλιέργειες	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	100,0%	220.000		
92	23-May-05	Εξαγορά	Drybulk	Ελλάδα	Μεταφορές / Ναυτιλία	Dry Cargo Division	Σουηδία	Μεταφορές / Ναυτιλία	100,0%			
93	24-May-05	Εξαγορά	Ελληνικές Ιχθυοκαλλιέργειες	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Απτικές Ιχθυοκαλλιέργειες	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	100,0%	2.126.600		
94	25-May-05	Εξαγορά	Νότος	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	Gant	Τουρκία	Λιανεμπόριο	51,0%			
95	26-May-05	Εξαγορά	Εθνική Τράπεζα	Ελλάδα	Τράπεζες	EBNEX	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	43,5%	137.900.000	7,39	
96	26-May-05	Εξαγορά	Laxey Greek Investments	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	Domus	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	11,3%			
97	27-May-05	Εξαγορά	Cosmote	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες	Cosmocom	Ρουμανία	Τηλεπικοινωνίες	70,0%	120.000.000		
98	27-May-05	Εξαγορά	Κολπίνης-Σίμος	Ελλάδα	Επεξεργασία και εμπορία ασάλινων προϊόντων	Σύνθετα Μεταλλικά Προϊόντα	Ελλάδα	Επεξεργασία και εμπορία ασάλινων προϊόντων	49,5%	500.000	20,25	
99	1-Jun-05	Εξαγορά	EFG Eurobank	Ελλάδα	Τράπεζες	Capital S.A.	Ρουμανία	Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες	100,0%			
100	7-Jun-05	Εξαγορά	Altica Ventures	Ελλάδα	Venture capital	Mediterra (Mastha Shops)	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	25,0%			

Α/Α	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος Συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξαγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Επιχείρησης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μεταγών / Καθαρή θέση
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος				
101	7-Jun-05	Εξαγορά	Macedonian Shipping	Ελλάδα	Ναυτιλία	Entertainment Works	Ελλάδα	Διοργάνωση θεαμάτων	51,0%			
102	8-Jun-05	Εξαγορά	Ιδιώτες	Ελλάδα	Ιδιώτες	Semantik	Ελλάδα	Εταιρία πληροφορικής	20,0%	200.000	0,92	
103	13-Jun-05	Εξαγορά	Alfonso de Orléan-Borbon		Μη δημοσιευμένα	Νεώριον	Ελλάδα	Ναυτιλία	23,5%			
104	15-Jun-05	Εξαγορά	Endress & Hauser AG	Ελβετία	Συστήματα μετρήσεων	I&G Automation	Ελλάδα	Συστήματα αυτοματισμού	60,0%			
105	16-Jun-05	Εξαγορά	SSS-Strategie Synergy	Ελβετία	Παροχή υπηρεσιών	Olympic Tools Hellas	Ελλάδα	Εργαλεία	70,0%	1.700.000	46,04	
106	16-Jun-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	Data Power	Ελλάδα	Τεχνολογία	50,0%	110.000	5,64	
107	16-Jun-05	Εξαγορά			Μη δημοσιευμένα	Εστ. Ζοχ. Εμπ. Επιχειρήσεις	Ελλάδα	Εστίαση	37,5%			
108	16-Jun-05	Εξαγορά	Δέλτα Ενέργεια	Ελλάδα	Ενέργεια	ΑΕΓΕΚ Ενέργειας & Τεχνολογίας	Ελλάδα	Ενέργεια	100,0%			
109	21-Jun-05	Εξαγορά	Τράπεζα Πειραιώς	Ελλάδα	Τράπεζες	Egyptian Commercial Bank	Αίγυπτος	Τράπεζες	79,7%	22.100.000	1,34	
110	22-Jun-05	Εξαγορά	Ομίλος Ασπίς	Ελλάδα	Ασφάλειες	Ομίλος Universal	Κύπρος	Ασφάλειες	62,9%			
111	23-Jun-05	Εξαγορά	Ιδιώτες	Ελλάδα	Ιδιώτες	Euromare Insurance Agency	Ελλάδα	Ασφάλειες	80,0%			
112	24-Jun-05	Εξαγορά	Εγνατία Ασφαλιστική	Ελλάδα	Ασφάλειες	Εμπορικός Δεσμός	Ελλάδα	Χονδρεμπόριο	10,6%	913.500	μικ	
113	27-Jun-05	Εξαγορά	OTE	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες	Hellascom	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες	48,6%	11.500.000	μικ	
114	28-Jun-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	Γαϊάνης	Ελλάδα	Επεξεργασία αθλητικών ειδών	60,0%	200.000	μικ	
115	28-Jun-05	Εξαγορά	Altec	Ελλάδα	Πληροφορική	Unisoft Romania	Ρουμανία	Πληροφορική	48,6%	176.082		
116	28-Jun-05	Εξαγορά	Altec	Ελλάδα	Πληροφορική	Unisoft Bulgaria	Βουλγαρία	Πληροφορική	21,5%	92.046		
117	29-Jun-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	Lavkat	Ελλάδα	Τεχνικές υπηρεσίες	51,0%	129.540	3,97	
118	29-Jun-05	Εξαγορά	Swissport Hellas Sud	Ελλάδα	Υπηρεσίες αεροδρομίου	Swissport Lambda Hellas	Ελλάδα	Υπηρεσίες αεροδρομίου	50,0%			
119	1-Jul-05	Εξαγορά	Ιδιώτες	Ελλάδα	Ιδιώτες	Αλκυών	Ελλάδα	Κατασκευές	27,0%	2.295.748		
120	4-Jul-05	Εξαγορά	Mellon Collection Services	Ελλάδα	Πληροφορική	Fintrust	Ελλάδα	Πληροφορική	43,0%	860.000		

ΑΙΔ	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος Συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξαγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Μεταγών / Καθαρή θέση	
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος			Επιχειρήσης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μεταγών / Καθαρή θέση
121	4-Jul-05	Εξαγορά			Μη δημοσιευμένα	Απω	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	5,0%			
122	7-Jul-05	Εξαγορά	Chirita	Ελλάδα	Τρόφιμα	Chirita East Europe	Νοτιοανατολική Ευρώπη	Εταιρία συμμετοχών	41,4%	36.980.000		
123	8-Jul-05	Εξαγορά	Πρότυπος Τεχνική	Ελλάδα	Ενέργεια	Υδροβάτ Ηλεκτροπαραγωγή	Ελλάδα	Ενέργεια	43,0%	516.000	10,47	
124	11-Jul-05	Εξαγορά	Intralot	Ελλάδα	Παιχνίδια	Totoialek	Πολωνία	Παιχνίδια	100,0%	3.400.000		
125	11-Jul-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	Παραδοσιακό Καφέ Θηραίο	Ελλάδα	Καφετέρια	35,0%	123.000	27,03	
126	12-Jul-05	Εξαγορά	Ιατρικό Αθηνών	Ελλάδα	Νοσοκομεία	Ιατρική Τεχνική	Ελλάδα	Υλικά τροποδοσίας και βιοτεχνολογίας	49,0%	23.700.000	12,39	
127	12-Jul-05	Εξαγορά	Prima Holdings	Ελλάδα	Συμμετοχική εταιρία	Επίλεκτος	Ελλάδα	Κλωστοϋφαντουργία	40,0%	7.995.017	18,77	
128	12-Jul-05	Εξαγορά	Ruiclair	Ελλάδα	Πληροφορική	Newsphone Hellas	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες	7,5%	6.990.000	14,14	
129	13-Jul-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	Integration	Ελλάδα	Εκπαίδευση, σεμινάρια	35,0%	120.000	4,52	
130	14-Jul-05	Εξαγορά	Οφθαλμός	Ελλάδα	Ιατρικές υπηρεσίες	Υγεια-Οφθαλμός	Ελλάδα	Ιατρικές υπηρεσίες	30,0%	49.600	μικ	
131	14-Jul-05	Εξαγορά	Euromedica Danilidis	Ελλάδα	Ιατρικές υπηρεσίες	Γαβριλάκη Κλινική	Ελλάδα	Ιατρικές υπηρεσίες	15,0%			
132	19-Jul-05	Εξαγορά	Win rio	Ηνωμένο Βασίλειο	Τεχνολογία	Imako Interactive	Ελλάδα	Πληροφορική	100,0%	1.000.000		
133	21-Jul-05	Εξαγορά	Intracom	Ελλάδα	Πληροφορική	Forthnet	Ελλάδα	Πληροφορική	22,6%	19.213.472	7,94	
134	21-Jul-05	Εξαγορά	Νηρέας	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Φυκίδα Ιχθυοκαλλιέργειες	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	9,6%	250.000	12,68	
135	21-Jul-05	Εξαγορά	Σφιακιανής	Ελλάδα	Εμπόριο αυτοκινήτων	WinLink	Ελλάδα	Λιανεμπόριο ηλεκτρικών ειδών	40,0%			
136	28-Jul-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	ANEK Lines	Ελλάδα	Ναυτιλία	4,4%			
137	28-Jul-05	Εξαγορά	ΗΛΕΚΤΩΡ	Ελλάδα	Ενέργεια	Herhof Services	Γερμανία	Παροχή υπηρεσιών Engineering	90,0%			
138	29-Jul-05	Εξαγορά	Εθνική Τράπεζα	Ελλάδα	Τράπεζες	Εθνική Ακινήτων	Ελλάδα	Real Estate	20,4%	60.600.000	83,58	
139	2-Aug-05	Κοινωνία	TOUSA	Ελλάδα	Κατασκευές	Transeastern Properties	Ηνωμένες Πολιτείες	Real Estate				
140	4-Aug-05	Εξαγορά	Γερμανός	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	Germanos Telecom Ukraine	Ουκρανία	Λιανεμπόριο	24,0%	1.050.000		

Α/Α	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος Συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξαγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Επιχείρησης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μετοχών / Καθαρή θέση
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος				
141	4-Aug-05	Εξαγορά	Γερμανός	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	Π. Γερμανός ΑΕΒΕ	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	9,8%	560.219	μικ	
142	4-Aug-05	Εξαγορά	Σωληνοουργία Κορίνθου	Ελλάδα	Βιομηχανία σωληνων	CPW European Trading	Γερμανία	Βιομηχανία σωληνων	21,0%			
143	6-Aug-05	Κοινοπραξία	Τασόγλου	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	De'Longhi SpA	Ιταλία	Λιανεμπόριο				
144	6-Aug-05	Εξαγορά	Intracom	Ελλάδα	Πληροφορική	Hellas OnLine	Ελλάδα	Πληροφορική	100,0%			
145	9-Aug-05	Εξαγορά	Κεκορας	Ελλάδα	Κατασκευές		Ελλάδα	Κατασκευές	10,0%			
146	11-Aug-05	Εξαγορά	EFG Eurobank	Ελλάδα	Τράπεζες	EFG Eurobank Properties	Ελλάδα	Real Estate	16,7%	12.500.000	10,16	
147	11-Aug-05	Εξαγορά	Eurodirp	Ελλάδα	Αρδευτικά συστήματα	Agriproject	Ρουμανία	Εμπορία αρδευτικών υλικών	65,0%	39.000		
148	19-Aug-05	Εξαγορά	Ιδιώτης	Ελλάδα	Ιδιώτης	Αθηναϊκή Τεχνική	Ελλάδα	Κατασκευές	60,0%	7.500.000	μικ	
149	25-Aug-05	Εξαγορά	Τράπεζα Πειραιώς	Ελλάδα	Τράπεζες	Egyptian Commercial Bank	Αιγύπτιος	Τράπεζες	9,6%			
150	26-Aug-05	Εξαγορά	EFG Eurobank	Ελλάδα	Τράπεζες	Nacionalna Stedionica Banka	Σερβία & Μαυροβούνιο	Τράπεζες	52,5%	41.000.000	6,41	
151	29-Aug-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα		Μη δημοσιευμένα	Αθήνα	Ελλάδα	Κατασκευές	5,5%			
152	2-Sep-05	Εξαγορά	Martin Financial Group	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	Εγνατία Τράπεζα	Ελλάδα	Τράπεζες	10,1%	30.600.000	1,03	
153	2-Sep-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	ABC Καλυφτάκης	Ελλάδα	Real Estate	100,0%			
154	2-Sep-05	Εξαγορά	Δέλτα Ενέργειακή	Ελλάδα	Ενέργεια	Θεσσαλική Ενέργειακή	Ελλάδα	Ενέργεια	70,0%			
155	6-Sep-05	Εξαγορά	Global Finance	Ελλάδα	Venture capital	Eurodirp	Ελλάδα	Αρδευτικά συστήματα	49,3%	12.420.000	9,09	
156	7-Sep-05	Εξαγορά	Ελληνικές Ιχθυοκαλλιέργειες	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Ωκεανός	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	50,0%	32.239	μικ	
157	12-Sep-05	Εξαγορά	Δίας Ιχθυοκαλλιέργειες	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Ματθαίου	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	100,0%	175.000		
158	13-Sep-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα		Μη δημοσιευμένα	Αστρον Χημικά	Ελλάδα	Χημικά	40,0%	900.000	7,79	
159	14-Sep-05	Εξαγορά	Εμπορική Τράπεζα	Ελλάδα	Τράπεζες	Piraeus Fixed Assets	Ελλάδα	Λοιπά	12,0%			
160	14-Sep-05	Εξαγορά	Εμπορική Τράπεζα	Ελλάδα	Τράπεζες	Piraeus Commercial	Ελλάδα	Real Estate	12,0%			

Α/Α	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος Συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Επιγείρωσης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μεταχών / Καθαρή θέση
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος				
161	15-Sep-05	Εξγορά	EFG Eurobank	Ελλάδα	Τράπεζες	EFG Private Bank	Λουξεμβούργο	Τράπεζες	25,0%	31.100.000		1,23
162	15-Sep-05	Εξγορά	Novator	Ισπανία	Venture capital	Forthnet	Ελλάδα	Πληροφορική	16,1%	16.537.600		9,28
163	19-Sep-05	Εξγορά	Motor Oil Holdings	Ελλάδα	Εταιρία Συμμετοχών	Motor Oil Hellas	Ελλάδα	Βιομηχανία πετρελαιοπώδων	41,9%			
164	20-Sep-05	Εξγορά	Γερμανός	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	Germanos Telecom Bulgaria	Βουλγαρία	Λιανεμπόριο κινητής τηλεφωνίας	7,3%	119.385		
165	22-Sep-05	Εξγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	Velestino	Ελλάδα	Βιομηχανία λπασμάτων	47,0%	950.000		12,57
166	26-Sep-05	Εξγορά	Σφιακιανής	Ελλάδα	Εμπόριο αυτοκινήτων	Autoteam	Ελλάδα	Εμπόριο αυτοκινήτων	46,5%	7.500.000		
167	26-Sep-05	Εξγορά	Καταστήματα Απορολόγητων	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	Nuapoe Group	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	100,0%	1.170.000		0,47
168	30-Sep-05	Εξγορά	Σελόντα	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Fish Filet	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	50,0%	37.500		
169	5-Oct-05	Εξγορά	Σελόντα	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Interfish	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	49,8%	2.200.000		4,73
170	5-Oct-05	Εξγορά	Σελόντα	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Κορωνίς	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	75,0%	750.000		8,21
171	5-Oct-05	Εξγορά	Versio Investments	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	Δέλτα Project	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	14,3%			
172	6-Oct-05	Εξγορά	Euronet Electronic Funds	Ηνωμένες Πολιτείες	Πληροφορική	instreamLine	Ελλάδα	Πληροφορική	100,0%	14.700.000		
173	7-Oct-05	Κοινοπραξία	Chirita	Ελλάδα	Τρόφιμα	Όμιλος Λεβέντη	Ελλάδα	Τρόφιμα				
174	11-Oct-05	Εξγορά	Χρήστος Λαμπράκης	Ελλάδα	Εκδόσεις	ΔΟΛ	Ελλάδα	Εκδόσεις	9,0%			
175	13-Oct-05	Εξγορά	Εθνική Ασφαλιστική	Ελλάδα	Ασφάλειες	Alpha Rumania Insurance	Ρουμανία	Ασφάλειες	100,0%	2.700.000		
176	13-Oct-05	Εξγορά	Εθνική Ασφαλιστική	Ελλάδα	Ασφάλειες	Άλφα Μεσοπική Ασφαλιστων	Ελλάδα	Ασφάλειες	95,0%	2.450.000		
177	14-Oct-05	Εξγορά	Τράπεζα Πειραιώς	Ελλάδα	Τράπεζες	Πειραιώς NNT AE	Ελλάδα	Παροχή υπηρεσιών λογιστικής	60,0%	260.000		
178	14-Oct-05	Κοινοπραξία	Σαραντής	Ελλάδα	Χονδρικό εμπόριο	Reitng	Ρωσία	Χονδρεμπόριο				
179	18-Oct-05	Εξγορά	Arax Partners & Texas Pacific	Ηνωμένες Πολιτείες	Venture Capital	Q-Telecom	Ελλάδα	Τηλεπικοινωνίες	100,0%	325.000.000		
180	18-Oct-05	Εξγορά	Μη Δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη Δημοσιευμένα	Εστιατόριο Μαλακίου	Ελλάδα	Εστίαση	24,0%			

ΑΙΑ	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος Συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξαγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Επιχείρησης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μεταγών / Καθαρή θέση
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος				
181	18-Oct-05	Εξαγορά	Μη δημοσιευμένα	Ελλάδα	Μη δημοσιευμένα	Εστιατόρια Νεραντζιώτσας	Ελλάδα	Εστίαση	13,3%			
182	20/10/2005	Εξαγορά	ISS Facility Services SA	Ελλάδα	Λοιπές υπηρεσίες	Καθαροτεχνική	Ελλάδα	Λοιπές υπηρεσίες	100,0%			
183	26-Oct-05	Κοινοπραξία	Ακτωρ	Ελλάδα	Κατασκευές	Intrakat	Ρουμανία	Κατασκευές				
184	26-Oct-05	Εξαγορά	Τράπεζα Πειραιώς	Ελλάδα	Τράπεζες	Πουλιάδη ΑΕΒΕ	Ελλάδα	Πληροφορική	18,7%			
185	3/11/2005	Εξαγορά	Lamda Detergent	Ελλάδα	Βιομηχανία απορρυπαντικών	Μπαλλής Χημικά	Ελλάδα	Βιομηχανία απορρυπαντικών	70,0%	5.044.097	2,33	
186	3/11/2005	Εξαγορά	Νηρέας	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Ilknak	Τουρκία	Ιχθυοκαλλιέργειες	34,4%	1.010.000		
187	4/11/2005	Εξαγορά	Πλαστικά Θράκης	Ελλάδα	Βιομηχανία πλαστικών	Θραπιάστ-Μεγασάκκων	Ελλάδα	Βιομηχανία πλαστικών	59,8%	7.331.487	9,46	
188	4/11/2005	Εξαγορά	Navalar	Ισπανία	Venture capital	Forthnet	Ελλάδα	Πληροφορική	10,2%			
189	8/11/2005	Εξαγορά	Εθνική Τράπεζα	Ελλάδα	Τράπεζες	Eural Leasing	Ρουμανία	Leasing	70,0%			
190	14/11/2005	Εξαγορά	ThyssenKrupp AG	Γερμανία	Ναυτιλία	Ελληνικά Ναυπηγεία	Ελλάδα	Ναυτιλία	100,0%			
191	15/11/2005	Εξαγορά	EFG Eurobank	Ελλάδα	Τράπεζες	Global Fund Management	Ελλάδα	Εταιρία Επενδύσεων	72,5%			
192	17/11/2005	Εξαγορά	Solens Hellenic Capital	Cayman Islands	Venture capital - PE	Solvency Δικένης Συμμετοχών	Ελλάδα	Διαχείριση ακινήτων	45,0%	36.000.000	8,69	
193	17/11/2005	Εξαγορά	Dehalze Group	Βέλγιο	Λιανεμπόριο	ΑΒ Βασιλάπουλος	Ελλάδα	Λιανεμπόριο	7,8%	11.400.000	3,73	
194	17/11/2005	Εξαγορά	Κρέτα Φάρμ	Ελλάδα	Κτηνοτροφία	Τετοφάρμα	Ελλάδα	Κτηνοτροφία	20,0%	1.617.625	13,99	
195	18/11/2005	Εξαγορά	Ιδιώτης	Ελλάδα	Ιδιώτης	Global Finance	Ελλάδα	Venture capital	30,0%			
196	22/11/2005	Εξαγορά	Διας Ιχθυοκαλλιέργειες	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	Nerptunus Marine Farms	Ελλάδα	Ιχθυοκαλλιέργειες	70,0%	4.690.000	9,81	
197	24/11/2005	Εξαγορά	Ιδιώτης	Ελλάδα	Ιδιώτης	Αθηνάϊκα Καρφασπιτόρια	Ελλάδα	Εστίαση	9,7%			
198	25/11/2005	Εξαγορά	Grüner und Jahr	Γερμανία	Εκδόσεις	Δάφνη Επικοινωνίες	Ελλάδα	Εκδόσεις	50,0%			
199	28/11/2005	Εξαγορά	Chipta	Ελλάδα	Τρόφιμα	Cream Line	Ελλάδα	Τρόφιμα	19,0%	2.800.000	11,49	
200	29/11/2005	Εξαγορά	Intralot	Ελλάδα	Παιχνίδια	Inteltek	Τουρκία	Παιχνίδια	20,0%	67.000.000		

Α/Α	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Είδος Συναλλαγής	Εταιρία Αγοραστής			Εταιρία Στόχος			Ποσοστό Εξαγοράς (%)	Αξία Συναλλαγής (€)	Αξία Επιχείρησης / ΚΠΦΤΑ	Αξία Μεταχών / Καθαρή θέση
			Εταιρία Αγοραστής	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος	Εταιρία Στόχος	Χώρα Προέλευσης	Κλάδος				
201	29/11/2005	Κοινοπραξία	Ελληνική Τεχνολογική	Ελλάδα	Κατασκευές	Corpi Enterprises WLL	Ελλάδα	Κατασκευές				
202	7/12/2005	Εξαγορά	Imako Media Net Group	Ελλάδα	Εκδόσεις	Π. Εκδοτική	Ελλάδα	Εκδόσεις	30,0%	10.000		
203	7/12/2005	Εξαγορά	Ιδιώτης	Ελλάδα	Ιδιώτης	CPI	Ελλάδα	Πληροφορική	17,9%			
204	8/12/2005	Εξαγορά	Πλαστικό Θράκης	Ελλάδα	Βιομηχανία πλαστικών	Pliris Pack	Ελλάδα	Βιομηχανία πλαστικών	35,0%			
205	13/12/2005	Εξαγορά	Ομίλος Μαίλλη	Ελλάδα	Βιομηχανία πλαστικών	MSN	Ηνωμένες Πολιτείες	Υλικά συσκευασίας	55,0%	372.656		
206	16/12/2005	Εξαγορά	Selenis Hellas	Πορτογαλία	Παραγωγή PET	VPI A.E	Ελλάδα	Παραγωγή PET	51,0%	15.000.000		
207	19/12/2005	Εξαγορά	Δέλτα Συμμετοχών	Ελλάδα	Εταιρία Συμμετοχών	Chipita	Ελλάδα	Τρόφιμα	100,0%	149.473.770	8,66	
208	19/12/2005	Εξαγορά	Δέλτα Συμμετοχών	Ελλάδα	Εταιρία Συμμετοχών	Goody's	Ελλάδα	Τρόφιμα	29,0%	53.942.632	6,32	
209	19/12/2005	Εξαγορά	Δέλτα Συμμετοχών	Ελλάδα	Εταιρία Συμμετοχών	Γενική Τροφίμων-Μπαρτάς Στάθης	Ελλάδα	Τρόφιμα	18,3%	13.107.204	6,16	
210	20/12/2005	Εξαγορά	Nestle	Ελβετία	Τρόφιμα	Δέλτα Παγωτά	Ελλάδα	Τρόφιμα	96,5%	126.642.451	13,22	
211	20/12/2005	Εξαγορά	Αφρι Λασκαριδής	Ελλάδα	Λογιστική Δημοσιευμένα	Riga Transport	Λιθουανία	Μεταφορές	37,4%			
212	21-Dec-05	Εξαγορά	G&J International Publishing	Γερμανία	Εκδόσεις	Antenna Publications	Ελλάδα	Εκδόσεις	50,0%	19.800.000		
213	23/12/2005	Εξαγορά	Ιδιώτης	Ελλάδα	Ιδιώτης	ENET	Ελλάδα	Κατασκευές	100,0%	2.320.000		
214	27/12/2005	Εξαγορά	Iberdrola	Ισπανία	Ηλεκτρισμός	Χ.Ρόκος ABEE	Ελλάδα	Ενέργεια	28,9%	56.404.797	7,25	
215	27/12/2005	Εξαγορά	Εύρηκα	Ελλάδα	Χημικά	Interstahr Chim	Ρουμανία	Είδη οικιακής φροντίδας	100,0%			
216	28/12/2005	Εξαγορά	Τράπεζα Πειραιώς	Ελλάδα	Τράπεζες	Cyriot Euroinvestments	Κύπρος	Εταιρία Επενδύσεων	48,9%	4.340.339		
217	31/12/2005	Εξαγορά	ΓΕΚ Α.Ε.	Ελλάδα	Κατασκευές	ΒΙ.ΠΑ Θεσσαλονίκης	Ελλάδα	Βιομηχανικό πάρκο	51,0%			

Πηγή: Pricewaterhouse Coopers Έρευνα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών
Ελληνικών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ II: Διμερείς συμβάσεις περί αποφυγής διπλής φορολογίας μεταξύ Ελλάδας και λοιπών χωρών			
<i>Δικαιούχος</i>	<i>Τόκοι</i>	<i>Μερίσματα</i>	<i>Δικαιώματα</i>
<u>Ποσοστά εκτός ΟΟΣΑ:</u>	25%* Εταιρείες (10%** όταν πληρώνονται σε συνδεδεμένες εταιρείες εγκατεστημένες στην ΕΕ, σύμφωνα με την Οδηγία 2003/49)	Μηδενικό	20% (10%** όταν πληρώνονται σε συνδεδεμένες εταιρείες εγκατεστημένες στην ΕΕ, σύμφωνα με την Οδηγία 2003/49)
	10 % ή 20% Ιδιώτες (φυσικά πρόσωπα)		
<u>Ποσοστά διμερών συμβάσεων:</u>			
Αλβανία	5	5 (j)	5
Αρμενία	10	10 (j)	5
Αυστρία	0/10 (b)	(a)	0/10 (b)
Βέλγιο (L)	5/10	5/15 (j)	5
Βουλγαρία	10	10 (j)	10
Κίνα	10 (o)	5/10 (i) (j)	10
Κροατία	10	5/10 (i)(j)	10
Κύπρος	10	25 (j)	0/5 (c)
Τσεχία	10	(a)	0/10 (e)
Δανία	8	38 (j)	5
Φιλανδία	10	47 (j)	0/10 (e)
Γαλλία	10	(a)	5
Γεωργία	8	8 (j)	5
Γερμανία	10	25 (j)	0
Ουγγαρία	10	45 (j)	0/10 (e)
Ινδία	(a)	(a)	(a)
Ιρλανδία	5 (n)	5/15 (i) (j)	5 (n)
Ισραήλ	10	(a)	10
Ιταλία	0/10(m)	15 (j)	0/5 (e)
Κορέα	8	5/15 (i) (j)	10
Κουβέιτ	5 (r)	5 (j) (r)	15
Λετονία	10 (s)	5/10 (i) (j)	5/10 (p)

Λιθουανία	10 (s)	5/15 (i) (j)	5/10 (p)
Λουξεμβούργο	8	38 (j)	5/7 (d)
Μεξικό	10 (t)	10 (j)	10
Μολδαβία	10	5/15 (i) (j)	8
Ολλανδία	8/10 (g)	35 (j)	5/7 (f)
Νορβηγία	10	40 (j)	10
Πολωνία	10	(a)	10
Πορτογαλία	15	15 (j)	10
Ρουμανία	10	45 (j)	5/7 (d)
Ρωσία ***	7	5/10 (i) (j)	7
Σλοβακία	10	(a)	0/10 (e)
Σλοβενία	10	10 (j)	10
Νότια Αφρική	8 (u)	5/15 (i) (j)	5/7 (d)
Ισπανία	0/8(m)	5/10 (i) (j)	6
Σουηδία	10	(a)	5
Ελβετία	10	35 (j)	5
Τουρκία	12 (v)	15 (j)	10
Ουκρανία	0/10 (w)	5/10 (i) (j)	10 (n)
Αγγλία	0 (h)	(a)	0 (h)
ΗΠΑ	0 (k)	(a)	0/20 (l)
Ουζμπεκιστάν	10	8 (j)	8

Σημειώσεις:

- (a). Δεν υφίσταται ποσοστό.
- (b). 10% σε συνδεδεμένες εταιρείες.
- (c). 5% σε δικαιώματα για κινηματογραφικές ταινίες, εκτός τηλεόρασης.
- (d). 5% σε δικαιώματα για τη χρήση ή το δικαίωμα χρήσης λογοτεχνικού, καλλιτεχνικού ή επιστημονικού έργου, συμπεριλαμβανομένου και κινηματογραφικών ταινιών σε τηλεόραση ή σε ραδιόφωνο.
- (e). Μηδενικό ποσοστό σε δικαιώματα για τη χρήση ή το δικαίωμα χρήσης λογοτεχνικού, καλλιτεχνικού ή επιστημονικού έργου, συμπεριλαμβανομένου και κινηματογραφικών ταινιών σε τηλεόραση ή σε ραδιόφωνο.
- (f). 5% σε δικαιώματα για τη χρήση ή το δικαίωμα χρήσης λογοτεχνικού, καλλιτεχνικού ή επιστημονικού έργου, συμπεριλαμβανομένου και κινηματογραφικών ταινιών σε τηλεόραση ή σε ραδιόφωνο.
- (g). 8% παρακράτηση φόρου σε τόκους όταν ο δικαιούχος είναι τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

- (h). Εφαρμόζεται το εγχώριο ποσοστό παρακράτησης φόρου σε τόκους και δικαιώματα για το υπερβάλλον μιας εύλογης αποζημίωσης.
- (i). 5% αν ο δικαιούχος είναι μια εταιρεία με ποσοστό συμμετοχής τουλάχιστον 25% στην εταιρεία που πληρώνει.
- (j). Εγχώριο μηδενικό ποσοστό παρακράτησης φόρου, καθώς είναι μικρότερο από το οριζόμενο από τις διατάξεις της διμερούς σύμβασης.
- (k). Δεν εφαρμόζεται ποσοστό παρακράτησης φόρου σε τόκους πάνω από 9% ετησίως και όταν ο δικαιούχος είναι μια Αμερικάνικη εταιρεία, που έχει ποσοστό συμμετοχής τουλάχιστον 50% στην εταιρεία που πληρώνει.
- (l). 20% σε δικαιώματα για κινηματογραφικές ταινίες.
- (m). Μηδενικό ποσοστό παρακράτησης φόρου αν ο οφειλέτης και ο δικαιούχος συμφωνήσουν.
- (n). Δεν εφαρμόζεται ποσοστό παρακράτησης φόρου αν ο οφειλέτης είναι μη κερδοσκοπικό ίδρυμα.
- (o). Μηδενικό ποσοστό παρακράτησης φόρου αν ο δικαιούχος είναι Κυβέρνηση, τοπική διοίκηση ή Κεντρική Τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το κεφάλαιο του οποίου ανήκει στο Δημόσιο.
- (p). 5% σε δικαιώματα για τη χρήση βιομηχανικού, εμπορικού ή επιστημονικού εξοπλισμού.
- (q). Σε ισχύ από 1.1.2006.
- (r). Μηδενικό ποσοστό παρακράτησης φόρου αν ο δικαιούχος είναι Κυβέρνηση, τοπική διοίκηση ή Κεντρική Τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το οποίο αναγνωρίζεται από το άλλο κράτος.
- (s). Μηδενικό ποσοστό παρακράτησης φόρου αν ο δικαιούχος είναι Κυβέρνηση, τοπική διοίκηση ή Κεντρική Τράπεζα.
- (t). Μηδενικό ποσοστό παρακράτησης φόρου αν ο δικαιούχος είναι Κυβέρνηση, τοπική διοίκηση ή Κεντρική Τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το οποίο χορηγεί δάνεια με διάρκεια τουλάχιστον 3 ετών.
- (u). Μηδενικό ποσοστό παρακράτησης φόρου αν ο δικαιούχος ή ο οφειλέτης είναι Κυβέρνηση, τοπική διοίκηση ή ο τόκος αποδίδεται στην Κεντρική Τράπεζα Ελλάδας ή στην South African Depository Bank.

- (v). Μηδενικό ποσοστό παρακράτησης φόρου αν ο δικαιούχος είναι Κυβέρνηση ή Κεντρική Τράπεζα Τουρκίας (Turkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi).
- (w). Μηδενικό ποσοστό παρακράτησης φόρου αν ο δικαιούχος ή ο οφειλέτης είναι Κυβέρνηση, τοπική διοίκηση ή ο τόκος αποδίδεται σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή οργανισμούς που ανήκουν 100% στο άλλο κράτος ή τοπική διοίκηση.
- * 29% για τόκους που πληρώνονται για τη χρήση από 1.1.2006 έως 31.12.2006.
- ** 10% όταν ο τόκος ή το δικαίωμα αποδίδεται σε συνδεδεμένες εταιρείες εγκατεστημένες στην ΕΕ.
- *** Σε ισχύ από 1.1.2006.