



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΤΜΗΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ, ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ "ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ"

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΑ ΕΤΗ: 2020-2022

Διπλωματική Εργασία

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές. Η περίπτωση της εταιρείας Σαράντης.

Πανέ Σωτηρία
ΑΜ: ΜΔΟ 2027

Επιβλέπων Καθηγητής: **κ. Παντελίδης Παντελής**

Πειραιάς, Αύγουστος 2022

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Δίκαιο και Οικονομία» με τίτλο **«ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ»** έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου.

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....Στ.Λαμ

Όνοματεπώνυμο ΠΑΝΕ ΣΩΤΗΡΙΑ

Ημερομηνία 31.08.2022

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Με την ολοκλήρωση της παρούσας διπλωματικής εργασίας, δράττομαι της ευκαιρίας να εκφράσω θερμές ευχαριστίες σε ορισμένους ανθρώπους, που έκαναν δυνατή τη συγγραφή της, συμβάλλοντας ο καθένας με τον τρόπο του.

Αρχικά, ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω στον επιβλέποντα Καθηγητή μου, κ. Παντελίδη Παντελή, ο οποίος ήδη από τη διδασκαλία των μαθημάτων, παρακίνησε το ενδιαφέρον μου και με βοήθησε με αυτόν τον τρόπο να επιλέξω τη συγκεκριμένη κατεύθυνση, ενώ στη συνέχεια με συνέδραμε στην οριοθέτηση του θέματος της εργασίας μου. Επιπλέον, ένα πολύ μεγάλο ευχαριστώ για την πολύτιμη βοήθεια και την καθοδήγησή του, αλλά και για την άμεση ανταπόκρισή του σε κάθε στάδιο συγγραφής της εργασίας.

Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω τα μέλη της τριμελούς επιτροπής, αλλά και όλους τους καθηγητές του Διατμηματικού Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών «Δίκαιο και Οικονομία», που παρά τις δύσκολες συνθήκες στις οποίες κλήθηκαν να διδάξουν, κατέβαλαν πολύ μεγάλες προσπάθειες, διατηρώντας υψηλό το επίπεδο σπουδών και επιβεβαίωσαν την επιλογή μου ως προς το εν λόγω πρόγραμμα.

Ιδιαίτερος, θα ήθελα να εκφράσω ένα τεράστιο ευχαριστώ στους γονείς μου Κώστα και Κατερίνα, καθώς και στον αδερφό μου Νίκο, που αποτελούν στήριγμα και αρωγό σε κάθε μου βήμα και που η αμέριστη συμπαράστασή τους έχει συμβάλει καταλυτικά στην πρόοδό μου, προσωπική, ακαδημαϊκή και επαγγελματική.

Τέλος, ένα πολύ μεγάλο ευχαριστώ αξίζει στους φίλους, αλλά και τους συναδέλφους που ήταν δίπλα μου σε όλη τη διάρκεια ολοκλήρωσης των σπουδών και που με βοήθησαν με τον τρόπο τους να προχωρήσω και να επιδιώκω συνεχώς το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα, και ειδικά στον Κώστα, την Ελευθερία, την Μαρίλλη και την Φαίη.

Η παρούσα εργασία είναι αφιερωμένη σε αυτούς!

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, τόσο από την οικονομική σκοπιά του θέματος όσο και από τη νομική. Συγκεκριμένα, η εν λόγω μελέτη εξετάζει πρώτα την οικονομική πλευρά του φαινομένου, ερευνώντας ενδεικτικά τους λόγους για τους οποίους οδηγείται μια εταιρεία σε αυτή την απόφαση και τους παράγοντες επιτυχίας και αποτυχίας τέτοιων μετασχηματισμών, και στη συνέχεια αναλύει τη νομική πλευρά του ζητήματος, συμπεριλαμβανομένης της σύγκρισης του νέου νόμου 4601/2019 περί εταιρικών μετασχηματισμών με το προϊσχύσαν καθεστώς καθώς και της διαδικασίας της συγχώνευσης, ως ρυθμίζεται στον προαναφερθέντα νόμο. Επιπλέον, στο τέλος γίνεται μια επισκόπηση – μελέτη περίπτωσης διασυνοριακής συγχώνευσης, στην οποία εφαρμόστηκε ο νόμος 3777/2009 λόγω της συμμετοχής εταιρειών με έδρα σε περισσότερες από μία χώρες.

Ειδικότερα, στην αρχή της εργασίας γίνεται μια εισαγωγή, η οποία αναφέρεται στον λόγο επιλογής του συγκεκριμένου θέματος, αλλά και τις σημαντικές προεκτάσεις που έχει το εν λόγω φαινόμενο στην οικονομία των χωρών. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται ορισμένοι θεμελιώδεις ορισμοί επί του θέματος, οι οποίοι κρίνονται απαραίτητοι για την πληρέστερη κατανόησή του, ενώ ακολουθεί μια σύντομη ιστορική αναδρομή, που σκοπό έχει την ανάδειξη του σημαντικότερου ρόλου που διαδραματίζουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στο πέρασμα του χρόνου και ο οποίος ρόλος γίνεται φανερός μέσα από την πολύχρονη παρουσία τους. Το συγκεκριμένο κεφάλαιο διακρίνεται περαιτέρω στην ιστορική διαδρομή του φαινομένου των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και στην πορεία του φαινομένου στην Ευρώπη. Το επόμενο κεφάλαιο μελετά τις επιμέρους μορφές των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, με μια ανάλυση των ειδικότερων χαρακτηριστικών τους, αλλά και τις περαιτέρω κατηγορίες στις οποίες χωρίζονται βάσει ορισμένων κριτηρίων. Έπειτα, ακολουθεί μια μελέτη των λόγων για τους οποίους μια εταιρεία ενδέχεται να προβεί σε αυτή την απόφαση. Κάθε ένας από αυτούς τους λόγους επιδιώκει ένα διαφορετικό αποτέλεσμα. Ωστόσο, τα δύο ισχυρότερα απώτερα κίνητρα που αποτελούν την κινητήρια δύναμη για μια τέτοια επιλογή στρατηγικής κυρίως φύσεως είναι η ελαχιστοποίηση του κόστους μιας εταιρείας και η μεγιστοποίηση των κερδών της. Στη συνέχεια, και στενά συνδεδεμένο με το προηγούμενο κεφάλαιο, ακολουθεί το κεφάλαιο που αναλύει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα που μπορεί να έχει μια συγχώνευση ή μια εξαγορά, τόσο σε επιχειρησιακό επίπεδο όσο και σε κοινωνικό. Το τελευταίο κομμάτι της οικονομικής ανάλυσης του φαινομένου αποτελεί η αποτελεσματικότητα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, όπου γίνεται μια επισκόπηση των κριτηρίων βάσει των οποίων αξιολογείται η επιτυχία ή η αποτυχία τους.

Όσον αφορά στο νομικό πλαίσιο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, αρχικά γίνεται μια σύντομη αναφορά στο προϊσχύσαν δίκαιο προκειμένου να γίνουν αντιληπτές οι διαφορές και οι καινοτομίες που εισήχθησαν με τον νέο νόμο περί εταιρικών μετασχηματισμών (Ν. 4601/2019), ενώ έπειτα παρουσιάζονται τα επιμέρους χαρακτηριστικά και οι ρυθμίσεις του τελευταίου αυτού νομοθετήματος. Στη συνέχεια, μελετάται η διαδικασία της συγχώνευσης με απορρόφηση μίας εταιρείας από άλλη, συμπεριλαμβανομένων των επιμέρους ζητημάτων που ενδέχεται να προκύψουν, όπως ενδεικτικά η προστασία των μετόχων και των πιστωτών. Επιπλέον, σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται λόγος για την περίπτωση της ακύρωσης μιας συγχώνευσης. Ο λόγος για τον οποίο αναλύεται μόνο η περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση είναι μεν πρακτικός λόγω της ανάγκης να περιοριστεί το συγκεκριμένο θέμα, καθώς πρόκειται για ένα ιδιαίτερα ευρύ πεδίο, αλλά το συγκεκριμένο είδος συγχώνευσης επιλέχθηκε και για να γίνει καλύτερα αντιληπτό το τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας. Το τελευταίο κεφάλαιο είναι, λοιπόν, αφιερωμένο στη μελέτη μιας περίπτωσης διασυνοριακής συγχώνευσης, στην οποία εφαρμόζεται ο Ν. 3777/2009 και συμπληρωματικά ο Ν. 4601/2019, η οποία πραγματοποιείται με απορρόφηση, και συγκεκριμένα αφορά την απορρόφηση της κυπριακής εταιρείας του ομίλου Sarantis από τη μητρική της εταιρεία.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	I
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	1
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	3
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
2. ΟΡΙΣΜΟΙ	7
3. ΣΥΝΤΟΜΗ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ	9
i. Γενικά	9
ii. Κύματα συγχωνεύσεων	10
A. Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.....	10
B. Ευρώπη.....	13
4. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	14
A. Μορφές Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	14
i. Είδη συγχωνεύσεων βάσει του νόμου	15
ii. Λοιπές μορφές συγχωνεύσεων και εξαγορών	16
B. Κίνητρα και Λόγοι Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	21
i. Εισαγωγικά	21
ii. Ειδικότεροι Λόγοι	22
Γ. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	30
i. Πλεονεκτήματα	30
ii. Μειονεκτήματα	32
Δ. Αποτελεσματικότητα – Παράγοντες επιτυχίας και αποτυχίας	33
i. Παράγοντες επιτυχίας	34
ii. Παράγοντες αποτυχίας	35
5. ΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	42
A. Νομικό πλαίσιο Συγχωνεύσεων & Εξαγορών.....	42
i. Προϊσχύσαν νομικό πλαίσιο	42
a. Ο κλειστός αριθμός των μετασχηματισμών (αρχή της ειδικότητας)	42
b. Οι «καταχρηστικοί» μετασχηματισμοί	44
c. Η ανάμιξη του φορολογικού δικαίου	45
ii. Νέο νομοθετικό πλαίσιο (Ν. 4601/2019)	47
a. Δικαιοπολιτικοί στόχοι	47
b. Διάρθρωση ύλης του Ν. 4601/2019	51

c. Γενικές διατάξεις – Κοινοί Κανόνες για τους εταιρικούς μετασχηματισμούς.....	52
B. Διαδικασία Συγχώνευσης με Απορρόφηση.....	55
i. Τα στάδια.....	55
ii. Προστασία των μετόχων και των δανειστών.....	61
a. Προστασία των μετόχων.....	61
b. Προστασία των πιστωτών.....	64
Γ. Αποτελέσματα Συγχώνευσης.....	65
Δ. Ακύρωση της Συγχώνευσης.....	66
6. ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.....	68
Sarantis Group.....	68
I. Ιστορικό.....	69
II. Αιτιολόγηση της διασυνοριακής συγχώνευσης.....	70
III. Διαδικασία.....	71
IV. Οικονομικά Στοιχεία – Αποτελέσματα.....	73
V. Συμπεράσματα.....	75
7. ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	76
8. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	78
i. Ελληνική.....	78
ii. Ξενόγλωσση.....	79
iii. Ιστοσελίδες.....	80

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Είναι γεγονός πως η οικονομία, ειδικά τα τελευταία χρόνια, εξελίσσεται συνεχώς και οι συνθήκες μεταβάλλονται διαρκώς. Προκειμένου να καταφέρουν οι επιχειρήσεις να ανταπεξέλθουν σε αυτό το περιβάλλον, είναι απαραίτητο να προσαρμόζονται και να προβαίνουν στην επιλογή κατάλληλων στρατηγικών σε επιχειρησιακό επίπεδο, ώστε όχι μόνο να επιβιώσουν, αλλά και να ξεχωρίσουν. Μια τέτοια επιλογή στρατηγικής είναι οι εταιρικοί μετασχηματισμοί και ειδικότερα οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν ένα φαινόμενο, το οποίο υφίσταται εδώ και πολλά χρόνια και το οποίο εξελίσσεται μαζί με τις συνθήκες, ανταποκρινόμενο κάθε φορά σε διαφορετικές ανάγκες και εκπληρώνοντας διαφορετικούς σκοπούς. Αποτελεί σημαντικότατο εργαλείο εξέλιξης, το οποίο, ωστόσο, μπορεί να έχει πολύ αρνητικά αποτελέσματα εάν δεν μελετηθεί και επιλεγθεί προσεκτικά, αλλά και εάν δεν εφαρμοστεί κατόπιν προσεκτικής και εξονυχιστικής ανάλυσης των διαφόρων παραγόντων. Αποτελεί ένα επίκαιρο ζήτημα, το οποίο είναι πολυδιάστατο και χρήζει ανάλυσης τόσο από οικονομική σκοπιά όσο και από νομική.

Ειδικά για όσους ενδιαφέρονται να απασχοληθούν στον τομέα των επιχειρήσεων, η γνώση αυτού του πεδίου μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα χρήσιμη. Συγκεκριμένα, αν γνωρίζει κάποιος τα πιθανά αποτελέσματα μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς, τις συνθήκες υπό τις οποίες θα μπορούσε να ευδοκιμήσει, το νομικό πλαίσιο που τις διέπει και τη διαδικασία που πρέπει να τηρηθεί, είναι πολύ πιθανό να αποτελέσει ένα σημαντικό κομμάτι της διοίκησης ή του τμήματος που απασχολείται με τον σχεδιασμό της στρατηγικής μιας εταιρείας ή ενός ομίλου.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποδεικνύονται ιδιαίτερα σημαντικές τα τελευταία χρόνια ειδικά, που ο ανταγωνισμός μεταξύ των διαφόρων επιχειρήσεων αυξάνεται και η κάθε μία από αυτές προσπαθεί να ξεχωρίσει μέσα στο πλήθος. Υπάρχει μια αυξητική τάση για κατανάλωση προϊόντων και υπηρεσιών, την οποία έχουν εκμεταλλευτεί οι διάφοροι επιχειρηματίες. Στο πλαίσιο αυτό, είναι κρίσιμο να κάνει κάποιος την διαφορά και να μπορέσει να ξεχωρίσει από τους υπόλοιπους. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω στρατηγικών ανάπτυξης, διαπραγματεύσεων και εν τέλει συγχωνεύσεων. Ακόμη, είναι πιθανό, εάν δεν μπορέσει να ξεχωρίσει κάποιος με τις υπόλοιπες στρατηγικές ανάπτυξης που διαθέτει, να προβεί στην προσπάθεια για εξαγορά ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, προκειμένου να μειωθεί ο ανταγωνισμός, αλλά και να επωφεληθεί από τα δυνατά σημεία που διαθέτει μια άλλη εταιρεία.

Επιπλέον, στην ελεύθερη αγορά της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και γενικότερα στην παγκοσμιοποιημένη αγορά, είναι ακόμη πιο επιτακτική η ανάγκη να ξεχωρίσει κάποιος και, παράλληλα, αποδεικνύεται ολοένα και πιο δύσκολο. Σε αυτό το επίπεδο ο ανταγωνισμός είναι πιο έντονος και οι αγορές κάθε χώρας δραστηριοποίησης άγνωστες.

Για τον λόγο αυτό, πολλές φορές λαμβάνεται η απόφαση για πραγματοποίηση επενδύσεων σε μια ξένη αγορά μέσω της στρατηγικής των μετασχηματισμών. Οι επενδύσεις αυτές μπορεί να έχουν τη μορφή της δημιουργίας από την αρχή μιας εταιρείας σε μια άλλη χώρα από την κύρια χώρα εγκατάστασης και δραστηριοποίησης (green-field investment), ή τη μορφή συγχώνευσης ή εξαγοράς ήδη υπάρχουσας επιχείρησης (brown-field investment). Στη δεύτερη περίπτωση, εάν δηλαδή αποφασισθεί να επεκταθεί μια επιχείρηση μέσω συγχώνευσης ή εξαγοράς, απολαμβάνει το πλεονέκτημα της γνώσης της αγοράς όπου επεκτείνεται, καθώς η συγχωνευόμενη ή εξαγοραζόμενη εταιρεία δραστηριοποιείται ήδη σε αυτήν.

Φαίνεται, λοιπόν, πως το φαινόμενο των διασυνοριακών συγχωνεύσεων είναι επίσης ακμάζον και σημαντικό. Άλλωστε, δεν είναι λίγες και οι περιπτώσεις ομίλων επιχειρήσεων, όπου πραγματοποιούνται συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ των διαφόρων εταιρειών των ομίλων, στο πλαίσιο ανάπτυξης του ομίλου και της υλοποίησης της αντίστοιχης στρατηγικής.

Αδιαμφισβήτητα, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν έναν από τους ακρογωνιαίους λίθους της οικονομίας των χωρών, δεδομένων των σημαντικών αποτελεσμάτων που έχουν σε αυτές, αλλά και των προοπτικών ως προς το τι μπορούν να επιτύχουν. Εάν προστεθεί σε αυτά και η μακρόχρονη παρουσία τους, αποδεικνύεται ακόμη περισσότερο πως η μελέτη μιας εργασίας ή ενός έργου αφιερωμένου σε αυτό το θέμα μπορεί να ωφελήσει τα μέγιστα, όχι μόνο σε θεωρητικό, αλλά κυρίως σε πρακτικό επίπεδο. Πρόκειται για ένα φαινόμενο χωρίς ημερομηνία λήξης και αυτό αποδεικνύεται και από το γεγονός πως τόσο σε ελληνικό όσο και σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο γίνεται συνεχώς προσπάθεια για τον εκσυγχρονισμό του νομοθετικού πλαισίου που το διέπει, προκειμένου να ανταποκρίνεται συνεχώς στις μεταβαλλόμενες συνθήκες.

Είναι σαφές πως η μελέτη του εν λόγω ζητήματος δεν μπορεί να εξαντληθεί σε μια μόνο εργασία, αλλά στο παρόν έργο επιδιώκεται η κατά το δυνατόν καλύτερη αποτύπωση ορισμένων εκ των σημαντικότερων πλευρών του θέματος.

2. ΟΡΙΣΜΟΙ

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών δεν είναι ένα καινούριο φαινόμενο στο προσκήνιο, αλλά αποτελεί ένα θέμα κεφαλαιώδους σημασίας για τον επιχειρηματικό και τον εν γένει οικονομικό κόσμο για πολλά χρόνια. Ωστόσο, παρά την πολύχρονη παρουσία του και παρά τις πολλές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί επί αυτού, πολλές φορές οι έννοιες που χρησιμοποιούνται για την ανάλυσή του συγχέονται και δεν είναι ξεκάθαρες, με αποτέλεσμα την περαιτέρω δυσκολία σε όσους μελετούν αυτό το ζήτημα.

Οι έννοιες της συγχώνευσης και της εξαγοράς δεν είναι ταυτόσημες, καθώς εντοπίζονται ορισμένες διαφορές, παρά το βασικό κοινό χαρακτηριστικό τους. Το χαρακτηριστικό αυτό είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων υπό ενιαία διοίκηση με αποτέλεσμα μια ενιαία επιχείρηση που θα συνεχίσει το έργο των προηγούμενων επιχειρήσεων.

Ως φαίνεται, ένας σημαντικός ορισμός, που είναι απαραίτητος για την μελέτη της παρούσας εργασίας, είναι αυτός της επιχείρησης. Σύμφωνα με την οικονομική επιστήμη, η επιχείρηση ορίζεται ως μια οργανωμένη οικονομική μονάδα, η οποία συνδυάζει αποτελεσματικά και αποδοτικά τους παραγωγικούς συντελεστές που διαθέτει, ήτοι μεταξύ άλλων το κεφάλαιο, το εργατικό δυναμικό και τις εγκαταστάσεις που έχει, προκειμένου να παράγει και να προσφέρει ένα τελικό προϊόν ή υπηρεσία στους καταναλωτές, με περαιτέρω σκοπό την απόκτηση κέρδους. Από την άλλη πλευρά, η νομική επιστήμη δεν έχει δώσει κάποιο συγκεκριμένο ορισμό στην έννοια της επιχείρησης. Ωστόσο, η νομολογία σε αρκετές περιπτώσεις την έχει περιγράψει ως σύνολο πραγμάτων, δικαιωμάτων, εννόμων σχέσεων και άυλων αγαθών, τα οποία βρίσκονται υπό μια ενιαία διοίκηση και όλα μαζί συμβάλλουν, μέσα από τον αποδοτικό συνδυασμό τους, στην παραγωγή ενός προϊόντος ή στην παροχή μιας υπηρεσίας προς μεγιστοποίηση του κέρδους¹.

Η έννοια της επιχείρησης, σύμφωνα με τη νομολογία, είναι ευρύτερη από την έννοια της εταιρείας, καθώς αναφέρεται στο οργανωμένο σύνολο δικαιωμάτων, πραγμάτων και άυλων αγαθών με σκοπό την επίτευξη παραγωγικών στόχων, ενώ η άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας μπορεί να λάβει πολλές μορφές. Συγκεκριμένα, μπορεί να ασκείται από μια ατομική επιχείρηση, μια εταιρεία ή από συλλογικές επιχειρήσεις, όπως είναι τα σωματεία. Φαίνεται, λοιπόν, πως η έννοια της επιχείρησης χρησιμοποιείται συχνά από τη νομολογία ως κριτήριο για την άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας², χωρίς να αναγνωρίζεται όμως ως αυτοτελές υποκείμενο δικαίου, ήτοι ως φορέας δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, όπως τα φυσικά και τα νομικά πρόσωπα κατά το νόμο.

¹ Μπαλής Γ., «Γενικά Αρχαί του Αστικού Δικαίου», Εκδοτικός οίκος Αφοί Π. Σάκκουλα, 1961, σελ. 450 επ.

² Σιναιώτη-Μαρούδη Α., «Εμπορικό Δίκαιο» Τόμος Ι Γενικό Μέρος, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, 2000, σελ.231 επ.

Από την άλλη πλευρά, ως εταιρεία ορίζεται η ένωση προσώπων, η οποία ιδρύεται με την κατάρτιση δικαιοπραξίας προς επιδίωξη κοινού σκοπού³, ο οποίος μπορεί να είναι, μεταξύ άλλων, εμπορικός. Επομένως, δεν αποτελούν εταιρεία τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου, καθώς δεν ιδρύονται με δικαιοπραξία, αλλά ούτε και τα ιδρύματα, τα οποία δεν αποτελούν ένωση προσώπων.

Ως προς τις εταιρείες, αυτές διακρίνονται περαιτέρω, ανάλογα με τον σκοπό τους, σε αυτές που επιδιώκουν εμπορικούς σκοπούς, όπως είναι η ανώνυμη εταιρεία, και οι οποίες προβαίνουν στην εκτέλεση πρωτότυπα εμπορικών πράξεων, και σε αυτές που επιδιώκουν άλλους σκοπούς, οι οποίοι ενδέχεται να είναι οικονομικοί αλλά να μην αποσκοπούν στην επίτευξη κέρδους, όπως είναι η αστική εταιρεία, που ρυθμίζεται από τις διατάξεις του Αστικού Κώδικα. Οι εμπορικές εταιρείες διακρίνονται επιπλέον στις εμπορικές εταιρείες κατά το τυπικό σύστημα, ήτοι σε αυτές που από το νόμο χαρακτηρίζονται ως εμπορικές ανεξαρτήτως από τη διενέργεια εμπορικών πράξεων, και στις εμπορικές κατά το ουσιαστικό σύστημα, που αφορούν τις εταιρείες που έχουν εμπορικό σκοπό, στις οποίες εντάσσονται η ομόρρυθμη και η ετερόρρυθμη εταιρεία.

Σε αυτό το σημείο διευκρινίζεται πως, αν και μόνο οι εταιρείες, και όχι οι επιχειρήσεις, μπορούν να μετάρσχουν σε κάποιο μετασχηματισμό, οι δυο όροι θα χρησιμοποιούνται ως ταυτόσημοι αποκλειστικά και μόνο στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας.

Αναφορικά με τις έννοιες της συγχώνευσης και της εξαγοράς, αυτές αποτελούν διαφορετικά είδη εταιρικού μετασχηματισμού. Ο μετασχηματισμός, σύμφωνα με την οικονομική επιστήμη, ορίζεται ως η μεταβολή του φορέα της επιχειρηματικής δραστηριότητας⁴, ενώ σύμφωνα με τη νομική επιστήμη, ορίζεται ως οι απαραίτητες διαδικασίες, ενέργειες και διατυπώσεις δημοσιότητας, οι οποίες πρέπει να διενεργηθούν για να ολοκληρωθεί η ανωτέρω μεταβολή.

Ως συγχώνευση ορίζεται η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών⁵, η οποία πραγματοποιείται επί ίσοις όροις για όλες τις εταιρείες που συμμετέχουν, με αποτέλεσμα να προκύπτει μια νέα επιχειρηματική οντότητα προς τον σκοπό επίτευξης μεγιστοποίησης των κερδών ή ελαχιστοποίησης του κόστους. Η νέα αυτή εταιρεία είναι ο συνδυασμός των συμμετεχουσών εταιρειών⁶ ως προς τους πόρους, τα οικονομικά στοιχεία και τους εν γένει παραγωγικούς συντελεστές. Στην περίπτωση της συγχώνευσης, δεδομένου πως δεν υπάρχει αγοραστής και πωλητής, τα εταιρικά μερίδια κάθε εταιρείας ανταλλάσσονται με τα εταιρικά μερίδια της νέας επιχείρησης, σύμφωνα με το ποσοστό συμμετοχής του καθενός στις επιμέρους συγχωνευόμενες εταιρείες,

³ Ρόκας Ν. Κ., «Εμπορικές Εταιρίες», Εκδόσεις Σάκκουλα Α.Ε., Αθήνα, 2019, σελ. 3 επ.

⁴ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΔΕΕ 02/2019, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 162 επ.

⁵ Περάκης Ε., «Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας» Τόμος 8 Μετασχηματισμοί εταιριών, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2001, σελ. 32

⁶ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 4

προκειμένου να προκύπτει δίκαιη σχέση ανταλλαγής⁷. Συνήθως οι εταιρείες που συμμετέχουν σε μια συγχώνευση είναι παρόμοιου μεγέθους, ενώ η επιχείρηση που θα προκύψει μπορεί να προϋπάρχει, ήτοι να είναι μία από τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις, ή να δημιουργείται από την αρχή. Επιπλέον, οι εταιρείες που συμμετέχουν σε μια συγχώνευση, στην πλειοψηφία των περιπτώσεων συμμετέχουν από επιλογή τους και κατόπιν διαπραγμάτευσης και επίτευξης κοινής συμφωνίας.

Από την άλλη πλευρά, ως εξαγορά ορίζεται η περίπτωση κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά το σύνολο ή μέρος των μετοχών ή των εταιρικών μεριδίων μιας άλλης εταιρείας έναντι ορισμένου χρηματικού ποσού. Συνήθως η εξαγοραζόμενη εταιρεία μετατρέπεται σε θυγατρική της εξαγοράζουσας⁸ εάν αποκτάται το σύνολο των εταιρικών μεριδίων ή των μετοχών, και σε κάθε περίπτωση περιέρχεται στον έλεγχο της τελευταίας. Είναι προφανές ότι αυτή η μορφή μετασχηματισμού αποτελεί πιο επιθετική μορφή στρατηγικής ανάπτυξης μιας εταιρείας συγκριτικά με τη συγχώνευση, ενώ πολλές φορές προκειμένου να δελεάσει την εξαγοραζόμενη επιχείρηση, η εξαγοράζουσα προσφέρει ένα υψηλότερο αντίτιμο σε σχέση με την αξία των μετοχών ή των εταιρικών μεριδίων της εταιρείας – στόχου⁹. Προκειμένου να υπάρξει εξαγορά, θα πρέπει να αποκτηθεί τουλάχιστον το 50% των μετοχών ή εταιρικών μεριδίων συν μια ακόμη, ενώ αν αποκτηθεί το 100%, η εξαγορά είναι πλήρης¹⁰.

Αξίζει να αναφερθεί πως από το 2004 και έπειτα, σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, όλες οι συνενώσεις, ως ορίστηκαν ανωτέρω, θεωρούνται εξαγορές. Ωστόσο, είναι ορθότερο να θεωρηθούν ως συγχωνεύσεις αφού για να διενεργηθούν και να ολοκληρωθούν, απαιτείται να επιτευχθεί συμφωνία κατόπιν διαπραγμάτευσης. Βεβαίως, η ανωτέρω διάκριση γίνεται για οικονομικούς και νομικούς σκοπούς, ώστε να είναι πιο κατανοητή η ορολογία και πιο σαφής η διαφορά μεταξύ των δύο εννοιών.

3. ΣΥΝΤΟΜΗ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

i. Γενικά

Είναι γεγονός πως για μια μεγάλη περίοδο ετών, συγκεκριμένα ήδη από τη βιομηχανική επανάσταση μέχρι και σήμερα, οι εταιρικές οντότητες και δη οι μεγάλες επιχειρήσεις καταλαμβάνουν πολύ σημαντική θέση στην παγκόσμια οικονομική σκηνή. Δικαιολογητικός λόγος αυτής της θέσης είναι, μεταξύ άλλων, και οι οικονομίες κλίμακας που δημιουργούνται στις μεγάλες νομικές οντότητες και τη συνακόλουθη

⁷ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 589 επ.

⁸ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 4

⁹ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2007, σελ. 589 επ.

¹⁰ Αγγελάτου Μ., «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση: Μια εμπειρική Ανάλυση», Διπλωματική Εργασία, Χανιά, 2016, σελ. 5 επ.

μείωση του μέσου κόστους παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος. Συγκεκριμένα, οι ανωτέρω οικονομίες κλίμακας οδηγούν στον επιμερισμό του σταθερού κόστους σε μεγαλύτερο αριθμό παραγόμενων μονάδων και στην περαιτέρω απόκτηση μεγαλύτερων πλεονεκτημάτων από τις μεγάλες επιχειρήσεις έναντι των μικρότερων.

Ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην προσπάθεια επίτευξης των οικονομιών κλίμακας και εν γένει την απόκτηση πλεονεκτημάτων από τις επιχειρήσεις διαδραματίζουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, ως μέθοδος ανάπτυξης των επιχειρήσεων σε εξωτερικό επίπεδο. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές εμφανίζονται στο τέλος του 19^{ου} αιώνα στις Η.Π.Α., ενώ στη συνέχεια ξεκίνησαν και στο Ηνωμένο Βασίλειο και επεκτάθηκαν και στις λοιπές ευρωπαϊκές χώρες.

Η ένταση της εμφάνισης των συγχωνεύσεων και εξαγορών ποικίλει ανάλογα με τις οικονομικές και πολιτικές συνθήκες κάθε περιόδου. Οι περίοδοι μεγάλης ανάπτυξης των δραστηριοτήτων αυτών χαρακτηρίζονται ως «κύματα συγχωνεύσεων» (merger waves). Η διάρκεια αυτών των κυμάτων, καθώς και οι ακριβείς ημερομηνίες έναρξης και λήξης τους δεν είναι σαφείς, εκτός από τις περιπτώσεις που διακόπηκαν εξαιτίας «μεγάλων» εξωτερικών γεγονότων, όπως η χρηματιστηριακή κατάρρευση του 1929. Παρά ταύτα, φαίνεται πως οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν ένα καθοριστικό κομμάτι στο σύστημα του καπιταλισμού και οι δραστηριότητες είναι συνεχείς από το τέλος του 19^{ου} αιώνα, παρά τις διακοπές στις περιπτώσεις δυσμενών οικονομικών συγκυριών¹¹.

ii. Κύματα συγχωνεύσεων

A. Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Στη συγκεκριμένη υποενότητα, τα κύματα συγχωνεύσεων κατηγοριοποιούνται σύμφωνα με την εξέλιξή τους στις Η.Π.Α., από όπου και ξεκίνησαν. Επομένως, βάσει της εξέλιξής τους ανά περιόδους, από το 1890 μέχρι και σήμερα εντοπίζονται επτά (7) κύματα συγχωνεύσεων.

Το **πρώτο κύμα** συγχωνεύσεων καταλαμβάνει την περίοδο από το 1893 έως το 1904. Χαρακτηρίζεται ως το «μεγαλύτερο κύμα συγχωνεύσεων» στον επιχειρηματικό τομέα των Η.Π.Α. και αποτελείται κυρίως από οριζόντιες συγχωνεύσεις. Αυτό σημαίνει πως επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο τομέα ή κλάδο, κατά κύριο λόγο ως ανταγωνιστές, αποφασίζουν να συνεργαστούν και να συνδυάσουν τις δραστηριότητές τους, με στόχο την αύξηση των εσόδων τους¹². Αυτή η δυνατότητα συνήθως επιλέγεται από μεγάλες επιχειρηματικές οντότητες, που αποσκοπούν σε αποδοτικότερες οικονομίες κλίμακας. Ως εκ τούτου, με την επιλογή αυτή της στρατηγικής, οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις αποκτούν μεγαλύτερα μερίδια αγοράς και, σε ορισμένες

¹¹ Gorzala J., The Art of Hostile Takeover Defence, Hamburg: IGEL Verlag GmbH, 2010, σελ. 4

¹² Gorzala J., The Art of Hostile Takeover Defence, Hamburg: IGEL Verlag GmbH, 2010, σελ. 4 επ.

περιπτώσεις, απολαμβάνουν ακόμη και μονοπωλιακή θέση στην αγορά. Ορισμένες από τις επιχειρήσεις που προέκυψαν αυτή την περίοδο από οριζόντιες συγχωνεύσεις είναι η Standard Oil Company (1899), η United States Steel Corporation (1901) και η International Harvest Corporation(1902).

Το **δεύτερο κύμα** συγχωνεύσεων εμφανίζεται την περίοδο από το 1919 έως το 1929. Λόγω των οριζόντιων συγχωνεύσεων, είχαν δημιουργηθεί μονοπώλια και επιχειρήσεις με δεσπόζουσα θέση, γεγονός που προκάλεσε την κρατική παρέμβαση και μηχανισμούς που εμπόδιζαν την «αντιανταγωνιστική» συμπεριφορά. Αυτό προκάλεσε την μεταστροφή των επιχειρήσεων από τις οριζόντιες στις κάθετες ολοκληρώσεις¹³, που είναι και οι συγχωνεύσεις που χαρακτηρίζουν το δεύτερο αυτό κύμα. Οι κάθετες συγχωνεύσεις είναι περισσότερο προσανατολισμένες στην αποδοτικότητα. Προκειμένου να επιτύχουν τον στόχο τους, οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις δεν επιδιώκουν να αυξήσουν τα κέρδη τους, αλλά, αντιθέτως, να μειώσουν το κόστος και να αυξήσουν με αυτό τον τρόπο τη συνολική αποδοτικότητα της επιχείρησης. Αυτός ο τύπος συγχωνεύσεων προϋποθέτει δύο ή περισσότερες νομικές οντότητες που έχουν μεταξύ τους σχέση συνεργασίας και όχι ανταγωνισμού. Δηλαδή, οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, πριν την κάθετη ολοκλήρωση είχαν σχέση προμηθευτή – προμηθευόμενου¹⁴. Η ολοκλήρωση αυτή μπορεί να γίνει είτε προς τα πίσω, ήτοι προς τους πόρους, οπότε και χαρακτηρίζεται ως καθετοποίηση προς τα πίσω (upstream), είτε προς τα εμπρός, ήτοι προς τους πελάτες, οπότε χαρακτηρίζεται ως καθετοποίηση προς τα μπροστά (downstream).

Αποτέλεσμα των συγχωνεύσεων αυτής της περιόδου ήταν ότι οι επιχειρήσεις που δεν απέκτησαν μονοπωλιακά πλεονεκτήματα κατά το πρώτο κύμα των συγχωνεύσεων οδηγήθηκαν στο να δημιουργήσουν δεσμούς με άλλες επιχειρήσεις, επιδιώκοντας την διατήρηση της ανταγωνιστικότητάς τους και δημιουργώντας με αυτό τον τρόπο ολιγοπώλια. Η σπουδαιότερη περίπτωση συγχώνευσης αυτής της περιόδου ήταν η συγχώνευση μεταξύ Ford και FIAT, που τους κατέστησε «ηγέτες» της αυτοκινητοβιομηχανίας. Η μεγάλη χρηματιστηριακή κρίση του 1929, με την κατακόρυφη πτώση των τιμών των μετοχών και την κατάρρευση του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, σήμανε την λήξη του κύματος αυτού.

Το **τρίτο κύμα** συγχωνεύσεων καλύπτει την περίοδο από το 1955 έως το 1970. Κατά τη διάρκεια αυτού του κύματος, δημιουργήθηκαν επιχειρήσεις – κολοσσοί, οι οποίες δραστηριοποιούνταν σε διαφορετικούς τομείς ενασχόλησης (conglomerate)¹⁵. Η αξία των συγχωνεύσεων αυτής της περιόδου ανήλθε σε αρκετά δισεκατομμύρια, ενώ μια από τις πλέον αξιοσημείωτες επιχειρήσεις που προέκυψαν τότε ήταν η General Electric Company. Ωστόσο, οι διαφοροποιημένες αυτές επιχειρήσεις δεν κατάφεραν να

¹³ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016 σελ. 12 επ.

¹⁴ Gorzala J., The Art of Hostile Takeover Defence, Hamburg: IGEL Verlag GmbH, 2010, σελ. 4 επ.

¹⁵ Gorzala J., The Art of Hostile Takeover Defence, Hamburg: IGEL Verlag GmbH, 2010, σελ. 4 επ.

αποκομίσουν τα οφέλη που επιδίωκαν μέσω αυτού του είδους των συγχωνεύσεων και το 1969-1970 τα αποθέματά τους κλονίστηκαν¹⁶.

Την περίοδο 1974 – 1989 παρατηρείται το **τέταρτο κύμα** συγχωνεύσεων, το οποίο θα μπορούσε να χαρακτηριστεί «επιθετικό», αφού σε πολλές περιπτώσεις, για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης δεν υπήρχε η συναίνεση των μετόχων και της διοίκησης της αποκτώμενης εταιρείας. Το κυριότερο, όμως, είναι ότι διαπιστώνεται μια «μανία» για συγχωνεύσεις, κάτι που εξηγεί και τον ανωτέρω επιθετικό χαρακτήρα¹⁷. Άλλα χαρακτηριστικά αυτού του κύματος είναι η αύξηση της χρήσης της εξωτερικής ανάθεσης (outsourcing), η αποφυγή της διαφοροποίησης, καθώς και ο προσανατολισμός των επιχειρήσεων στις σημαντικές δραστηριότητες¹⁸. Από την άλλη πλευρά, σπουδαίο ρόλο εκείνη την περίοδο διαδραματίζουν και οι τράπεζες, αφού χρηματοδοτούν, μέσω των δανείων που παρέχουν, την πραγματοποίηση των εξαγορών. Ο ενεργός αυτός ρόλος γίνεται ακόμα πιο φανερός και από το γεγονός ότι η παύση της χορήγησης δανείων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λόγω του υψηλού κόστους, που οφειλόταν κατά κύριο λόγο στον υψηλότατο πληθωρισμό, σήμανε το τέλος αυτής της περιόδου.

Το 1993 ξεκίνησε το **πέμπτο κύμα**, το οποίο διήρκησε μέχρι το 2000. Το κύμα αυτό ήταν το μεγαλύτερο όσον αφορά στο πλήθος και την αξία των συναλλαγών που σημειώθηκαν αυτή την περίοδο. Είναι η περίοδος κατά την οποία οι πολυεθνικές επιχειρήσεις και οι μαζικές συγκεντρώσεις δημιουργήθηκαν προς απόκτηση απαραίτητων πόρων και ικανοτήτων και, κατ' επέκταση, ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Ξένοι επενδυτές άρχισαν να διεισδύουν στις αγορές των Η.Π.Α. και όχι μόνο, αλλά και το αντίστροφο. Επιπλέον, εμφανίστηκαν κλάδοι νέων τεχνολογιών, όπως οι τηλεπικοινωνίες και το διαδίκτυο, ενώ υπάρχοντες κλάδοι εξελίχθηκαν σε πιο ώριμους, όπως οι τράπεζες και οι αυτοκινητοβιομηχανίες¹⁹. Παράλληλα, δημιουργήθηκαν ή και ενισχύθηκαν σημαντικοί υπερεθνικοί οργανισμοί, όπως είναι για παράδειγμα η Ευρωπαϊκή Ένωση και ο Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου. Συγχρόνως, η παγκοσμιοποίηση υπηρεσιών, προϊόντων, αλλά και κεφαλαιαγορών αποτελεί ένα ακόμα διακριτικό γνώρισμα της εν λόγω περιόδου. Τέλος, παρατηρήθηκε μια μεγιστοποίηση στις αξίες των μετοχών, κάτι που οδήγησε με τη σειρά του τις εταιρείες στο να κλείνουν συμφωνίες, προκειμένου να διατηρούν ψηλά τον αριθμό και την ένταση των συναλλαγών. Η περίοδος αυτή έφτασε σε τέλμα λόγω της πτώσης του χρηματιστηρίου και της χρεωκοπίας μεγάλων επιχειρήσεων²⁰.

Στη συνέχεια, το **έκτο κύμα** διήρκησε από το 2003 έως το 2008, οπότε και τελείωσε εξαιτίας της κρίσης των ενυπόθηκων δανείων στις Η.Π.Α.²¹. Τα σημαντικότερα γνωρίσματα αυτού του κύματος ήταν η παγκοσμιοποίηση, η οποία είχε ήδη αρχίσει από

¹⁶ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 12

¹⁷ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 12 επ.

¹⁸ Gorzala J., The Art of Hostile Takeover Defence, Hamburg: IGEL Verlag GmbH, 2010, σελ. 5 επ.

¹⁹ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 13

²⁰ Gorzala J., The Art of Hostile Takeover Defence, Hamburg: IGEL Verlag GmbH, 2010, σελ. 5 επ.

²¹ Gorzala J., The Art of Hostile Takeover Defence, Hamburg: IGEL Verlag GmbH, 2010, σελ. 6 επ.

το προηγούμενο κύμα, τα ιδιωτικά κεφάλαια και ο πιο ενεργός ρόλος των μετόχων, αφού ξεκινούν να έχουν λόγο στον τρόπο διοίκησης της εταιρείας. Επίσης, συχνά παρατηρείται το φαινόμενο οι εταιρείες να προσφεύγουν στον δανεισμό προκειμένου να αποκτήσουν μια άλλη εταιρεία, την εταιρεία – στόχο, ώστε να μην δεσμεύσουν μέρος του δικού τους κεφαλαίου. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται μοχλευμένη εξαγορά (leverage buy – out). Τα επιτόκια δανεισμού, ωστόσο, αυτή την περίοδο είναι πιο χαμηλά, ενώ η πρόθεση για επέκταση σε πολυεθνικές αγορές είναι μεγαλύτερη²².

Το **έβδομο κύμα** είναι αυτό που λαμβάνει χώρα από το 2011 και έπειτα. Μετά το έκτο κύμα οι συνθήκες και οι περιστάσεις για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές δυσκόλεψαν ιδιαίτερα. Από το 2011, ωστόσο, ξεκίνησαν οι συνθήκες να γίνονται πάλι περισσότερο ευνοϊκές, με κύριους πρωταγωνιστές την Βραζιλία, την Ρωσία, την Ινδία, την Κίνα και τη Νότια Αφρική, γνωστές και ως BRICS. Οι χώρες αυτές αποτελούν πέντε από τις πλέον σημαντικές και αναδυόμενες οικονομίες του κόσμου, αλλά και από τις πολυπληθέστερες. Η συνεργασία αυτών των χωρών επικεντρώνεται κυρίως σε εταιρικές και εμπορικές δραστηριότητες, ενώ τα επόμενα χρόνια αναμένεται η συγκέντρωση των δραστηριοτήτων των εταιρικών μετασχηματισμών στις χώρες αυτές ή στις ηπείρους στις οποίες βρίσκονται. Κατά το έβδομο κύμα, στο προσκήνιο θα εξακολουθήσουν να βρίσκονται οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις, ενώ διαδεδομένες θα παραμείνουν και οι μοχλευμένες εξαγορές και οι εχθρικές εξαγορές²³.

B. Ευρώπη

Αναφορικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στην ευρωπαϊκή ήπειρο, αυτές εμφανίστηκαν αρχικά το 1960 στο Ηνωμένο Βασίλειο και στη συνέχεια, ακολούθησαν και οι λοιπές χώρες. Όπως συνέβη στις Η.Π.Α., έτσι και στην Ευρώπη, οι μεταβολές στην οικονομία είναι αυτές που προκάλεσαν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ως επακόλουθό τους.

Οι κυριότεροι παράγοντες που οδήγησαν τις χώρες της Ευρώπης στην δραστηριότητα των εταιρικών μετασχηματισμών ήταν η παγκοσμιοποίηση και ο φιλελευθερισμός στην αγορά. Πρωταγωνιστής στις δραστηριότητες αυτές ήταν και παραμένει το Ηνωμένο Βασίλειο λόγω της γενικότερης φιλελεύθερης κουλτούρας του αλλά και του διαφορετικού θεσμικού πλαισίου του, χαρακτηριστικά που οδήγησαν στην εξωστρεφή συμπεριφορά της χώρας προς τις διεθνείς αγορές.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, έχουν παρατηρηθεί κυρίως τρία κύματα. Το **πρώτο κύμα** έλαβε χώρα από το 1890 έως το 1904, το **δεύτερο** από το τέλος του Πρώτου

²² Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 13 επ.

²³ Gorzala J., The Art of Hostile Takeover Defence, Hamburg: IGEL Verlag GmbH, 2010, σελ. 6 επ.

Παγκοσμίου Πολέμου έως το τέλος του 1920, ενώ το **τρίτο κύμα** από το τέλος του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου έως το 1960²⁴.

Η περίοδος από το 1960 έως το 1987 αποτέλεσε μια περίοδο όπου σημειώνονταν συγχωνεύσεις και εξαγορές, χωρίς ωστόσο να διακρίνονται από κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, ώστε να διαμορφώσουν ένα ακόμη κύμα.

Στη συνέχεια, από το 1987 έως το 2001 η αξία των συντελεσθέντων συγχωνεύσεων και εξαγορών αυξήθηκε σημαντικά²⁵, κάνοντας φανερή πια τη σημασία των μετασχηματισμών και στην ευρωπαϊκή ήπειρο, καθώς το εν λόγω διάστημα ο τομέας αυτός αναπτύχθηκε ιδιαίτερα, προσφέροντας πολλαπλά οφέλη στις περισσότερες περιπτώσεις.

Από το 2001 και έπειτα μπορεί να ειπωθεί πως αναπτύσσεται ένα άλλο κύμα, με πρωταγωνιστή και πάλι το Ηνωμένο Βασίλειο. Η απελευθέρωση που παρατηρείται στο διεθνές εμπόριο, αλλά και η παγκοσμιοποίηση οδηγεί τις επιχειρήσεις στην αναζήτηση απόκτησης μεγαλύτερου μεριδίου στην αγορά και ισχυροποίησης της θέσης τους μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών²⁶. Άλλωστε, οι εταιρικοί αυτοί μετασχηματισμοί προσφέρουν και σημαντικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που συμβάλλουν στην επιδίωξη και τελικά την επίτευξη των ανωτέρω στόχων.

Συμπερασματικά, φαίνεται πως τα τελευταία χρόνια διενεργούνται εταιρικοί μετασχηματισμοί διαφόρων ειδών, η αξία των συναλλαγών των οποίων είναι ιδιαίτερα μεγάλη. Οι κυριότεροι τομείς στους οποίους παρατηρούνται συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι οι τομείς της φροντίδας της υγείας, των καταναλωτικών αγαθών και της τεχνολογίας. Σε όλους αυτούς τους τομείς, οι εταιρείες που προβαίνουν στους εταιρικούς μετασχηματισμούς επιθυμούν να επεκταθούν και τελικά να γίνουν πιο ανταγωνιστικές μέσα στην παγκοσμιοποιημένη αγορά και κρίνουν πως για την επίτευξη αυτού του στόχου, η ανάπτυξη μέσω των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι η πλέον αποτελεσματική και συμφέρουσα επιχειρησιακή στρατηγική²⁷.

4. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

A. Μορφές Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Προκειμένου να γίνουν περισσότερο κατανοητές ορισμένες έννοιες αναφορικά με τα κίνητρα, την αποτελεσματικότητα και τις διαδικασίες των εταιρικών μετασχηματισμών, κρίνεται σκόπιμο να εξεταστούν πρώτα οι μορφές που μπορεί να πάρει ένας

²⁴ Αγγελάτου Μ., «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση: Μια εμπειρική Ανάλυση», Διπλωματική Εργασία, Χανιά, 2016, σελ. 8 επ.

²⁵ https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication2404_en.pdf

²⁶ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 594

²⁷ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 3

μετασχηματισμός. Οι μορφές αυτές διαδραματίζουν σπουδαίο ρόλο και για την κατηγοριοποίησή τους βάσει διαφόρων κριτηρίων, αλλά κυρίως βοηθούν εκείνους που λαμβάνουν αποφάσεις σε επιχειρησιακό επίπεδο να αποφασίσουν την πλέον κατάλληλη στρατηγική για τους στόχους που θέτουν και δη για τη μεγιστοποίηση της παραγωγικότητας της επιχείρησής τους, εφόσον, βεβαίως, γνωρίζουν τα χαρακτηριστικά κάθε μορφής εταιρικού μετασχηματισμού.

i. Είδη συγχωνεύσεων βάσει του νόμου

Όσον αφορά στην κατηγοριοποίησή τους, ήδη ο προηγούμενος νόμος των ανωνύμων εταιρειών, ο Ν. 2190/1920, και πλέον ο Ν. 4601/2019 περί εταιρικών μετασχηματισμών προβλέπει τρεις πιθανούς τρόπους ενοποίησης, και βάσει των χαρακτηριστικών αυτών, διακρίνονται τρεις κατηγορίες:

- Η πρώτη κατηγορία είναι αυτή της συγχώνευσης με απορρόφηση. Στις συγχωνεύσεις αυτές, μία ή πλείονες εταιρείες, οι απορροφώμενες, μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους, ήτοι τόσο το ενεργητικό όσο και το παθητικό, με καθολική διαδοχή σε μια ήδη υφιστάμενη εταιρεία, που αποτελεί την απορροφώσα²⁸. Η μεταβίβαση αυτή λαμβάνει χώρα μετά την λύση των απορροφώμενων εταιρειών, χωρίς να τεθούν σε εκκαθάριση²⁹. Μπορούν ακόμα να συμμετάσχουν και εταιρείες που βρίσκονται ήδη στο στάδιο της εκκαθάρισης, πριν όμως αρχίσει η διανομή του ενεργητικού των εταιρειών αυτών στους μετόχους, ενώ σύμφωνα με το άρθρο 3 του Ν. 4601/2019, μπορούν να συμμετάσχουν και εταιρείες που έχουν λυθεί ή έχουν κηρυχθεί σε πτώχευση³⁰. Η συγχώνευση με απορρόφηση διενεργείται κατ' αρχήν με αύξηση κεφαλαίου με εισφορά σε είδος, αντικείμενο της οποίας αποτελεί το σύνολο του ενεργητικού και του παθητικού των απορροφώμενων εταιρειών. Σε αντάλλαγμα αυτής της εισφοράς, οι μέτοχοι των τελευταίων λαμβάνουν εταιρικές συμμετοχές ή χρήματα, τα οποία δεν δύνανται να υπερβαίνουν το 10% της αξίας των ανωτέρω εταιρικών συμμετοχών της απορροφώσας εταιρείας³¹.
- Η δεύτερη κατηγορία είναι αυτή της συγχώνευσης με τη σύσταση νέας εταιρείας. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι συγχωνεύσεις, κατά τις οποίες δύο ή περισσότερες εταιρείες μεταβιβάζουν το σύνολο του ενεργητικού και του παθητικού τους, ήτοι το σύνολο της περιουσίας τους, σε μια νέα εταιρεία, την οποία συνιστούν από την αρχή³². Οι εταιρείες που μεταβιβάζουν τα περιουσιακά τους στοιχεία και τις υποχρεώσεις τους λύονται, χωρίς να ακολουθήσει το

²⁸ Παναγιώτου Π., «Η συγχώνευση των επιχειρήσεων στο νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΝοΒ, τόμος 67, τεύχος 6, Ιούλιος – Αύγουστος 2019, σελ. 1197

²⁹ Παναγιώτου Π., «Το δίκαιο των μετασχηματισμών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2021, σελ. 171

³⁰ Παναγιώτου Π., «Το δίκαιο των μετασχηματισμών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2021, σελ. 171

³¹ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 54 επ.

³² Παναγιώτου Π., «Η συγχώνευση των επιχειρήσεων στο νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΝοΒ, τόμος 67, τεύχος 6, Ιούλιος – Αύγουστος 2019, σελ. 1197

στάδιο της εκκαθάρισης³³, και οι μέτοχοι ή οι εταίροι των εταιρειών αυτών λαμβάνουν εταιρικές συμμετοχές της νέας εταιρείας ή χρήματα που, όπως και στη συγχώνευση με απορρόφηση, δεν υπερβαίνουν το 10% της αξίας των διατιθέμενων εταιρικών συμμετοχών³⁴. Ο ρόλος των παλαιών εταιρειών που συμμετέχουν στη συγχώνευση είναι αυτός της συμμετοχής τους στην ίδρυση της νέας εταιρείας ως εκπρόσωποι των μετόχων ή των εταίρων. Οι τελευταίοι καθίστανται πλέον μέτοχοι ή εταίροι της νέας εταιρείας λόγω της εισφοράς και της συνακόλουθης μεταβίβασης της περιουσίας των συγχωνευόμενων εταιρειών στη νέα, κατά τα ορισθέντα στις αποφάσεις των αρμόδιων εταιρικών οργάνων. Σύμφωνα με το άρθρο 3 του Ν. 4601/2019, και σε αυτό το είδος συγχώνευσης μπορούν να συμμετάσχουν εταιρείες που έχουν τεθεί στο στάδιο της εκκαθάρισης, εφόσον δεν έχει αρχίσει η διανομή του ενεργητικού στους μετόχους, αλλά και οι εταιρείες που έχουν κηρυχθεί σε πτώχευση ή έχουν λυθεί³⁵.

- Η τρίτη κατηγορία της διάκρισης βάσει του Ν. 4601/2019 είναι αυτή της συγχώνευσης με εξαγορά³⁶, που αποκαλείται, επίσης, εξαγορά. Η κατηγορία αυτή ομοιάζει, αλλά δεν ταυτίζεται, με την συγχώνευση δια απορροφήσεως, καθώς και σε αυτήν υφίσταται μεταβίβαση του συνόλου της περιουσίας, ήτοι του ενεργητικού και του παθητικού, των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων με οιονεί καθολική διαδοχή σε μια άλλη τρίτη εταιρεία, που αποτελεί την εξαγοράζουσα. Ως αντάλλαγμα, οι μέτοχοι ή οι εταίροι των εξαγοραζόμενων εταιρειών λαμβάνουν το αντίτιμο για τα δικαιώματά τους³⁷. Δεν υφίσταται, λοιπόν, σε αυτή την περίπτωση διάθεση εταιρικών συμμετοχών στην νέα εταιρεία και, επομένως, οι μέτοχοι ή οι εταίροι των εξαγοραζόμενων εταιρειών δεν καθίστανται μέτοχοι ή εταίροι της νέας εταιρείας.

ii. Λοιπές μορφές συγχωνεύσεων και εξαγορών

Ένα άλλο κριτήριο κατηγοριοποίησης σχετίζεται με τον τομέα δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται και βάσει αυτού διακρίνονται σε συσχετισμένες και ασυσχετίστες³⁸, αναλόγως με το αν οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε ομοειδείς ή ετεροειδείς κλάδους αντίστοιχα.

Συγκεκριμένα, στους συσχετισμένους μετασχηματισμούς υφίσταται σύνδεση μεταξύ των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων με αποτέλεσμα να επιτυγχάνεται λειτουργική και στρατηγική συμβατότητα. Λόγω αυτής της συμβατότητας, οι επιχειρήσεις

³³ Παναγιώτου Π., «Η μεταβίβαση της επιχείρησης και η ευθύνη για τα χρέη της» (Συμβολή στο δίκαιο των επιχειρήσεων), ΝοΒ, 2011, σελ. 381

³⁴ Παναγιώτου Π., «Το δίκαιο των μετασχηματισμών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2021, σελ. 172

³⁵ Παναγιώτου Π., «Το δίκαιο των μετασχηματισμών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2021, σελ. 173

³⁶ Παναγιώτου Π., «Το δίκαιο των μετασχηματισμών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2021, σελ. 173

³⁷ Παναγιώτου Π., «Η συγχώνευση των επιχειρήσεων στο νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΝοΒ, τόμος 67, τεύχος 6, Ιούλιος – Αύγουστος 2019, σελ. 1198

³⁸ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 590

επιτυγχάνουν περαιτέρω ορισμένα οφέλη για την ανάπτυξή τους, όπως είναι η μεταφορά τεχνογνωσίας και άλλων σημαντικών πόρων με συνακόλουθο αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους. Αυτό το είδος των συγχωνεύσεων και εξαγορών συνήθως παρουσιάζει μεγαλύτερες πιθανότητες επιτυχίας και αποτελεσματικότητας³⁹ λόγω της προαναφερθείσας συμβατότητας και, συνεπώς, αποδίδουν μεγαλύτερα οφέλη και στους μετόχους ή τους εταίρους. Ωστόσο, το αρνητικό σημείο σε αυτή την κατηγορία είναι ο αυξημένος κίνδυνος, καθώς σε περίπτωση αρνητικών μεταβολών στον συγκεκριμένο τομέα δραστηριοποίησης επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό η επιχείρηση. Αντιθέτως, οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν επηρεάζονται τόσο από τις μεταβολές σε ορισμένο κλάδο, αφού δραστηριοποιούνται σε περισσότερους και δεν επικεντρώνονται αποκλειστικά σε έναν.

Περαιτέρω, οι συσχετισμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται σε οριζόντιες, όταν ανήκουν στον ίδιο κλάδο και ανταγωνίζονται στο ίδιο επίπεδο της αλυσίδας εφοδιασμού, και σε κάθετες, όταν ανήκουν μεν στον ίδιο κλάδο, αλλά έχουν σχέση πελάτη – προμηθευτή και, επομένως, βρίσκονται σε διαφορετικό επίπεδο της εφοδιαστικής αλυσίδας⁴⁰. Στην πρώτη περίπτωση γίνεται λόγος για οριζόντια ολοκλήρωση, ενώ στην δεύτερη περίπτωση για κάθετη ολοκλήρωση ή καθετοποίηση.

Όσον αφορά στις οριζόντιες συγχωνεύσεις, οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και, κατ' επέκταση, προσφέρουν ομοειδή προϊόντα ή υπηρεσίες. Με τους μετασχηματισμούς αυτούς, λοιπόν, ενισχύεται η θέση των επιχειρήσεων, καθώς επιτυγχάνουν οικονομίες κλίμακας, μειώνουν το κόστος και αυξάνουν το μερίδιο αγοράς τους. Επιπλέον, επιτυγχάνεται η μεταφορά και η συνεκμετάλλευση τεχνογνωσίας, αλλά και ανθρώπινων, παραγωγικών και τεχνολογικών πόρων, αφού βρίσκονται και λειτουργούν στο ίδιο επίπεδο της αλυσίδας εφοδιασμού. Μια τέτοιου είδους συγχώνευση ή εξαγορά είναι ιδανική όταν ο κλάδος είναι ελκυστικός και προσφέρει δυνατότητες ανάπτυξης, ο ανταγωνισμός είναι χαμηλός και τα διοικητικά στελέχη που λαμβάνουν τις στρατηγικές αποφάσεις είναι ικανά να αναγνωρίσουν αυτές τις δυνατότητες και να τις εκμεταλλευτούν. Εάν ο κλάδος παρουσιάζει χαμηλό ανταγωνισμό, υπό την έννοια πως υπάρχουν λίγοι ανταγωνιστές μετά την συγχώνευση των επιχειρήσεων, γίνεται λόγος για ολιγοπώλιο. Αν μετά τον μετασχηματισμό, η επιχείρηση που απομένει έχει απορροφήσει όλους τους ανταγωνιστές της, τότε γίνεται λόγος για μονοπώλιο. Σε κάθε περίπτωση, εάν επηρεάζεται ο ανταγωνισμός του κλάδου σε σημαντικό βαθμό, είναι απαραίτητο η συγχώνευση ή η εξαγορά να εξεταστεί από την αρμόδια αρχή ανταγωνισμού κάθε χώρας, την Επιτροπή Ανταγωνισμού όσον αφορά τον ελληνικό χώρο, η οποία θα αποφανθεί επί του επιτρεπτού ή όχι του μετασχηματισμού. Αυτού του είδους οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές παρατηρούνται ιδιαίτερα, μεταξύ άλλων, στον τραπεζικό τομέα, τον κλάδο των φαρμάκων, της ψυχαγωγίας, αλλά και του ορυκτού πλούτου. Οριζόντιες συγχωνεύσεις μπορούν να παρατηρηθούν μεταξύ εταιρειών που

³⁹ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 5

⁴⁰ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 5

προσφέρουν ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες αλλά καλύπτουν διαφορετική γεωγραφική περιοχή, ή μεταξύ εταιρειών που προσφέρουν παρόμοια και όχι ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες⁴¹.

Από την άλλη πλευρά, στις περιπτώσεις που έχουμε κάθετη ολοκλήρωση, οι τομείς δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων βρίσκονται σε διαφορετικά, αλλά συμπληρωματικά επίπεδα της εφοδιαστικής αλυσίδας και, συνεπώς, υπάρχει σχέση προμηθευτή – προμηθευόμενου, ήτοι προμηθευτή – διανομέα ή προμηθευτή – πελάτη. Κύρια επιδίωξη στις συγχωνεύσεις αυτού του είδους είναι η μείωση του κινδύνου που σχετίζεται με τους προμηθευτές, ο καλύτερος έλεγχος των τιμών και η συνακόλουθη συνολική αύξηση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης. Είναι, επίσης, αρκετά αποτελεσματικές οι συγχωνεύσεις τέτοιου είδους για την επίτευξη οικονομικών κλίμακας και πιο αποτελεσματική προσαρμογή στις μεταβολές της ζήτησης. Η κάθετη ολοκλήρωση διακρίνεται στην ολοκλήρωση προς τα εμπρός, όσο περισσότερο πλησιάζει τον τελικό καταναλωτή, και στην ολοκλήρωση προς τα πίσω, όσο περισσότερο κινείται προς τις πρώτες ύλες. Για παράδειγμα, ολοκλήρωση προς τα εμπρός υπάρχει όταν ένα εργοστάσιο αποκτά τον έλεγχο του διανομέα, μέσω του οποίου τα προϊόντα διανέμονται προς τους τελικούς πωλητές από όπου τα αγοράζουν οι πελάτες, ενώ ολοκλήρωση προς τα πίσω υπάρχει όταν το εργοστάσιο αποκτά τον έλεγχο του προμηθευτή του, από όπου προμηθεύεται τις πρώτες ύλες για την παραγωγή των προϊόντων του. Εξαιτίας της φύσεως ορισμένων κλάδων, υπάρχουν επιχειρήσεις που δεν μπορούν να καταφύγουν σε πρακτικές κάθετης ολοκλήρωσης, όπως είναι για παράδειγμα ο χρηματοπιστωτικός τομέας.

Αντίθετα με τις συσχετισμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι ασυσχέτιστες ή ανομοιογενείς ή διακλαδικές συγχωνεύσεις και εξαγορές (conglomerate mergers and acquisitions) αφορούν επιχειρήσεις που παράγουν διαφοροποιημένα προϊόντα και υπηρεσίες, χρησιμοποιούν διαφορετική τεχνολογία και απευθύνονται σε διαφορετικές αγορές – καταναλωτές. Οι επιχειρήσεις αυτές μεταξύ τους δεν εμφανίζουν κάποιο βαθμό ομοιότητας ή λειτουργικής εξάρτησης και κύρια επιδίωξη είναι η είσοδος σε μια καινούρια αγορά. Χαρακτηριστική περίπτωση τέτοιου είδους συγχώνευσης αποτελεί η περίπτωση μιας μητρικής επιχείρησης – ομίλου, όπου δραστηριοποιείται σε διαφορετικούς κλάδους μέσω των θυγατρικών της, οι οποίες είναι υπόλογες και εξαρτώνται από την μητρική, αλλά λειτουργούν αυτόνομα σε σχέση με τις λοιπές θυγατρικές του ομίλου. Τα πλεονεκτήματα που προσφέρει μια ασυσχέτιστη συγχώνευση ή εξαγορά είναι η μείωση του κινδύνου, αφού ο κίνδυνος διασπείρεται μεταξύ των πλειόνων δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης, η μείωση του κεφαλαιακού κόστους και η ενίσχυση της παραγωγικότητας.

Περαιτέρω, διακρίνεται και μια τρίτη κατηγορία, η οποία είναι αυτή της συγκεντρωτικής ενοποίησης ή ομόκεντρης συγχώνευσης (concentric merger). Στην κατηγορία αυτή δύο ή περισσότερες ομοειδείς επιχειρήσεις, οι οποίες παράγουν

⁴¹ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 5

παρόμοια προϊόντα, αλλά όχι ίδια, κάνουν χρήση παρόμοιων διαδικασιών παραγωγής, τεχνολογιών και πρακτικών marketing και, ως εκ τούτου, αλληλοσυμπληρώνονται και ενοποιούνται με σκοπό την αύξηση του μεριδίου της αγοράς στην οποία απευθύνονται.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές διακρίνονται, επιπλέον, βάσει της στάσης της διοίκησης (management) των επιχειρήσεων που συμμετέχουν. Ειδικότερα, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορεί να διακριθούν σε φιλικές ή εχθρικές⁴².

Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν οι μετασχηματισμοί, όπου οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις επιθυμούν να προβούν στην συνένωσή τους και το αντίτιμο και οι όροι καθορίζονται από κοινού κατόπιν συνεννόησης και συμφωνίας. Με αυτό τον τρόπο, άλλωστε, εξασφαλίζεται και η αποδοχή και η σύμφωνη γνώμη της διοίκησης τόσο της απορροφώσας όσο, κυρίως, και της απορροφώμενης εταιρείας, και με τη σειρά τους ενημερώνουν και τους μετόχους τους. Οι μετασχηματισμοί αυτοί παρουσιάζουν και μεγαλύτερα ποσοστά επιτυχίας, καθώς είναι πιο εύκολη η μετάβαση προς την ενοποίηση και η ενσωμάτωση αποδεικνύεται αρτιότερη σε σύγκριση με τις εχθρικές.

Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, όπου οι διοικήσεις των επιχειρήσεων δεν έρχονται σε συμφωνία, και συγκεκριμένα η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης απορρίπτει την πρόταση της εξαγοράζουσας⁴³. Κατόπιν, η τελευταία προσεγγίζει απευθείας τους μετόχους της επιχείρησης – στόχου, προκειμένου να τους απευθύνει πρόταση για την αγορά των μετοχών τους και, τελικά, την απόκτηση ελέγχου και στη διοίκηση για την αποδοχή της πρότασης. Απαραίτητος όρος είναι η διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου, οπότε και γίνεται δυνατή η υλοποίηση αυτής της τακτικής μέσω του Χρηματιστηρίου όπου τυχόν είναι εισηγμένη η εταιρεία – στόχος, τόσο με δημόσια ανακοίνωση όσο και αθόρυβα με αγορά των μετοχών μέσω της αγοράς αξιών στην οποία ανήκει. Τέτοιου είδους τακτική μπορεί να οδηγήσει στην απομάκρυνση και αποχώρηση ορισμένων διοικητικών στελεχών με περαιτέρω συνέπεια την, έστω προσωρινή, πτώση της αξίας της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν, επιπλέον, να διακριθούν βάσει της εθνικότητας των επιχειρήσεων, την προέλευση και την έδρα τους σε εγχώριες, αλλοδαπές ή πολυεθνικές.

Μια ακόμη κατηγοριοποίηση προκύπτει ανάλογα με τους λόγους και τους επιδιωκόμενους στόχους για τους οποίους πραγματοποιείται ένας εταιρικός μετασχηματισμός. Αναλυτικότερα, βάσει αυτού του κριτηρίου, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές διακρίνονται σε επενδυτικές, συμπληρωματικές ή ανανεωτικές και προς άμεση ρευστοποίηση.

Επενδυτικές είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές κατά τις οποίες κύριος στόχος είναι η αξιοποίηση επενδυτικών ευκαιριών που παρουσιάζονται με περαιτέρω σκοπό το

⁴² Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 5

⁴³ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 590 επ.

κέρδος. Συνήθως, αυτό το είδος των μετασχηματισμών πραγματοποιείται από εταιρείες που δεν έχουν τους απαραίτητους πόρους και την τεχνογνωσία σε κάποιον κλάδο και επιθυμούν να αποκτήσουν πρόσβαση σε αυτόν, οπότε εξαγοράζουν επιχειρήσεις που διαθέτουν ήδη την απαραίτητη εξειδίκευση. Συχνά, μάλιστα, η εξαγοράζουσα ή απορροφώσα εταιρεία δεν επηρεάζει και δεν παρεμβαίνει στην δομή των εξαγοραζόμενων ή απορροφώμενων εταιρειών.

Στις συμπληρωματικές ή ανανεωτικές συγχωνεύσεις και εξαγορές τα πλεονεκτήματα, οι πόροι και οι δυνατότητες κάθε συμμετέχουσας επιχείρησης αλληλοσυμπληρώνονται με απώτερο σκοπό την μεγιστοποίηση του κέρδους. Τα υλικά, καθώς και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία των εταιρειών παραμένουν ανέπαφα, αφού κάθε εταιρεία προσφέρει διαφορετικά στοιχεία για την επίτευξη του στόχου τους.

Η τελευταία κατηγορία αφορά σε επιχειρήσεις που εξαγοράζουν άλλες με μοναδικό σκοπό να διακόψουν την λειτουργία τους και να προχωρήσουν σε ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων τους. Η διαδικασία αυτή αποφέρει κέρδος στην εξαγοράζουσα επιχείρηση εφόσον η πώληση της περιουσίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας γίνεται σε τιμή υψηλότερη από την τιμή της εξαγοράς.

Μία περαιτέρω διάκριση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων γίνεται ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση⁴⁴. Εάν, δηλαδή, αποκτάται το εκατό τοις εκατό (100%) από την εξαγοράζουσα επιχείρηση, γίνεται λόγος για ολική ή πλήρη εξαγορά. Αντιθέτως, εάν αποκτάται μικρότερο ποσοστό, είτε πλειοψηφικό (ποσοστό 50% και άνω) είτε μειοψηφικό (ποσοστό έως 49%) γίνεται λόγος για μερική εξαγορά. Η συνηθέστερη διεθνής πρακτική είναι η ολική εξαγορά.

Περαιτέρω, υφίστανται και ορισμένες ιδιαίτερες κατηγορίες εξαγορών, οι οποίες δεν κατατάσσονται στις ανωτέρω αναφερόμενες κατηγορίες. Μία από αυτές είναι η αντίστροφη εξαγορά (reverse takeover), κατά την οποία μία μικρότερη εταιρεία εξαγοράζει μια μεγαλύτερη. Το φαινόμενο αυτό είναι αντίθετο από το συνήθως συμβαίνον, όπου οι μεγαλύτερες εταιρείες εξαγοράζουν τις μικρότερες. Έπειτα, υπάρχει η εξαγορά «τούμπα» (backflip takeover), όπου η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιθυμεί να γίνει θυγατρική της εξαγοραζόμενης και να λειτουργεί κάτω από την επωνυμία της τελευταίας. Οι εξαγορές αυτού του τύπου δεν είναι καθόλου συχνές και όταν πραγματοποιούνται, γίνονται συνήθως προς εκμετάλλευση της ισχυρής επωνυμίας που διαθέτει η εξαγοραζόμενη επιχείρηση, σε αντίθεση με την αδύναμη εμπορική επωνυμία που διαθέτει η εξαγοράζουσα επιχείρηση, ακόμη και αν είναι μεγαλύτερη.

Ένα επιπλέον φαινόμενο εξαγορών που παρατηρείται είναι αυτό της μοχλευμένης εξαγοράς (leveraged buy – out)⁴⁵. Στο φαινόμενο αυτό μία εταιρεία επιχειρεί να εξαγοράσει μία άλλη, όχι με ίδια κεφάλαια, αλλά σε πολύ μεγάλο ποσοστό με

⁴⁴ Ζάντου Γ., «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Εχθρικές Εξαγορές και Μηχανισμοί Άμυνας», Διπλωματική Εργασία, Θεσσαλονίκη, 2017, σελ. 15 επ.

⁴⁵ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 5

τραπεζικό δανεισμό. Είναι ένα ιδιαίτερα επισφαλές εγχείρημα, καθώς σε περίπτωση αποτυχίας, οι οικονομικές κυρίως συνέπειες θα είναι ιδιαίτερα αρνητικές. Ως εκ τούτου, ο τύπος αυτός εξαγοράς είναι πιο ορθό να διενεργείται από μεγάλες επιχειρήσεις με όσο το δυνατόν περισσότερο εξασφαλισμένες ταμειακές ροές⁴⁶.

Μία τελευταία περίπτωση εξαγοράς είναι αυτή της εξαγοράς μιας επιχείρησης από τη διοίκησή της (management buy – out). Σε αυτή την περίπτωση, τα διοικητικά στελέχη μιας επιχείρησης προβαίνουν στην εξαγορά της. Ωστόσο, εάν η επιχείρηση είναι μεγάλη, είναι ιδιαίτερα δαπανηρή αυτή η προσπάθεια και δεν μπορεί να χρηματοδοτηθεί από τα στελέχη της διοίκησης. Για τον λόγο αυτό, η διοίκηση μπορεί να προβεί στην εξαγορά μιας περιφερειακής θυγατρικής της επιχείρησης ή μιας παραγωγικής μονάδας αυτής⁴⁷.

B. Κίνητρα και Λόγοι Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

i. Εισαγωγικά

Η απόφαση μιας εταιρείας για την πραγματοποίηση συγχώνευσης ή εξαγοράς λαμβάνεται στο επίπεδο της επιχειρησιακής στρατηγικής⁴⁸. Ιστορικά, φαίνεται πως τα κίνητρα για την λήψη της ανωτέρω απόφασης σχετίζονται με τον κύκλο ζωής που έχουν οι επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, μια επιχείρηση συνήθως παρουσιάζει μια φάση ωριμότητας, η οποία επέρχεται μετά την πρώτη είσοδο στην αγορά και την σταδιακή ανάπτυξη, και η οποία φάση ωριμότητας ακολουθείται από την περίοδο της βαθμιαίας παρακμής. Προκειμένου να καθυστερήσει ή και να αποφύγει το τελευταίο αυτό στάδιο της παρακμής, μια επιχείρηση προσπαθεί να βρει μεθόδους σε επιχειρησιακό επίπεδο που θα την κρατήσουν σε ένα καλό επίπεδο ανάπτυξης ή ωριμότητας. Αυτό μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους, όπως για παράδειγμα με την διαφοροποίηση, την επέκταση, την ορθολογικότερη οργάνωση ή την ενίσχυση στον τομέα της έρευνας και της ανάπτυξης. Ωστόσο, φαίνεται πως δύο είναι τα βασικότερα κριτήρια για την λήψη των αποφάσεων περί συγχώνευσης, αφενός μεν η βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων της επιχείρησης και αφετέρου η βελτίωση της αποδοτικότητας στο κάθε επίπεδο λειτουργίας της, με περαιτέρω σκοπό την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος έναντι των ανταγωνιστών της και την μεγιστοποίηση των κερδών της⁴⁹.

⁴⁶ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 591 επ.

⁴⁷ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 591 επ.

⁴⁸ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 588 επ.

⁴⁹ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 25 επ.

Κατά διαστήματα έχουν διατυπωθεί διάφορες θεωρίες αναφορικά με τα κίνητρα και τους λόγους για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Οι θεωρίες αυτές θα μπορούσαν να κατηγοριοποιηθούν ως εξής:

- Οικονομικές Θεωρίες
- Χρηματοοικονομικές Θεωρίες
- Διοικητικές Θεωρίες
- Στρατηγικές Θεωρίες
- Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών

Από την ανωτέρω κατηγοριοποίηση φαίνεται πως οι λόγοι που συνήθως οδηγούν μια επιχείρηση στην πραγματοποίηση συγχώνευσης ή εξαγοράς μπορεί να είναι, μεταξύ άλλων, οικονομικοί, διοικητικοί, καθώς και στρατηγικοί⁵⁰. Είναι αντιληπτό, λοιπόν, πως η απόφαση σχετικά με έναν εταιρικό μετασχηματισμό δεν είναι μονοδιάστατη. Αντιθέτως, υπάρχουν πολλές περιπτώσεις, όπου για την λήψη της τελικής απόφασης έχουν συνεκτιμηθεί περισσότεροι παράγοντες και, συνεπώς, υπάρχουν περισσότεροι λόγοι πίσω από την διενέργεια του επιδιωκόμενου μετασχηματισμού.

ii. Ειδικότεροι Λόγοι

Ένας από τους κυριότερους λόγους οικονομικής φύσεως, για τους οποίους αποφασίζει μια επιχείρηση να προχωρήσει σε συγχώνευση ή εξαγορά, είναι η αύξηση των κερδών και η συνακόλουθη αύξηση της αξίας της⁵¹, που ωφελεί κυρίως τους μετόχους⁵². Λόγω της μεγιστοποίησης των κερδών⁵³, είναι περισσότερο πιθανό να καταφέρει η επιχείρηση να παραμείνει ανταγωνιστική⁵⁴ και, επομένως, στην αγορά. Για να το επιτύχει αυτό μπορεί είτε να μειώσει το κόστος μέσω της αύξησης της αποτελεσματικότητας είτε να αυξήσει τις τιμές μέσω της αύξησης του μεριδίου αγοράς.

Η αύξηση της αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης μπορεί να επιτευχθεί σε διάφορα επίπεδα, όπως στο λειτουργικό και το διοικητικό. Συνήθως, δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις συγχωνεύονται ή μία επιχείρηση προχωρά σε εξαγορά άλλης ή περισσοτέρων προκειμένου να αλληλοσυμπληρωθούν τα δυνατά και αδύναμα σημεία κάθε επιχείρησης⁵⁵. Μέσω αυτής της αλληλοσυμπλήρωσης μπορεί να επιτευχθεί αξιοποίηση εξειδικευμένων δεξιοτήτων, επιμερισμός δαπανηρών τεχνολογιών, επιμερισμός του κόστους και των δαπανών, αλλά και καταμερισμός του αναληφθέντος κινδύνου.

⁵⁰ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 25

⁵¹ Halpern P., "Mergers and acquisitions", The Journal of Finance Vol. XXXVIII, No. 2, 1983, σελ. 297 επ.

⁵² Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 25

⁵³ Bethel J.E., Liebeskind J.P., "The effects of ownership structure on corporate restructuring", Strategic Management Journal Vol. 14, Issue S1, 1993, σελ. 15 επ.

⁵⁴ Öberg C., Holtström J., "Are mergers and acquisitions contagious?", Journal of business research Vol. 59, Issue 12, 2006, σελ. 1267 επ.

⁵⁵ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 595

Σε λειτουργικό επίπεδο, μπορούν να επιτευχθούν οικονομίες κλίμακας, οικονομίες φάσματος και να αξιοποιηθούν σημαντικά διδάγματα από την καμπύλη μάθησης και εμπειρίας⁵⁶. Η εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας προκύπτει συνήθως από τις οριζόντιες συγχωνεύσεις, καθώς όσο αυξάνεται το μέγεθος μιας επιχείρησης μειώνεται το κόστος ανά μονάδα παραγόμενου προϊόντος. Οικονομίες κλίμακας παρουσιάζονται σε διάφορες φάσεις της αλυσίδας παραγωγής, όπως κατά την παραγωγική διαδικασία, την αγορά των πρώτων υλών, την διανομή, αλλά και κατά το στάδιο της έρευνας και της ανάπτυξης. Οι οικονομίες κλίμακας αποδίδουν τα μέγιστα όταν οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις ή η εξαγοράζουσα και η εξαγοραζόμενη ανήκουν στον ίδιο κλάδο⁵⁷, αλλά και στην ίδια χώρα, αφού αυξάνεται με αυτόν τον τρόπο η παραγωγική δύναμη, ενώ παράλληλα μειώνονται τα λειτουργικά κόστη.

Από την άλλη πλευρά, οι οικονομίες φάσματος προκύπτουν όταν το κόστος για την παραγωγή δύο προϊόντων είναι χαμηλότερο όταν αυτά παράγονται μαζί συγκριτικά με το αν παράγονταν ξεχωριστά, και συνήθως προκύπτει από την κάθετη ολοκλήρωση. Καθώς παύει η ύπαρξη μεσαζόντων μεταξύ των διαφόρων σταδίων της αλυσίδας παραγωγής και εφοδιασμού, μειώνεται σημαντικά το κόστος, κάτι που οδηγεί σε μεγιστοποίηση των κερδών⁵⁸. Όσον αφορά τις οικονομίες που προκύπτουν από την καμπύλη μάθησης και εμπειρίας, αυτές συναντώνται τόσο στις συσχετισμένες όσο και στις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Σε διοικητικό επίπεδο, η αύξηση της αποτελεσματικότητας μεταφράζεται σε κατάλληλη στελέχωση και αξιοποίηση των διοικούντων την επιχείρηση, αφού εκείνοι είναι αυτοί που λαμβάνουν τις κρίσιμες αποφάσεις⁵⁹. Ειδικότερα, η αποτελεσματικότερη διοίκηση της μιας συγχωνευόμενης επιχείρησης, συνήθως της εξαγοράζουσας, μεταφέρεται στην λιγότερο αποτελεσματική σε διοικητικό επίπεδο εξαγοραζόμενη προκειμένου να εξοικονομηθούν πόροι, αλλά και να επιτευχθεί μια ορθολογική στρατηγική που θα επηρεάσει ευνοϊκά την μελλοντική πορεία της ενιαίας πλέον επιχείρησης⁶⁰. Απομακρύνεται, λοιπόν, η αναποτελεσματική διοίκηση προκειμένου να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και έχει εφαρμογή τόσο στις συσχετισμένες όσο και στις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αναφορικά με το διοικητικό επίπεδο, υπάρχει και η θεωρία της διαφοροποιημένης διοίκησης, η οποία κυρίως εφαρμόζεται σε οριζόντιες συγχωνεύσεις. Σύμφωνα με αυτήν, οι επιχειρήσεις προκειμένου να προχωρήσουν σε κάποια συγχώνευση ή εξαγορά πρέπει να αναγνωρίσουν πρώτα στον τομέα δραστηριοποίησης που τους αφορά ποιες επιχειρήσεις λειτουργούν με καλύτερη επίδοση από την μέση επίδοση που επικρατεί και να

⁵⁶ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 26

⁵⁷ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 594

⁵⁸ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 594 επ.

⁵⁹ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 26

⁶⁰ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 600

εκμεταλλευτούν στην συνέχεια αυτή την πληροφορία. Στο πλαίσιο αυτό, τα ανώτερα διοικητικά στελέχη που είναι σε θέση να ανιχνεύσουν τις πλέον συμφέρουσες προς συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεις εμπλέκονται στην διαδικασία και έτσι βοηθούν τις ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε μια αποδοτική συνεργασία⁶¹.

Όσον αφορά το χρηματοοικονομικό επίπεδο, η αύξηση της αποτελεσματικότητας επιτυγχάνεται με την αύξηση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχείρησης⁶². Αυτό συμβαίνει διότι ο ισολογισμός των εταιρειών πλέον είναι ενοποιημένος και μεγαλύτερος λόγω της αύξησης των ιδίων κεφαλαίων, ενώ ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος από τους μετόχους, αλλά και τους δανειστές της εταιρείας, μειώνεται λόγω της διασποράς αυτού. Η ενιαία επιχείρηση έχει πλέον μεγαλύτερο μέγεθος και μερίδιο αγοράς και, κατ' επέκταση, βελτιωμένη θέση και αξιοπιστία, οι οποίες συνοδεύονται από ισχυρότερη διαπραγματευτική δύναμη και ευκολότερη πρόσβαση σε κεφάλαια. Ταυτόχρονα, ο συνολικός δανεισμός της ενιαίας πλέον επιχείρησης μειώνεται και ευνοείται η δημιουργία ενδεχόμενων μονοπωλιακών συνθηκών, μέσω της ενδυνάμωσης της επιχείρησης σε διεθνές και εγχώριο επίπεδο με περαιτέρω αποτέλεσμα την αποκόμιση περισσότερων κερδών. Τα οφέλη αυτά παρατηρούνται κυρίως σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών μη συσχετιζόμενων δραστηριοτήτων.

Αναφορικά με την αύξηση του μεριδίου αγοράς⁶³, από την άλλη, αυτή επιτυγχάνεται μέσω των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, που επιτρέπουν στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις και στην τελικώς προκύπτουσα επιχείρηση να αυξήσουν την δυναμική τους και, κατ' επέκταση, την θέση τους. Όσο μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς αποκτά μια επιχείρηση, τόσο ενισχύει την ανταγωνιστική της θέση, γεγονός που της δίνει το πλεονέκτημα να αυξήσει τις τιμές των προϊόντων ή των υπηρεσιών που προσφέρει.

Η αύξηση της τιμής των προϊόντων ή των υπηρεσιών μπορεί να επιτευχθεί τόσο στις οριζόντιες όσο και στις κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αφενός στις οριζόντιες υπάρχει το πλεονέκτημα του ενισχυμένου μεριδίου αγοράς, με αποτέλεσμα τη δημιουργία συνθηκών олиγοπωλίου ή και σχεδόν μονοπωλίου⁶⁴ σε ορισμένες περιπτώσεις, που επιτρέπει στην επιχείρηση να δρα ανεξάρτητα έως ένα βαθμό και να επιβάλει τις τιμές που επιθυμεί. Βεβαίως, σε συγκεκριμένες περιπτώσεις επεμβαίνει και η αρμόδια αρχή για την διατήρηση του υγιούς ανταγωνισμού, η οποία μπορεί να απαγορεύσει τον μετασχηματισμό ή να τον επιτρέψει υπό προϋποθέσεις. Στις κάθετες ολοκληρώσεις, η αύξηση και εν γένει η επιβολή των τιμών που επιθυμεί η επιχείρηση που έχει προέλθει από συγχώνευση ή εξαγορά οφείλεται στην εξασφάλιση πολλών φορές σημαντικών προμηθευτών και παραγόντων στην αλυσίδα παραγωγής και

⁶¹ Κυριαζής Δ. «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 27 επ.

⁶² Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 26 επ.

⁶³ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 600

⁶⁴ Halpern P., "Mergers and acquisitions", The Journal of Finance Vol. XXXVIII, No. 2, 1983, σελ. 314 επ.

εφοδιασμού, με περαιτέρω αποτέλεσμα τη δημιουργία εμποδίων κατά την είσοδο πιθανών ανταγωνιστών στον κλάδο αυτό.

Η αύξηση του μεριδίου αγοράς, επιπλέον, επιτρέπει στην επιχείρηση να προσελκύσει τα πλέον ικανά στελέχη, που μπορούν να βοηθήσουν στην εξέλιξη της επιχείρησης, να διαπραγματευτεί από θέση ισχύος συμμαχίες ή και περαιτέρω μετασχηματισμούς, να δημιουργήσει στρατηγικές συνέργιες⁶⁵ και να αντιμετωπίσει καλύτερα ανταγωνιστές, εξασφαλίζοντας μεγαλύτερα κέρδη.

Οικονομικής φύσεως είναι και η θεωρία που αφορά στην ασυμμετρία της πληροφόρησης⁶⁶. Η ασυμμετρία αυτή υπάρχει μεταξύ των επενδυτών, οι οποίοι πολλές φορές αναλύουν λανθασμένα τα δεδομένα της αγοράς με αποτέλεσμα την υπερεκτίμηση ορισμένων επιχειρήσεων. Λόγω της υπερεκτίμησης, προχωρούν σε προσέγγιση της εταιρείας – στόχου, προκειμένου να την εξαγοράσουν ή να συγχωνευτούν μαζί της, και όταν αυτό γίνεται γνωστό στην αγορά, σπεύδουν και άλλοι επενδυτές με τον ίδιο σκοπό. Το αποτέλεσμα αυτού του φαινομένου είναι να παρατηρείται μια αύξηση στην τιμή των μετοχών της εν λόγω εταιρείας – στόχου, η οποία, ωστόσο, είναι βραχυπρόθεσμη. Τελικά οι τιμές των μετοχών επανέρχονται στην πραγματική τους αξία, και όχι στην υπερεκτιμημένη που διαμορφώθηκε λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Επιπλέον, ένας από τους λόγους για να λάβει χώρα μια συγχώνευση ή εξαγορά είναι η άσκηση εταιρικού ελέγχου στην αγορά⁶⁷. Πρακτικά αυτό συμβαίνει όταν η διοίκηση μιας επιχείρησης λειτουργεί με τρόπο που μειώνει την αξία των μετοχών της επιχείρησης και η αγορά επεμβαίνει μέσω μιας, εχθρικής συνήθως, εξαγοράς ώστε να απομακρυνθεί η αναποτελεσματική διοίκηση. Εάν αυτό δεν είναι εφικτό, παρέχεται η δυνατότητα στην διοίκηση να βελτιώσει την δράση της και να επιφέρει καλύτερα αποτελέσματα⁶⁸. Στην ουσία πρόκειται για έναν πειθαρχικό μηχανισμό που σκοπό έχει την απομάκρυνση της διοίκησης που δεν επιτελεί αποτελεσματικά το έργο της, προκειμένου να προστατευτεί η αξία της επιχείρησης και τελικά τα συμφέροντα των μετόχων.

Στις περιπτώσεις κατά τις οποίες ο ανωτέρω μηχανισμός δεν επιφέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα ή συνεπάγεται υψηλά κόστη, μπορεί να ενεργοποιηθεί ο εσωτερικός έλεγχος βάσει της εταιρικής διακυβέρνησης⁶⁹. Μέσα σε αυτά τα πλαίσια, θα ήταν σκόπιμο να ληφθούν και περαιτέρω μέτρα για την προστασία της αγοράς και των

⁶⁵ Chatterjee S., “Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring implications for target and bidder firms”, *Strategic Management Journal* Vol. 13, Issue 4, 1992, σελ. 267 επ.

⁶⁶ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 27 επ.

⁶⁷ Halpern P., “Mergers and acquisitions”, *The Journal of Finance* Vol. XXXVIII, No. 2, 1983, σελ. 314 επ.

⁶⁸ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 33 επ.

⁶⁹ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 34

επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε αυτήν, μέσω αύξησης των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή της δημιουργίας μιας ανεξάρτητης επιτροπής ελέγχου.

Η χρηματιστηριακή αξία που παρουσιάζουν οι εταιρείες επίσης επηρεάζουν τις αποφάσεις για συγχωνεύσεις και εξαγορές. Υπάρχουν περιπτώσεις, στις οποίες παρουσιάζεται μια αρνητική υπεραξία, ήτοι η χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών είναι μικρότερη από την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων⁷⁰. Η πρακτική που ακολουθείται από τις εξαγοράζουσες εταιρείες, εάν συμβαίνει αυτό, είναι να πουλάνε τα περιουσιακά στοιχεία των εξαγοραζόμενων εταιρειών, ώστε να καλύψουν αυτό το κόστος της αρνητικής υπεραξίας και να αποκομίσουν κέρδος.

Αδιαμφισβήτητα, μία από τις κυριότερες επιδιώξεις των επιχειρήσεων μέσα από τους μετασχηματισμούς είναι η απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και, ως εκ τούτου, η διατήρηση εντός ανταγωνιστικού προβαδίσματος στον κλάδο, όπου δραστηριοποιούνται⁷¹. Προς την επίτευξη αυτού του στόχου, εξετάζονται οι πόροι και οι ικανότητες κάθε επιχείρησης και ο τρόπος με τον οποίο μπορούν να συνδυαστούν και να αλληλοσυμπληρωθούν για να προκύψει το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα. Δημιουργούνται δηλαδή και αξιοποιούνται συνέργιες μεταξύ δύο ή περισσότερων οργανισμών, οι οποίες παράγουν αρτιότερα αποτελέσματα από τις επιμέρους δραστηριότητες των οργανισμών αυτών. Για τον λόγο αυτό, κάθε επιχείρηση εξετάζει ποιες είναι οι πιθανές ικανότητες και οι πόροι που θα ήθελε να εξασφαλίσει μέσα από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, ώστε να προσεγγίσει την επιχείρηση που είναι πιο κοντά στις επιδιώξεις της.

Η απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μπορεί να λάβει διάφορες μορφές⁷², κάθε μία από τις οποίες μπορεί να αποτελέσει και ξεχωριστό κίνητρο για συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ενδεικτικά, σε αυτό τον σκοπό συμβάλλουν και οι οικονομίες κλίμακας, όπως αναλύθηκαν ανωτέρω, αλλά και η διεύρυνση του δικτύου διανομής, η πρόσβαση σε φθηνότερες πηγές προμηθειών και η πρόσβαση σε εξελιγμένη τεχνογνωσία⁷³. Ειδικά η τεχνογνωσία διαδραματίζει σημαντικότατο ρόλο, δεδομένου πως σε ένα περιβάλλον ολοένα αυξανόμενου ανταγωνισμού, η καινοτομία μπορεί να αποδειχθεί παράγοντας – κλειδί για την επιβίωση, ακόμη και την επιτυχία μιας επιχείρησης, καθώς είναι αυτό που θα την ξεχωρίσει από τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου. Επιπροσθέτως, η καινοτομία μπορεί να συνεισφέρει, εκτός από την εξέλιξη των παρεχόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών, και στη μείωση των εξόδων μιας επιχείρησης, ιδιαίτερα σπουδαίο αποτέλεσμα τόσο για την μεγιστοποίηση του κέρδους της όσο και για την επένδυση σε άλλους τομείς μέσα από την εξοικονόμηση αυτών των πόρων.

⁷⁰ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 601

⁷¹ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 599 επ.

⁷² Öberg C., Holtström J., “Are mergers and acquisitions contagious?”, Journal of business research Vol. 59, Issue 12, 2006, σελ. 1267 επ.

⁷³ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 596 επ.

Στενά συνδεδεμένος με την καινοτομία είναι ο κύκλος ζωής των προϊόντων, αφού η εξελιγμένη τεχνογνωσία, και η καινοτομία που πολλές φορές συνεπάγεται, μπορεί να αυξήσει την περίοδο ανάπτυξης ή ωρίμανσης των προϊόντων, παρουσιάζοντας καινούριες δυνατότητες. Η πρόσβαση, λοιπόν, σε ιδιαίτερη τεχνογνωσία μέσα από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές μπορεί να προσφέρει πολλαπλά οφέλη. Δεδομένου δε του χρόνου και του κόστους που απαιτούνται για την έρευνα και την ανάπτυξη προϊόντων και υπηρεσιών, η εκμετάλλευση ήδη υπάρχουσας γνώσης και δυνατοτήτων μειώνει σημαντικά τον απαιτούμενο χρόνο και εξοικονομεί πολλούς πόρους⁷⁴. Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα είναι αναμφισβήτητο και, ιδιαίτερα σε μια εποχή που χαρακτηρίζεται από γρήγορες τεχνολογικές εξελίξεις και συνεχή προσπάθεια από τις εταιρείες να συμβαδίσουν με αυτές.

Επιπλέον, εφόσον έχουν αναπτυχθεί σε ικανοποιητικό βαθμό τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες, τις οποίες θέλει να αποκτήσει η ενδιαφερόμενη επιχείρηση, μειώνεται και ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος που συνεπάγεται η έρευνα και ανάπτυξη προϊόντων και υπηρεσιών από την αρχή. Με αυτόν τον τρόπο, η επιχείρηση, που επιδιώκει τη συγχώνευση ή την εξαγορά, μπορεί με χαμηλότερο κόστος να αποκομίσει τα πλεονεκτήματα που απολαμβάνει ο πρωτοεισερχόμενος σε μια αγορά, χωρίς τους αντίστοιχους κινδύνους.

Σημαντικότερο κίνητρο για τη λήψη απόφασης αναφορικά με ενδεχόμενη συγχώνευση ή εξαγορά αποτελεί και η υπέρβαση εμποδίων εισόδου σε μια αγορά⁷⁵. Τα εμπόδια αυτά μπορούν να αφορούν τόσο την εγχώρια όσο και τη διεθνή αγορά⁷⁶. Στην εγχώρια αγορά, παρατηρούνται εμπόδια όταν ο κλάδος στον οποίο επιθυμεί να εισέλθει μια επιχείρηση προστατεύεται με συγκεκριμένες προϋποθέσεις εισόδου από το κράτος, απαιτεί υψηλά κεφάλαια για την έναρξη της δραστηριοποίησης ή όταν ο ανταγωνισμός είναι ήδη ισχυρός, οπότε πρακτικά καθίσταται σχεδόν ανέφικτη μια επιτυχής είσοδος στην αγορά. Τα ίδια εμπόδια παρουσιάζονται και στις διεθνείς αγορές με επιπλέον λειτουργικό και διαδικαστικό κόστος λόγω της εγκατάστασης ή διατήρησης μιας επιχείρησης σε άλλη χώρα. Μια συγχώνευση ή εξαγορά στην περίπτωση επιθυμίας εισόδου σε μια αγορά φαντάζει αρκετά δελεαστική, αφού μπορεί να εκμεταλλευτεί προϋπάρχουσα γνώση, εμπειρία, ήδη εγκατεστημένο δίκτυο διανομής, ακόμη και ένα μερίδιο αγοράς, το οποίο προέρχεται από την ενδεχόμενη εμπιστοσύνη των καταναλωτών στην ήδη υφιστάμενη στον κλάδο επιχείρηση. Η εμπιστοσύνη αυτή στο όνομα και τη φήμη της εταιρείας (brand loyalty), ειδικά, είναι πολύ σημαντικό πλεονέκτημα, στο οποίο αποβλέπουν οι επιχειρήσεις, καθώς εξοικονομούν σημαντικούς πόρους για τη διαφήμιση και την προώθηση ενός καινούριου ονόματος μέσα στον ήδη υφιστάμενο ανταγωνισμό.

⁷⁴ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 596 επ.

⁷⁵ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 597

⁷⁶ Black E.L., Carnes T.A., Jandik T., “The long-term success of cross-border mergers and acquisitions”, Social Science Research Network Electronic Paper Collection, 2001, σελ. 5 επ.

Με τα ανωτέρω κίνητρα συνδέεται και η συγχώνευση ή η εξαγορά που γίνεται με σκοπό τη διαφοροποίηση⁷⁷. Συγκεκριμένα, η διαφοροποίηση ή η διασπορά των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης, της δίνει τη δυνατότητα να αξιοποιήσει τους πόρους και την τεχνογνωσία ήδη υπάρχουσας στον κλάδο εταιρείας, με αποτέλεσμα να μειώνεται ο κίνδυνος, αλλά χωρίς αντίστοιχη μείωση της κερδοφορίας⁷⁸. Πράγματι, η επιχείρηση που επιθυμεί να επεκταθεί στην παραγωγή νέων προϊόντων ή την παροχή νέων υπηρεσιών, στερούμενη της επαρκούς γνώσης του κλάδου όπου θέλει να εισέλθει, μέσα από μια συγχώνευση ή εξαγορά, επιτυγχάνει την είσοδό της με μειωμένο επενδυτικό κίνδυνο, αφού εκμεταλλεύεται την πρόσβαση που μπορεί να έχει στη γνώση των στελεχών της επιχείρησης – στόχου, ήτοι της επιχείρησης που ήδη δραστηριοποιείται στον κλάδο αυτό, αλλά και την πρόσβαση στην παραγωγική διαδικασία, που ήδη πραγματοποιεί η επιχείρηση – στόχος. Παράλληλα, με την διασπορά των δραστηριοτήτων της, η επιχείρηση επιτυγχάνει την μη εξάρτησή της από έναν μόνο κλάδο, όπου μπορεί να χαρακτηρίζεται από υψηλό ανταγωνισμό, αλλά έχει συμμετοχή σε περισσότερους τομείς και αυτό αντανακλά στην κερδοφορία της τις περισσότερες φορές, υπό την προϋπόθεση ότι η συγχώνευση ή η εξαγορά θα αποδειχθεί επιτυχής.

Πλέον των ανωτέρω, υπάρχουν αρκετές περιπτώσεις όπου μια συγχώνευση ή μια εξαγορά γίνεται με σκοπό την αύξηση του οφέλους για τους εργαζομένους της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων των διοικητικών στελεχών⁷⁹. Αναλυτικότερα, οι περιπτώσεις αυτές δικαιολογούνται από την θεωρία της αντιπροσώπευσης⁸⁰, που υποστηρίζει πως η διάκριση μεταξύ των ιδιοκτητών – μετόχων μιας εταιρείας από την μία πλευρά και των εργαζομένων – διοικητικών στελεχών από την άλλη πολλές φορές οδηγεί και σε αντικρουόμενα συμφέροντα, που επηρεάζουν την πορεία της επιχείρησης. Συνεπώς, ενώ οι μέτοχοι της εταιρείας επιθυμούν να αυξήσουν την αξία της με περαιτέρω αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας των μετοχών και του κέρδους που τους αποφέρουν, οι εργαζόμενοι, και ιδίως τα ανώτερα διοικητικά στελέχη, επιδιώκουν να αυξήσουν τις απολαβές τους και εν γένει τα προνόμιά τους. Ο τρόπος για την ικανοποίηση των συμφερόντων της μιας ομάδας μπορεί να μην ικανοποιεί τα συμφέροντα της άλλης ή και να έχει αντίθετα αποτελέσματα. Συνεπώς, εάν τα ανώτερα διοικητικά στελέχη εκτιμήσουν πως ένας μετασχηματισμός θα ικανοποιήσει τις επιδιώξεις τους, θα λάβουν την αντίστοιχη απόφαση στο πλαίσιο διαμόρφωσης της επιχειρησιακής στρατηγικής της επιχείρησης, ακόμη και αν αυτή η απόφαση βλάψει τα συμφέροντα των μετόχων. Άλλωστε, ο έλεγχος των διοικητικών στελεχών από τους

⁷⁷ Healy P.M., Palepu K.C., Rubak R.S., “Does corporate performance improve after mergers?”, National Bureau of economic research, Working Paper series; NBER research program in Financial Markets and monetary economics and taxation, Working Paper No. 3348, 1990, σελ. 23 επ.

⁷⁸ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 597 επ.

⁷⁹ Amihud Y., Lev B., “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, The Bell Journal of Economics Vol. 12, No. 2, 1981, σελ. 605 επ.

⁸⁰ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 29 επ.

μετόχους δεν είναι ιδιαίτερα εύκολος, ενώ παράλληλα η άποψη των ανώτερων διοικητικών στελεχών ενδέχεται να έχει μεγαλύτερη βαρύτητα λόγω της γνώσης τους και της εμπειρίας τους σε θέματα διοίκησης επιχειρήσεων. Ωστόσο, προκειμένου να διενεργηθεί ένας μετασχηματισμός, τίθεται από τον νόμο ως προϋπόθεση η προηγούμενη σύμφωνη γνώμη των μετόχων, καθώς η απόφαση αυτή επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό την εταιρεία, εξασφαλίζοντας με αυτόν τον τρόπο την δυνατότητα να διασφαλίσουν τα συμφέροντά τους.

Περαιτέρω, τα διοικητικά στελέχη που λαμβάνουν τις αποφάσεις, πολλές φορές προβαίνουν σε λάθος εκτιμήσεις, με αποτέλεσμα να προχωρούν στην πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών που δεν αποφέρουν τελικά τα αποτελέσματα που είχαν υπολογίσει. Μάλιστα, σε αρκετές περιπτώσεις ξοδεύουν και μεγάλα χρηματικά ποσά είτε από τα αποθεματικά που είχαν για άλλους σκοπούς είτε κατόπιν δανεισμού. Ειδικότερα, μια επιχείρηση μπορεί να εκτιμήσει την αξία μιας άλλης και εφόσον εκτιμήσει πως η αξία αυτή είναι μεγαλύτερη από την αξία της αγοράς, προβαίνει σε κατάθεση πρότασης και προσφοράς για συγχώνευση ή εξαγορά. Εάν η εκτίμηση αυτή είναι λανθασμένη, τότε ο μετασχηματισμός δεν έχει τα αποτελέσματα και τα οφέλη που υπολόγιζε η διοίκηση της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Εξάλλου, η λανθασμένη εκτίμηση μπορεί να προκύψει και από την υπερβολική αυτοπεποίθηση που έχουν αποκτήσει τα διοικητικά στελέχη⁸¹, ειδικά στις περιπτώσεις που προηγουμένως είχαν προβεί σε επιτυχημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές, ή να συνδέεται με την πεποίθηση των διοικούντων πως μπορούν να διοικήσουν καλύτερα την επιχείρηση – στόχο⁸².

Αξίζει να σημειωθεί πως, αν και οι περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές (ιδιαίτερα οι εξαγορές) γίνονται με πρωτοβουλία της ενδιαφερόμενης επιχείρησης, υπάρχουν αρκετές περιπτώσεις κατά τις οποίες η πρωτοβουλία ανήκει στην επιχείρηση – στόχο. Αυτό δικαιολογείται από την επιδίωξη αυτής της επιχείρησης να βελτιώσει τη θέση της⁸³ και πιστεύει πως μπορεί να επιτευχθεί με την συνένωση ή την απορρόφηση από μια άλλη επιχείρηση. Επιπλέον, η επιχείρηση – στόχος μπορεί να χρειάζεται επιπρόσθετη χρηματοδότηση και κεφάλαια, τα οποία αδυνατεί να αντλήσει από άλλες πηγές και, συνεπώς, μια συγχώνευση ή εξαγορά φαντάζει μονόδρομος.

Τέλος, σπουδαίο λόγο για συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν τα φορολογικά οφέλη⁸⁴. Τα οφέλη αυτά μπορεί να οφείλονται είτε σε χαμηλότερη φορολογία σε μια άλλη χώρα, εφόσον η συγχώνευση είναι διασυνοριακή είτε στην αντιστάθμιση των υψηλών κερδών μιας επιχείρησης με τις ζημίες μιας άλλης, προκειμένου να μειωθούν οι

⁸¹ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 601 επ.

⁸² Lausberg C., Stahl T., “Motives and non-economic reasons for bank M&As”, 7th Maryland Finance Symposium on Behavioral Finance, (March 29–31, 2007), 2007, σελ. 5 επ.

⁸³ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 600

⁸⁴ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 601

φορολογικές της υποχρεώσεις⁸⁵. Σε κάθε περίπτωση, το φορολογικό πλαίσιο εξετάζεται με μεγάλη προσοχή τόσο για τυχόν οφέλη ή μειονεκτήματα που μπορεί να αποφέρει ένας μετασχηματισμός όσο και για τη διαδικασία που συμφέρει να εφαρμοστεί.

Γ. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Όπως προκύπτει και από το προηγούμενο κεφάλαιο, ένα από τα ισχυρότερα κίνητρα για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος της επιχείρησης έναντι των υπολοίπων, μέσα σε ένα περιβάλλον ολοένα αυξανόμενου ανταγωνισμού. Για την απόκτηση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσα από την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών, είναι απαραίτητο να υπάρξουν συνέργιες μέσα από αυτές⁸⁶. Χάρη στις εν λόγω συνέργιες, τα οικονομικά πλεονεκτήματα που επέρχονται είναι μεγαλύτερα για την ενιαία πλέον επιχείρηση σε σύγκριση με τα αντίστοιχα που θα επέρχονταν εάν η κάθε μία επιχείρηση συνέχιζε την αυτόνομη λειτουργία της.

i. Πλεονεκτήματα

Η μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών της νέας επιχείρησης θεωρείται εκ των σημαντικότερων πλεονεκτημάτων⁸⁷. Μέσω των μετασχηματισμών προσδίδεται μία νέα δυναμική στην προκύπτουσα επιχείρηση, η οποία με την σειρά της οδηγεί σε μεγαλύτερη εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού και, συνεπώς, σε άνοδο της τιμής της μετοχής⁸⁸. Η άνοδος αυτή θα είναι ακόμη μεγαλύτερη εάν ακολουθήσει και αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσα στο επόμενο διάστημα. Αυτό το πλεονέκτημα τοποθετείται περισσότερο στον βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, ενώ μακροχρόνια αποτελέσματα προκύπτουν εάν η νέα επιχείρηση καταφέρει να διευρύνει τα κέρδη της σταθερά μέσα στα επόμενα χρόνια, οπότε και θα παρατηρηθεί μια αντίστοιχα σταθερή άνοδος στην τιμή της μετοχής.

Περαιτέρω, ένα πολύ σπουδαίο όφελος που μπορούν να αποκομίσουν οι εταιρείες, οι οποίες προβαίνουν σε συγχώνευση ή εξαγορά, είναι η μεγιστοποίηση των κερδών, αλλά και η μείωση των κερδών αστάθειας⁸⁹. Η μεγιστοποίηση αυτή μπορεί να επιτευχθεί είτε

⁸⁵ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 27

⁸⁶ Chatterjee S., "Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring implications for target and bidder firms", *Strategic Management Journal* Vol. 13, Issue 4, 1992, σελ. 267 επ.

⁸⁷ Bethel J.E., Liebeskind J.P., "The effects of ownership structure on corporate restructuring", *Strategic Management Journal* Vol. 14, Issue S1, 1993, σελ. 15

⁸⁸ Black E.L., Carnes T.A., Jandik T., "The long-term success of cross-border mergers and acquisitions", *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, 2001, σελ. 5 επ.

⁸⁹ Healy P.M., Palepu K.C., Rubak R.S., "Does corporate performance improve after mergers?", *National Bureau of economic research, Working Paper series; NBER research program in Financial Markets and monetary economics and taxation, Working Paper No. 3348*, 1990, σελ. 23 επ.

με την αύξηση των εσόδων είτε με την μείωση του κόστους⁹⁰ και την εξοικονόμηση πόρων⁹¹. Ειδικότερα, η αύξηση των εσόδων οφείλεται κατά κύριο λόγο στην μεγέθυνση της εταιρείας και τη συνακόλουθη αύξηση του μεριδίου αγοράς που πλέον κατέχει, είτε στον ίδιο κλάδο είτε σε διαφορετικό, με την είσοδο σε αυτόν. Βεβαίως, σε αυτό συνεισφέρει και η καλύτερη οργάνωση μέσα στην επιχείρηση, η αποδοτικότερη αξιοποίηση όλων των πόρων, η εξοικονόμηση χρόνου που επιτυγχάνεται μέσω της οργάνωσης και της συνένωσης των πόρων και η αποτελεσματικότερη προώθηση των προϊόντων ή των υπηρεσιών που προσφέρουν. Ο ιδανικότερος τρόπος, προκειμένου οι συμμετέχουσες στον μετασχηματισμό επιχειρήσεις να αυξήσουν τα κέρδη τους, είναι η οριζόντια ολοκλήρωση τόσο με την συνένωση με εταιρεία που ανταγωνίζονται μεταξύ τους όσο και με συνένωση με εταιρεία που δραστηριοποιείται σε διαφορετικό τομέα. Από την άλλη πλευρά, η μείωση του κόστους αποδίδεται σε ποικίλους παράγοντες, όπως ενδεικτικά οι οικονομίες κλίμακας, η μείωση των λειτουργικών εξόδων, η συγκέντρωση και οργάνωση περισσότερων σταδίων της παραγωγικής αλυσίδας και η μείωση των δαπανών που απαιτούνται πολλές φορές για την ανάπτυξη τεχνολογιών ή την αδειοδότηση για τη λειτουργία της επιχείρησης σε συγκεκριμένους κλάδους, καθώς αξιοποιούνται οι υφιστάμενες τεχνολογίες και άδειες των εταιρειών που ήδη δραστηριοποιούνται στην αντίστοιχη αγορά⁹². Η κάθετη ολοκλήρωση θεωρείται ο προσφορότερος τρόπος για την μείωση του κόστους.

Επιπλέον, μέσω του διευρυμένου μεγέθους μιας επιχείρησης, ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος διαχέεται σε ευρύτερο φάσμα δραστηριοτήτων και μπορεί να αντιμετωπιστεί καλύτερα⁹³. Αυτό έχει ως περαιτέρω πλεονέκτημα την αύξηση της αξιοπιστίας και της φερεγγυότητας της επιχείρησης, αφού πλέον οι πιθανότητες χρεοκοπίας είναι μειωμένες, και, συνεπώς, διευκολύνεται η διαδικασία δανεισμού εάν το επιθυμούν. Βελτιώνεται, επομένως, η χρηματοοικονομική της θέση, αλλά και η σταθερότητα.

Ένα ακόμη πλεονέκτημα που απολαμβάνουν οι επιχειρήσεις που προβαίνουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι η απόκτηση μεγαλύτερης δύναμης, με επακόλουθο αποτέλεσμα τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης και συναλλαγών από μια θέση ισχύος, που προηγουμένως δεν κατείχαν⁹⁴. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι κατ' αρχήν στρατηγικές επιλογές, που σκοπό έχουν την διατήρηση και ανάπτυξη της επιχείρησης στην αγορά, αλλά και την μείωση της έντασης του ανταγωνισμού που αντιμετωπίζουν. Περαιτέρω, αυτό επιτρέπει στις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις να προσφέρουν τα

⁹⁰ Dranove D., Shanley M., "Cost reductions or reputation enhancement as motives for mergers: The logic of multihospital systems", *Strategic Management Journal* Vol. 16, Issue 1, 1994, σελ. 55 επ.

⁹¹ Krugman P. R., Obstfeld M., Melitz M. J., «Διεθνής Οικονομική Θεωρία και πολιτική», 4η βελτιωμένη έκδοση, Εκδόσεις ΚΡΙΤΙΚΗ 2016, σελ.185 επ.

⁹² Kotler P., Keller K., "Marketing management", Pearson Education Inc., 13th International edition Ch 12, 2009, σελ. 369

⁹³ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 597 επ.

⁹⁴ Halpern P., "Mergers and acquisitions", *The Journal of Finance* Vol. XXXVIII, No. 2, 1983, σελ. 314 επ.

προϊόντα ή τις υπηρεσίες τους σε πλέον ελκυστικές τιμές, καθώς αντιμετωπίζουν μειωμένο ανταγωνισμό και μπορούν να δράσουν περισσότερο ευέλικτα.

Ένα πλεονέκτημα, το οποίο αρκετές φορές μπορεί και να μην εξετάζεται, αλλά είναι ιδιαίτερα σημαντικό, είναι η διαφήμιση⁹⁵. Συγκεκριμένα, εάν έστω και η μια συμμετέχουσα επιχείρηση είναι γνωστή, ο μετασχηματισμός θα λάβει αρκετά μεγάλες διαστάσεις δημοσιότητας, γεγονός που θα ωφελήσει την τελικώς προκύπτουσα επιχείρηση. Ακόμη και αν η γνωστή επιχείρηση είναι η απορροφώμενη ή η εξαγοραζόμενη, η άλλη εταιρεία θα απολαύσει την ισχυροποίηση της επωνυμίας της, οφειλόμενη ακριβώς σε αυτόν τον μετασχηματισμό. Η ισχυροποίηση της επωνυμίας μπορεί να εκφραστεί με διάφορους τρόπους, όπως με την αύξηση των πωλήσεων, της αξιοπιστίας της, αλλά και τη διευκόλυνση των οικονομικών της συναλλαγών.

Τέλος, ιδιαίτερα κρίσιμο πλεονέκτημα αποτελεί και η ύπαρξη φορολογικών ελαφρύνσεων και διευκολύνσεων, οφειλόμενων στη συγχώνευση ή την εξαγορά⁹⁶. Ειδικότερα, είναι πιθανό μια επιχείρηση που έχει αυξημένα κέρδη να φορολογηθεί πιο ελαφριά εάν συγχωνευθεί με μια επιχείρηση που παρουσιάζει ζημίες, ενώ τα κεφαλαιακά διαθέσιμα που ενδεχομένως υπάρχουν στην προκύπτουσα επιχείρηση μπορούν να επανεπενδυθούν.

ii. Μειονεκτήματα

Από την άλλη πλευρά, δεν μπορούν να παραβλεφθούν τα μειονεκτήματα που ενδεχομένως συνοδεύουν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Πράγματι, πολλές φορές τα αποτελέσματα των εταιρικών μετασχηματισμών δεν είναι τα αναμενόμενα, με αποτέλεσμα να κρίνεται απαραίτητη η εξέταση των διαφόρων παραγόντων που μπορεί να οδηγήσουν σε αυτά τα μη προσδοκώμενα αποτελέσματα.

Αρχικά, η διαδικασία της συγχώνευσης ή της εξαγοράς μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα χρονοβόρα, αλλά και κοστοβόρα⁹⁷. Αυτό οφείλεται στο ότι αποτελεί μια περίπλοκη διαδικασία με διάφορα στάδια, κατά τη διάρκεια των οποίων ενδέχεται να αλλάξουν ορισμένες συνθήκες ή να προκύψουν περαιτέρω εμπόδια με επιπλέον καθυστέρηση χρόνου ή και επιπρόσθετο κόστος. Το κόστος αυτό είναι ακόμη υψηλότερο εάν στην περίπτωση της εξαγοράς, η εξαγοραζόμενη εταιρεία έχει υπερεκτιμήσει την εξαγοραζόμενη, με αποτέλεσμα οι δαπάνες για την εξαγορά να είναι ιδιαίτερα υψηλές χωρίς να αποτυπώνουν την πραγματική αξία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

⁹⁵ Dranove D., Shanley M., “Cost reductions or reputation enhancement as motives for mergers: The logic of multihospital systems”, *Strategic Management Journal* Vol. 16, Issue 1, 1994, σελ. 55 επ.

⁹⁶ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 601

⁹⁷ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 622 επ.

Πολύ σημαντικό είναι και το κοινωνικό κόστος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, το οποίο μπορεί να οφείλεται σε δύο λόγους⁹⁸. Πρώτον, στην περίπτωση της εξαγοράς, συνήθως οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης χάνουν μέρος της αξίας των μετοχών τους με αποτέλεσμα να μην επωφελούνται από τον μετασχηματισμό, σε αντίθεση με τους μετόχους της εξαγοράζουσας, οι οποίοι κατά κύριο λόγο είναι αυτοί που κερδίζουν. Δεύτερον, το κοινωνικό κόστος μπορεί να οφείλεται και στις περικοπές προσωπικού μετά τη συγχώνευση ή την εξαγορά. Συγκεκριμένα, μετά τη συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, είναι πολύ πιθανό να απασχολούνται περισσότεροι υπάλληλοι από αυτούς που μπορεί να απασχολήσει η προκύπτουσα εταιρεία. Συνεπώς, η νέα επιχείρηση θα προχωρήσει σε απολύσεις εργαζομένων προκειμένου ο τελικός αριθμός των απασχολούμενων να ανταποκρίνεται στις δυνατότητες της επιχείρησης.

Ένα ακόμη μειονέκτημα είναι αυτό που προέρχεται από τις διαφορετικές κουλτούρες που συνυπάρχουν στις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις και η δυνατότητα προσαρμογής των εργαζομένων στη νέα επιχειρηματική κουλτούρα⁹⁹. Ειδικότερα, αρκετά συχνά οι επιχειρήσεις που συνενώνονται έχουν διαφορετική εταιρική φιλοσοφία και κουλτούρα, διαφορετική μεθοδολογία, διαφορετικά συστήματα λειτουργίας, ακόμη και διαφορετικά μισθολόγια, παροχές ή και τρόπο ανέλιξης των εργαζομένων. Επομένως, παρατηρείται ένα κόστος που οφείλεται σε αυτή την ανάμιξη των διαφορετικών στοιχείων, αλλά και τον χρόνο που απαιτείται ώστε να προσαρμοστούν στη νέα εταιρική φιλοσοφία οι εργαζόμενοι της καινούριας εταιρείας προς τον σκοπό της αρμονικής συνύπαρξης μεταξύ τους.

Ένα τελευταίο μειονέκτημα που παρατηρείται σε ορισμένες περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ότι δεν υπάρχει το κατάλληλο περιθώριο ανάπτυξης της επιχείρησης μέσω της απόκτησης μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς. Αυτό συμβαίνει συνήθως στους κλάδους όπου δεν υπάρχουν πολλά περιθώρια για απόκτηση υψηλού ποσοστού της αγοράς λόγω του ήδη υφιστάμενου ώριμου ανταγωνισμού. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η μόνη λύση που φαίνεται να υπάρχει είναι η προσφορά ποιοτικών και κυρίως διαφοροποιημένων προϊόντων, αλλά και η προσφορά υπηρεσιών σύγχρονης και υψηλής τεχνολογίας.

Δ. Αποτελεσματικότητα – Παράγοντες επιτυχίας και αποτυχίας

Ένα ιδιαίτερα κρίσιμο ζήτημα αναφορικά με την μελέτη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών αποτελεί η αποτελεσματικότητά τους. Συγκεκριμένα, η επιτυχία ή η αποτυχία ενός μετασχηματισμού καθορίζεται από πλείονες παράγοντες, οι οποίοι εντοπίζονται τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον των συμμετεχουσών εταιρειών. Παρά το γεγονός ότι το προσδοκώμενο αποτέλεσμα μιας τέτοιας διαδικασίας είναι η

⁹⁸ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 94 επ.

⁹⁹ Hadlock Ch., Houston J., Ryngaert, M., "The role of managerial incentives in bank acquisitions", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 23, 1999, σελ. 221 επ.

επιτυχία, δεν μπορεί να παραβλεφθεί η πιθανότητα αποτυχίας του όλου εγχειρήματος, όπως άλλωστε επιβεβαιώνεται πολλές φορές και στην πράξη. Μεγάλη σπουδαιότητα για την ελαχιστοποίηση του κινδύνου αποτυχίας του μετασχηματισμού, αποτελεί ο σωστός και προσεκτικός σχεδιασμός της διαδικασίας, καθώς και η επιμελής διενέργεια αυτής σε κάθε στάδιο¹⁰⁰.

i. Παράγοντες επιτυχίας

Αναλυτικότερα, το πρώτο βήμα για μια συγχώνευση ή εξαγορά, που αποτελεί και τον αρχικό παράγοντα επιτυχίας ή αποτυχίας, είναι η σωστή έρευνα και ανάλυση των δεδομένων, ανάλογα με το στρατηγικό πλάνο που ακολουθούν οι ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις¹⁰¹. Εφόσον υπάρχει σαφές στρατηγικό σχέδιο και αυτό εκτελείται σωστά, τότε τα ενδιαφερόμενα πρόσωπα θα προβούν σε λεπτομερή και αναλυτική μελέτη των εναλλακτικών επιλογών που διαθέτουν για την επίτευξη του στρατηγικού τους σκοπού. Εάν ο σκοπός αυτός δεν είναι σαφής, η βάση για την απόφαση του μετασχηματισμού δεν θα είναι σταθερή και, συνεπώς, δεν θα συμβάλλει στην αποδοτικότητα της επιχείρησης. Το στρατηγικό πλάνο των εταιρειών εν γένει θέτει τις κατευθύνσεις προς τις οποίες θέλουν να κινηθούν και με βάση αυτό το πλάνο λαμβάνονται οι πλέον κατάλληλες αποφάσεις για την πορεία τους.

Η αναλυτική και σωστή έρευνα πρέπει να συνοδεύεται και από την αντίστοιχη επιμέλεια και αφοσίωση των εμπλεκόμενων μερών. Αυτά τα στοιχεία πρέπει να χαρακτηρίζουν τη διαδικασία καθ' όλη τη διάρκειά της, καθώς σε κάθε στάδιο απαιτείται μελέτη και αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών και μη στοιχείων, προκειμένου να καθοριστεί το αν εξακολουθεί να είναι συμφέρουσα ή όχι η συγχώνευση ή η εξαγορά¹⁰².

Ένας επιπλέον παράγοντας για την επιτυχία ή την αποτυχία ενός μετασχηματισμού είναι η δομή του, αλλά και η χρηματοδότησή του¹⁰³. Η δομή αποτελείται από διαφορετικά στοιχεία, όπως είναι το χρονοδιάγραμμα της διαδικασίας, η νέα ηγεσία, οι απαιτούμενες πράξεις για την διεκπεραίωση της συγχώνευσης και οι όροι και οι προϋποθέσεις της συγχώνευσης ή της εξαγοράς. Ο παράγοντας αυτός αποδεικνύεται εξαιρετικά σημαντικός, καθώς περιλαμβάνει πολλούς επιμέρους παράγοντες αποτελεσματικότητας. Η διαχείριση του ανθρωπίνου δυναμικού, ο καθορισμός των ηγετικών στελεχών της προκύπτουσας εταιρείας, ο σαφής διαχωρισμός των καθηκόντων και αρμοδιοτήτων, αλλά και η γενικότερη οργάνωση της εταιρικής φιλοσοφίας και κουλτούρας μπορούν να καθορίσουν εάν ο μετασχηματισμός θα

¹⁰⁰ DePamphilis D., "Mergers and acquisitions Basics. All You Need To Know.", Academic Press Publications, imprint of Elsevier, 2011

¹⁰¹ Τραυλός Ν., «Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων», Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, www.hba.gr, 1993

¹⁰² Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 609 επ.

¹⁰³ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 83 επ.

χαρακτηρισθεί ως επιτυχής ή όχι. Αδιαμφισβήτητα, σπουδαίο ρόλο διαδραματίζει η χρονική περίοδος¹⁰⁴ κατά την οποία θα αποφασιστεί και θα διενεργηθεί η διαδικασία του μετασχηματισμού, καθώς και το χρονικό διάστημα το οποίο θα απαιτηθεί για την ολοκλήρωση της διαδικασίας και την επίτευξη των συνεργιών. Περαιτέρω, το εξωτερικό περιβάλλον διαδραματίζει τον δικό του ρόλο στον χαρακτηρισμό ενός μετασχηματισμού ως επιτυχημένου, δεδομένου πως είναι απαραίτητο να αξιολογηθεί πρώτα προκειμένου να αποφασισθεί εάν οι συνθήκες είναι ευνοϊκές και φιλικές προς μια τέτοια διαδικασία. Από την άλλη, ο τρόπος χρηματοδότησης είναι κρίσιμος, καθώς στην περίπτωση που δεν έχει καθορισθεί με προσοχή και με ορθή προηγούμενη ανάλυση των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων, μπορεί να οδηγήσει στην κατάρρευση της διαδικασίας, ακόμη και των ίδιων των επιχειρήσεων.

Επιπρόσθετα, δύο παράγοντες που ενδέχεται να αποδειχθούν κρίσιμοι είναι το ανταλλάγμα που συμφωνείται για τη συγχώνευση¹⁰⁵ ή την εξαγορά και ο κλάδος δραστηριοποίησης, στον οποίο θα επιλέξει μια εταιρεία να επεκταθεί¹⁰⁶. Αναφορικά με τον πρώτο παράγοντα, παρατηρείται πως όταν ο μετασχηματισμός πραγματοποιείται με ανταλλαγή μετοχών, αντί με καταβολή μετρητών, παρουσιάζει μεγαλύτερη αποδοτικότητα, διότι με αυτόν τον τρόπο δεν οδηγούνται οι εταιρείες σε υψηλά επίπεδα χρέους, με επακόλουθη συνέπεια την υποτίμηση των μετοχών τους. Επιπλέον, επειδή συνήθως αυτή η μορφή ανταλλάγματος συμφωνείται μεταξύ εταιρειών της ίδιας οικογένειας, για παράδειγμα μητρική – θυγατρική, δεν παρατηρείται το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης, αλλά οι πληροφορίες που διακινούνται είναι πιο αξιόπιστες, μειώνοντας την πιθανότητα ζημίας. Όσον αφορά στον κλάδο δραστηριοποίησης, έχουν υποστηριχθεί και οι δύο απόψεις. Από την μία, όταν ο κλάδος στον οποίο επιθυμεί να εισέλθει μια επιχείρηση είναι παρεμφερής με τον κλάδο που ήδη δραστηριοποιείται, έχει την κατάλληλη εμπειρία και τεχνογνωσία ώστε να ανταποκριθεί άμεσα στις απαιτήσεις της αγοράς και να παρουσιάσει υψηλή απόδοση. Από την άλλη πλευρά, υπάρχει η άποψη πως όταν πραγματοποιούνται ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις ή εξαγορές, παρουσιάζεται μικρότερος κίνδυνος, καθώς η ύφεση που μπορεί να εμφανιστεί στον έναν κλάδο, δεν θα επηρεάσει και τον άλλο. Σε κάθε περίπτωση, η αξιολόγηση αυτού του παράγοντα γίνεται κατά περίπτωση.

ii. Παράγοντες αποτυχίας

Είναι σαφές πως εάν οι προαναφερθέντες παράγοντες ληφθούν υπόψη και οι διοικούντες των επιχειρήσεων λειτουργήσουν βάσει ορθού προγραμματισμού και με την δέουσα επιμέλεια, οι πιθανότητες να χαρακτηριστεί ένας μετασχηματισμός ως επιτυχημένος είναι αυξημένες. Από την άλλη, υπάρχουν πολλοί παράγοντες, οι οποίοι

¹⁰⁴ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 82 επ.

¹⁰⁵ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 611 επ.

¹⁰⁶ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 79 επ.

μπορεί να οδηγήσουν στην αποτυχία του εγχειρήματος είτε από λανθασμένη εκτίμηση αυτών είτε από αδυναμία ελέγχου αυτών των παραγόντων.

Ένας από τους συνηθέστερους λόγους αποτυχίας είναι η λανθασμένη εκτίμηση των διαθέσιμων δεδομένων¹⁰⁷, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε μια υπερεκτίμηση της εταιρείας που θα απορροφηθεί (εταιρεία – στόχος) και κατ' επέκταση σε καταβολή πολύ υψηλού ανταλλάγματος. Η λανθασμένη εκτίμηση, ωστόσο, μπορεί να εμποδίσει την επιτυχία μιας επιχείρησης και στην περίπτωση που δεν εκτιμηθούν σωστά οι επιδιωκόμενες συνέργειες. Συγκεκριμένα, ένας από τους λόγους για την υλοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η επίτευξη συνεργιών μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών, με απώτερο στόχο την αύξηση της αποδοτικότητας και την επίτευξη κερδών ή τη μείωση του κόστους. Δεν είναι λίγες οι φορές, όμως, που δεν αξιολογήθηκαν ορθά οι σχετικές συνέργειες ή δεν λήφθηκε υπόψη και το εξωτερικό περιβάλλον, το οποίο επηρεάζει το αποτέλεσμα και το οποίο δεν μπορεί να ελεγχθεί από τους παράγοντες (διοίκηση) της επιχείρησης. Πράγματι, οι καταναλωτές μπορεί να μην αντιδράσουν με τον αναμενόμενο τρόπο στα νέα προϊόντα ή υπηρεσίες, ενώ ενδέχεται να επηρεαστεί η απόδοση και από τους ανταγωνιστές, οι οποίοι μπορεί να προχωρήσουν σε μείωση των τιμών τους ή ακόμη και σε κάποιο μετασχηματισμό.

Οι λανθασμένες εκτιμήσεις ως προς την εταιρεία – στόχο και γενικά τις υποψήφιες επιχειρήσεις για συγχώνευση ενδέχεται να επηρεάσουν και τα οικονομικά στοιχεία. Πιο αναλυτικά, όταν μια επιχείρηση είναι αποφασισμένη να εξαγοράσει μια άλλη, είναι διατεθειμένη να πληρώσει όσα χρειαστεί για να το καταφέρει, ή έστω όσα περισσότερα μπορεί, καθώς έχει εκτιμήσει ότι η εξαγορά αυτή θα αποδειχθεί ιδιαίτερα επωφελής για την εταιρεία. Ωστόσο, είναι πιθανό, κατά την αξιολόγηση της εταιρείας – στόχου είτε να μην υπήρχαν αρκετά δεδομένα είτε αυτά να μην αξιολογήθηκαν σωστά, με αποτέλεσμα η αξία της να είναι διαφορετική από αυτή που έχει εκτιμηθεί. Συνεπώς, ενδέχεται να διαθέσει περισσότερα χρήματα από το όφελος που τελικά θα της αποφέρει αυτή η εξαγορά.

Από την άλλη πλευρά, ειδικά όταν οι μετοχές της εταιρείας – στόχου είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, όπως το χρηματιστήριο, εάν γίνουν γνωστές οι συζητήσεις και οι διαπραγματεύσεις περί μετασχηματισμού, η τιμή των μετοχών αυξάνεται. Ως εκ τούτου, η ενδιαφερόμενη εταιρεία θα χρειαστεί να διαθέσει αρκετά μεγαλύτερο ποσό για την υπεραξία των μετοχών της «εξαγοραζόμενης» ώστε να επιτύχει στον στόχο της, διότι οι μέτοχοι της εταιρείας – στόχου θα απαιτήσουν υψηλότερο ανάλλαγμα για την εξαγορά. Το ποσό αυτό η εξαγοράζουσα επιχείρηση θα το αντλήσει είτε μέσω δανεισμού είτε με αξιοποίηση ίδιων κεφαλαίων που θα διέθετε για άλλους σκοπούς¹⁰⁸. Σε κάθε περίπτωση, η διάθεση αυτών των κεφαλαίων, είτε προέρχονται από χρηματοδότηση – δανεισμό είτε από τους ίδιους πόρους της εταιρείας,

¹⁰⁷ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 609 επ.

¹⁰⁸ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 611 επ.

έχουν αρκετά υψηλό κόστος, το οποίο θα επηρεάσει και την όλη πορεία και αποδοτικότητα της εξαγοράς. Προκύπτει, λοιπόν, πως η καταβολή μεγάλης υπεραξίας για την εξαγορά μιας επιχείρησης, έχει λιγότερες πιθανότητες να αποφέρει κέρδος και περισσότερες να συσσωρεύσει χρέος, το οποίο στη συνέχεια θα πρέπει να αποπληρωθεί.

Αρνητικές επιπτώσεις στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις έχουν και οι αδιέξοδες διαπραγματεύσεις και η μη επίτευξη συμφωνίας. Η απουσία συμφωνίας μπορεί να προλάβει μια αποτυχημένη συγχώνευση, ωστόσο, τα ενδιαφερόμενα μέρη θα έχουν αφιερώσει χρόνο και χρήματα σε μια, τελικά, άσκοπη προσπάθεια.

Ένας ακόμη σημαντικός παράγοντας αποτυχίας, που πολλές φορές δεν αξιολογείται δεόντως, είναι ο ανθρώπινος παράγοντας και η πιθανή επιρροή που ασκεί στα αποτελέσματα ενός μετασχηματισμού. Ενδεικτικά, εάν υπάρχει διαφωνία μεταξύ των διοικητικών στελεχών αναφορικά με επιμέρους πτυχές της προκύπτουσας επιχείρησης, ενδεικτικά αναφερομένων των συστημάτων ελέγχου και αξιολογήσεων, με περαιτέρω συνέπεια την αδυναμία συνεργασίας μεταξύ τους, παρατηρείται αυξημένη δυσκολία ενοποίησης των επιχειρήσεων. Η δυσκολία ενοποίησης μπορεί να οφείλεται και σε άλλες πτυχές του ανθρώπινου παράγοντα σε όλα τα επίπεδα, όπως είναι η διαφορετική κουλτούρα και η αδυναμία υιοθέτησης ενιαίας εταιρικής φιλοσοφίας, με αποτέλεσμα την καθυστέρηση στην ολοκλήρωση της διαδικασίας της συγχώνευσης ή ακόμη και αδυναμία επίτευξης τελικής συμφωνίας. Η δυσκολία αυτή είναι ακόμη πιο έντονη στις περιπτώσεις διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, αλλά και πολυεθνικών επιχειρήσεων, όπου υπάρχει διαφορά στην κουλτούρα σε εθνικό επίπεδο.

Προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος αποτυχίας ενός μετασχηματισμού λόγω διαφορετικής εταιρικής κουλτούρας και φιλοσοφίας, είναι απαραίτητο πριν την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς να γίνει επισκόπηση και αξιολόγηση της κουλτούρας κάθε μίας από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, ώστε να καθοριστεί κατά πόσο μπορούν να ταιριάξουν αρμονικά και να υιοθετηθούν από το σύνολο των εργαζομένων. Βεβαίως, είναι αναγκαίο όσοι προβαίνουν στην επισκόπηση αυτή, να προσπαθούν πρώτα να κατανοήσουν την εκάστοτε κουλτούρα και, στη συνέχεια, να βρουν τρόπο να την προσαρμόσουν ή να την μεταβάλουν για την ομαλότερη ένταξή της στο νέο επιχειρηματικό περιβάλλον.

Ο ανθρώπινος παράγοντας¹⁰⁹ μπορεί να επηρεάσει την πορεία της συγχώνευσης ή της εξαγοράς λόγω της αβεβαιότητας που επικρατεί σε αυτές τις περιπτώσεις¹¹⁰. Όταν ανακοινώνεται, ή ακόμα και στο στάδιο της διαπραγμάτευσης, μια συγχώνευση ή εξαγορά, αρχίζει να καταβάλλει το ανθρώπινο δυναμικό μια ανασφάλεια, που οδηγεί περαιτέρω σε άγχος, μείωση του ηθικού και, τελικά, σε μείωση της παραγωγικότητας. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται ιδίως στις εταιρείες – στόχους, που αναμένεται να

¹⁰⁹ Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016, σελ. 93

¹¹⁰ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 613 επ.

απορροφηθούν, αφού οι εργαζόμενοι αυτών δεν γνωρίζουν την θέση τους στην καινούρια εταιρεία ή ακόμη και εάν θα διαθέτουν θέση, αλλά και πώς θα ενσωματωθούν οι στόχοι τους, προσωπικοί και επαγγελματικοί, στη νέα πραγματικότητα. Για τον λόγο αυτό, εφόσον ολοκληρωθεί ο μετασχηματισμός, είναι σημαντικό να καταβληθεί προσπάθεια, ώστε να μην νιώσει το ανθρώπινο δυναμικό της εξαγοραζόμενης εταιρείας περιττό, αλλά αντιθέτως να νιώσει ευχαριστημένο και ενσωματωμένο στο περιβάλλον που θα έχει διαμορφωθεί.

Ειδικά τα διευθυντικά στελέχη, στην προοπτική μιας τέτοιας αλλαγής στο επιχειρηματικό περιβάλλον, όπου βρίσκονται, ενδέχεται να νιώσουν μειωμένο το αίσθημα καθήκοντος και συνεργασίας με τα λοιπά στελέχη της επιχείρησης¹¹¹. Επιπλέον, σε όλα τα επίπεδα διοίκησης, είναι πιθανό να υπάρχει ο φόβος πως τα μέχρι τώρα επιτεύγματά τους θα διαγραφούν και δεν θα λάβουν αναγνώριση στη νέα επιχείρηση, αφού θα «χαθούν» μεταξύ των πλειόνων στελεχών που θα υπάρχουν πλέον στην καινούρια εταιρεία.

Προκειμένου να μειωθεί ο κίνδυνος αποτυχίας ενός μετασχηματισμού λόγω του ανθρώπινου παράγοντα, είναι κρίσιμο να ενισχυθεί η επικοινωνία¹¹² μεταξύ των διαφόρων επιπέδων διοίκησης¹¹³. Η επικοινωνία αυτή δεν θα πρέπει να στηρίζεται σε απρόσωπες μορφές, όπως είναι τα μηνύματα ηλεκτρονικού ταχυδρομείου (e-mails), αλλά θα πρέπει να ενισχυθούν άλλες μορφές, πιο ουσιαστικές, οι οποίες θα συμβάλλουν στην καλύτερη ενσωμάτωση των εργαζομένων. Μέσα από την ουσιαστική και άμεση επικοινωνία, υπάρχει καλύτερη κυκλοφορία της πληροφορίας, η οποία είναι αμφίδρομη. Επομένως, τόσο οι εργαζόμενοι είναι ενήμεροι για τις προθέσεις της διοίκησης και την πορεία της επιχείρησης, αλλά και η διοίκηση γνωρίζει τις ανησυχίες και τις επιδιώξεις των εργαζομένων, προκειμένου να τις αξιολογήσει και να τις συμπεριλάβει στις αποφάσεις της. Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφερθεί πως τα τελευταία χρόνια, αρχίζει να γίνεται περισσότερο αντιληπτή και να λαμβάνεται υπόψη η ουσιαστική σημασία που έχουν τα θέματα ανθρώπινου δυναμικού κατά τη διαδικασία των εταιρικών μετασχηματισμών.

Μια τελευταία παράμετρος του ανθρώπινου παράγοντα που επιδρά στην αποτελεσματικότητα ενός μετασχηματισμού είναι οι προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών¹¹⁴. Συγκεκριμένα, εάν οι διοικούντες μια εταιρεία αποφασίσουν να προβούν σε μια συγχώνευση για προσωπικούς λόγους και όχι ως προς το συμφέρον της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα όταν είναι αυτοί που έχουν προτείνει τον μετασχηματισμό και θέλουν να αποδειχθούν σωστοί, είναι σαφές πως η συγχώνευση

¹¹¹ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 617

¹¹² Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 618 επ.

¹¹³ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 616 επ.

¹¹⁴ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 612 επ.

αυτή δεν στηρίζεται σε στρατηγική απόφαση και προσεκτική εξέταση των δεδομένων, αλλά στη ματαιοδοξία και τις προσωπικές βλέψεις των διοικούντων. Συνεπώς, μια συγχώνευση, η οποία πραγματοποιείται με ελλιπή εξέταση δεδομένων και χωρίς αξιολόγηση των συνθηκών, είναι σχεδόν βέβαιο πως θα αποτύχει.

Πολλές πιθανότητες να αποτύχει έχει βεβαίως και μια συγχώνευση ή εξαγορά, όπου τα μέρη έρχονται σε συμφωνία σε σύντομο χρονικό διάστημα και βεβαιωμένα, προκειμένου τα στελέχη να μειώσουν την αβεβαιότητα που επικρατεί ανάμεσα στους εργαζομένους. Σε αυτή την περίπτωση, αρκετά κρίσιμα θέματα, τα οποία χρήζουν απόφασης, ίσως αποφασισθούν χωρίς ορθή εκτίμηση και αξιολόγηση των δεδομένων, για λόγους οικονομίας χρόνου και για να αποφευχθούν τυχόν αντιρρήσεις που μπορεί να ανακύψουν.

Επιπλέον, το κλίμα που επικρατεί κατά το στάδιο των διαπραγματεύσεων μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών και δη των στελεχών μπορεί να επηρεάσει τόσο την πορεία των διαπραγματεύσεων όσο και την υλοποίηση του μετασχηματισμού. Αυτό γίνεται πιο φανερό στην περίπτωση της εξαγοράς. Έχει παρατηρηθεί το φαινόμενο, τα στελέχη της εξαγοραζόμενης επιχείρησης να αντιμετωπίζουν τα στελέχη της εξαγοραζόμενης με υποτιμητικό τρόπο, καθώς θεωρούν πως για να προβαίνουν σε αυτή την εξαγορά, έχουν αποτύχει στο έργο τους. Αυτό ενδέχεται να δημιουργήσει προστριβές τόσο κατά τη διαπραγμάτευση των όρων της εξαγοράς, όσο και κατά την υλοποίησή της και την «απορρόφηση» και ενσωμάτωση της εξαγοραζόμενης εταιρείας στην εξαγοραζόμενα, καθώς θα προκύψει το ζήτημα της διοίκησης, και πιο συγκεκριμένα των προσώπων που θα αναλάβουν τη διοίκηση.

Ωστόσο, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις, όπου η επίτευξη συμφωνίας για την εξαγορά, αλλά και η ίδια η εξαγορά γίνεται πιο δύσκολη λόγω των στελεχών και του προσωπικού της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Όταν ξεκινάνε οι διαπραγματεύσεις για την εξαγορά, τόσο τα στελέχη όσο και οι λοιποί εργαζόμενοι της εταιρείας – στόχου νιώθουν περισσότερο ευάλωτοι, το οποίο σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα για το αποτέλεσμα, αρκετές φορές οδηγεί στην απραγμία και στη στασιμότητα της επιχείρησης. Η στασιμότητα αυτή με τη σειρά της μειώνει την αξία της επιχείρησης – στόχου και η τελική οικονομική θέση και αξία της εξαγοραζόμενης εταιρείας επιδεινώνεται, με αποτέλεσμα τη συσσώρευση μεγαλύτερου από το αναμενόμενο χρέους.

Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, ένας κρίσιμος παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει την επιτυχία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, είναι ο χρόνος που θα χρειαστεί από την στιγμή της απόφασης για συγχώνευση μέχρι την ολοκλήρωση αυτής¹¹⁵. Ειδικότερα, η απόφαση για τη διενέργεια συγχώνευσης λαμβάνεται βάσει συγκεκριμένων δεδομένων και αξιολόγησης αυτών. Εάν οι διαδικασίες του μετασχηματισμού καθυστερήσουν σημαντικά, είναι πιθανό οι συνθήκες που επικρατούσαν κατά την λήψη της απόφασης για τον μετασχηματισμό να μεταβληθούν, με αποτέλεσμα να επηρεαστεί η επιτυχία του.

¹¹⁵ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 622 επ.

Ένα από τα δεδομένα που μπορεί να μεταβληθούν είναι το κόστος κεφαλαίου, και πιο συγκεκριμένα να αυξηθεί. Το κόστος αυτό μπορεί να αυξηθεί για δύο λόγους. Πρώτον, διότι το κεφάλαιο που έχει δεσμευθεί για την διενέργεια της συγχώνευσης έχει κόστος ευκαιρίας, το οποίο αυξάνεται όσο μεγαλύτερο διάστημα περνάει και είναι δεσμευμένο. Δεύτερον, εάν αργήσει να ολοκληρωθεί η συγχώνευση, θα αργήσουν να αποδώσουν και οι οικονομίες κλίμακας που θα επιτευχθούν μέσω αυτής. Συνεπώς, θα καθυστερήσει η αποδοτικότητα της νέας επιχείρησης. Επιπλέον, για όσο χρονικό διάστημα εκκρεμεί η συγχώνευση και επικρατεί αβεβαιότητα ανάμεσα στους εργαζομένους, είναι πιθανό να μειωθεί η παραγωγικότητά τους ή ακόμη και κάποιοι εργαζόμενοι, που μπορεί να κατέχουν και θέσεις – κλειδιά, να αποχωρήσουν από την εταιρεία, αναζητώντας αλλού εργασία. Η μειωμένη παραγωγικότητα και η απώλεια ανθρώπινου δυναμικού μπορεί να εμποδίσει την επιτυχή πορεία της συγχώνευσης, και ιδίως αν το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί για την ολοκλήρωσή της είναι μεγάλο.

Αξίζει να σημειωθεί πως αβεβαιότητα δεν αισθάνονται μόνο οι εργαζόμενοι, αλλά και οι μέτοχοι των συγχωνευόμενων εταιρειών και οι προμηθευτές ή/και οι πελάτες τους. Από την μια πλευρά, οι μέτοχοι μπορεί να ερμηνεύσουν το παρατεταμένο χρονικό διάστημα ολοκλήρωσης της συγχώνευσης ως ένδειξη αδυναμίας των εταιρειών, και ειδικότερα των διοικήσεων, να υλοποιήσουν τις δράσεις τους εντός συγκεκριμένου χρόνου, με αποτέλεσμα να «τιμωρήσουν» αυτή την αδυναμία αποσύροντας μέρος των κεφαλαίων τους.

Από την άλλη πλευρά, οι προμηθευτές και οι πελάτες των εταιρειών αισθάνονται αβεβαιότητα ως προς τη συνεργασία που έχουν με τις εταιρείες. Συγκεκριμένα, αναρωτιούνται εάν οι σχέσεις συνεργασίας που έχουν θα συνεχίσουν ανεπηρέαστες και με τη νέα εταιρεία, και στην περίπτωση που συνεχιστούν, δεν είναι βέβαιο πως θα συνεχιστούν επί της ίδιας βάσης και με τους ίδιους όρους. Αντίστοιχα, οι πελάτες των εταιρειών δεν γνωρίζουν εάν θα εξακολουθήσουν να συνεργάζονται με την προκύπτουσα επιχείρηση, καθώς και εάν θα διατηρηθούν οι όροι συνεργασίας τους. Η ανασφάλεια αυτή μπορεί να τους οδηγήσει να αναζητήσουν αλλού πελάτες και προμηθευτές, προκειμένου να μην παρουσιάσουν ζημία από ενδεχόμενη διακοπή της συνεργασίας τους.

Περαιτέρω, όσο μεγαλύτερο χρονικό διάστημα απαιτείται για την ολοκλήρωση των διαδικασιών του μετασχηματισμού, αναλώνονται όλο και περισσότεροι πόροι προς αυτό τον σκοπό και την επίλυση προβλημάτων που ενδεχομένως παρουσιάζονται. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι ανταγωνιστές του κλάδου να εκμεταλλευτούν αυτή την ευκαιρία προκειμένου να ενισχύσουν την δική τους θέση επενδύοντας πόρους είτε στη βελτίωση των προϊόντων και των υπηρεσιών είτε στην προώθησή τους, καθώς γνωρίζουν πως οι συγχωνευόμενες εταιρείες δεν διαθέτουν την «πολυτέλεια» να δαπανήσουν περισσότερους πόρους για αντίστοιχους σκοπούς.

Στον αντίποδα των ανωτέρω, προκύπτει το ζήτημα σχετικά με την ταχύτητα των απαραίτητων διαδικασιών για την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού σε πρακτικό

επίπεδο. Αδιαμφισβήτητα, δεν αποδεικνύεται ιδιαίτερα αποτελεσματικό να εφαρμόζονται οι αλλαγές από τη μια μέρα στην άλλη, καθώς οι εργαζόμενοι δεν θα προλάβουν να αφομοιώσουν σωστά και ολοκληρωτικά το νέο καθεστώς. Ωστόσο, είναι γεγονός πως όσο περισσότερο διαρκεί η περίοδος προσαρμογής, τόσο παρατείνεται η αβεβαιότητα των εργαζομένων αναφορικά με την τελική υλοποίηση και ενσωμάτωση των αλλαγών. Εξάλλου, και οι ίδιες οι επιχειρήσεις που έχουν προβεί σε συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν επιθυμούν να προβούν γρήγορα σε απολύσεις προσωπικού, δεδομένου πως κάτι τέτοιο θα τους «στιγματίζει» στην αγορά και θα είχε αρνητικό αντίκτυπο στην εικόνα τους ως εργοδότες¹¹⁶. Για τον λόγο αυτό, λοιπόν, και οι εταιρείες πολλές φορές προτιμούν να περιμένουν μέχρι να έρθει η «κατάλληλη» στιγμή για να εφαρμόσουν τις αλλαγές που έχουν σχεδιάσει, ώστε αφενός να υλοποιήσουν τα σχέδιά τους, αφετέρου να μην επηρεαστεί αρνητικά η εικόνα τους.

Συμπερασματικά, ως ιδανική λύση θα ήταν οι εταιρείες να έχουν αποφασίσει και να έχουν γνωστοποιήσει τις αλλαγές ήδη με την ανακοίνωση του μετασχηματισμού και την υπογραφή των σχετικών εγγράφων, προκειμένου η αγωνία και η αβεβαιότητα των εργαζομένων, με όσα συνεπάγονται, να μην διαρκέσει πολύ. Εάν αυτό δεν είναι δυνατό να εφαρμοστεί και οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις δεν έχουν αποφασίσει επί όλων των αλλαγών που επιθυμούν να επιφέρουν, τότε θα ήταν αποδοτικότερο να ορίσουν ένα χρονικό πλαίσιο, μέσα στο οποίο θα λάβουν τις σχετικές αποφάσεις και θα τις κοινοποιήσουν στο προσωπικό.

Όπως προκύπτει από τα προαναφερθέντα, οι παράγοντες που μπορεί να οδηγήσουν έναν εταιρικό μετασχηματισμό σε επιτυχία ή αποτυχία είναι πολλοί και περίπλοκοι. Είναι ελάχιστες οι περιπτώσεις όπου το αποτέλεσμα είναι σίγουρο και μάλιστα διαγράφεται θετικό. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η αποτελεσματικότητα κρίνεται σε κάθε στάδιο της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, ήδη από τις διαπραγματεύσεις και μέχρι την τελική μορφοποίηση και υλοποίηση της διαδικασίας. Η πολυπλοκότητα, από την άλλη, των παραγόντων επιτυχίας ή αποτυχίας, δυσκολεύουν την εκτίμηση της αποτελεσματικότητας του μετασχηματισμού. Φαίνεται, λοιπόν, πως δεν υπάρχει ούτε μπορεί να υπάρξει μια συνταγή επιτυχίας για τις εταιρείες που ενδιαφέρονται να προχωρήσουν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά. Το μόνο που μπορούν να κάνουν είναι να επιδείξουν την δέουσα προσοχή στους παράγοντες που μπορούν να ελέγξουν, και ειδικά κατά την μελέτη, αξιολόγηση και εκτίμηση των συνθηκών και των παραγόντων τόσο του εξωτερικού περιβάλλοντος όσο και του εσωτερικού περιβάλλοντος των εταιρειών.

¹¹⁶ Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016, σελ. 624 επ.

5. ΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

A. Νομικό πλαίσιο Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

i. Προϊσχύσαν νομικό πλαίσιο

Μέχρι πρόσφατα, το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών δεν ρυθμιζόταν με ενιαίο τρόπο για όλες τις μορφές και όλους τους εταιρικούς τύπους. Συγκεκριμένα, σε αντίθεση με τον Ν. 4548/2018, ο οποίος αντικατέστησε έναν ενιαίο και πλήρη νόμο αναφορικά με το δίκαιο των ανωνύμων εταιρειών, τον Ν. 2190/1920, μέχρι τη θεσμοθέτηση του Ν. 4601/2019, οι εταιρικοί μετασχηματισμοί ρυθμιζόνταν αποσπασματικά από περισσότερα νομοθετήματα. Οι διατάξεις που εφαρμόζονταν ήταν αυτές του Ν. 2190/1920 και στη συνέχεια του Ν. 4548/2018 για τις ανώνυμες εταιρείες, του Ν. 4072/2012 για τις ιδιωτικές κεφαλαιουχικές εταιρείες και του Ν. 3190/1955 για τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης¹¹⁷. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα ο εν λόγω κλάδος του δικαίου να χαρακτηρίζεται από ελλειμματική κάλυψη περιπτώσεων, δικαιοπολιτική ασυνέπεια, καθώς και από απουσία συστηματικής συνοχής¹¹⁸, με περαιτέρω συνέπεια την ανασφάλεια δικαίου που επικρατούσε σχετικά με το «θολό» αυτό ζήτημα. Ακολούθως, εμφανής ήταν και η απουσία ενιαίου θεσμικού πλαισίου σχετικά με την διαδικασία υλοποίησης των μετασχηματισμών, καθώς λόγω των περισσότερων διατάξεων που τύγγχαναν εφαρμογής, η διαδικασία διαφοροποιούταν αναλόγως.

Αποτέλεσμα των ανωτέρω ήταν τρία βασικά προβλήματα, τα οποία συνδέονταν μεταξύ τους, αφού η επίλυση του ενός, προκαλούσε το επόμενο¹¹⁹. Τα προβλήματα αυτά ήταν ο περιορισμένος ή κλειστός αριθμός των επιτρεπόμενων μετασχηματισμών (αρχή της ειδικότητας), οι αποκαλούμενοι «καταχρηστικοί» μετασχηματισμοί και, τέλος, η ανάμιξη του φορολογικού δικαίου¹²⁰.

a. Ο κλειστός αριθμός των μετασχηματισμών (αρχή της ειδικότητας)

Σύμφωνα με την αρχή της ειδικότητας, στο προϊσχύσαν δίκαιο επιτρέπονταν μόνο συγκεκριμένες, ρητά προβλεπόμενες στο νόμο, μορφές εταιρικών μετασχηματισμών. Αυτό σημαίνει πως όσες περιπτώσεις δεν ρυθμιζόνταν από τα νομοθετήματα που εφαρμόζονταν δεν μπορούσαν να υπαχθούν στις σχετικές ρυθμίσεις και, επομένως, δεν αντιμετωπίζονταν ως μετασχηματισμοί εταιρειών.

¹¹⁷ Παναγιώτου Π., «Η συγχώνευση των επιχειρήσεων στο νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΝοΒ, τόμος 67, τεύχος 6, Ιούλιος – Αύγουστος 2019, σελ. 1191

¹¹⁸ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 3 επ.

¹¹⁹ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, ΔΕΕ 02/2019, σελ. 266 επ.

¹²⁰ Αιτιολογική Έκθεση στο σχέδιο νόμου «Εταιρικοί μετασχηματισμοί και εναρμόνιση του νομοθετικού πλαισίου με τις διατάξεις της Οδηγίας 2014/55/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Απριλίου 2014 για την έκδοση ηλεκτρονικών τιμολογίων στο πλαίσιο δημόσιων συμβάσεων», σελ. 2

Αναφορικά με τις συγχωνεύσεις, αυτές επιτρέπονταν μόνο για ορισμένες κατηγορίες εταιρειών, οι οποίες ήταν οι εξής:

- οι συγχωνεύσεις μεταξύ ιδιωτικών κεφαλαιουχικών εταιρειών, όπως ρυθμίζονται στα άρθρα 108-115 του Ν. 4072/2012,
- οι συγχωνεύσεις μεταξύ εταιρειών περιορισμένης ευθύνης, όπως ρυθμίζονται στα άρθρα 54-55 του Ν. 3190/1955, και
- οι συγχωνεύσεις μεταξύ ανωνύμων εταιρειών, όπως ρυθμίζονταν στα άρθρα 68-80 του Ν. 2190/1920, όπως αυτά τροποποιήθηκαν και ίσχυαν με το ΠΔ 498/1987¹²¹.

Όσον αφορά στις μετατροπές εταιρειών, αυτές επιτρέπονταν μεταξύ όλων των εταιρικών μορφών, ενώ ως προς τις διασπάσεις, επιτρέπονταν αποκλειστικά οι διασπάσεις ανωνύμων εταιρειών, όπου επωφελούμενες ήταν επίσης ανώνυμες εταιρείες¹²².

Από την περιπτωσιολογία αυτή, προκύπτει πως το εταιρικό δίκαιο αγνοούσε έναν αρκετά μεγάλο αριθμό πιθανών μετασχηματισμών, όπως οι συγχωνεύσεις μεταξύ προσωπικών εταιρειών, οι διασπάσεις άλλων εταιρειών πέραν των ανωνύμων, καθώς και παραλλαγές της διάσπασης, όπως είναι η μερική διάσπαση ή η απόσχιση κλάδου¹²³. Επιπλέον, πέρα από τη μη πρόβλεψη μορφών μετασχηματισμών, ελλιπής ήταν και η πρόβλεψη σχετικά με τη μορφή που μπορούσε να λάβει ο μετασχηματισμός. Συγκεκριμένα, ενώ οι ανώνυμες εταιρείες μπορούσαν να συγχωνευθούν μεταξύ τους και με τους τρεις προβλεπόμενους τρόπους¹²⁴, ήτοι με απορρόφηση της μιας από την άλλη, με σύσταση νέας εταιρείας και με εξαγορά του ενεργητικού και παθητικού της μιας εταιρείας από την άλλη, όσον αφορά στις ιδιωτικές κεφαλαιουχικές εταιρείες και τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, αυτές μπορούσαν να συγχωνευθούν μόνο με τους δυο πρώτους προαναφερθέντες πρώτους, δηλαδή με απορρόφηση και με σύσταση νέας εταιρείας.

Η αρχή του κλειστού αριθμού των επιτρεπόμενων μετασχηματισμών, καθώς και η ελλιπής ρύθμιση των επιτρεπτών περιπτώσεων, οδήγησε σε ανασφάλεια δικαίου, καθώς και σε διάσταση απόψεων μεταξύ θεωρίας και νομολογίας. Από τη μια πλευρά, μέρος της θεωρίας υποστήριζε πως εφόσον ρυθμίζονταν συγκεκριμένες περιπτώσεις μετασχηματισμών, όσες δεν προβλέπονταν ρητώς δεν μπορούσαν να υλοποιηθούν, για παράδειγμα δεν θα μπορούσε να συγχωνευθεί μια ανώνυμη εταιρεία με μια εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, εάν δεν προηγούταν μετατροπή της εταιρείας περιορισμένης

¹²¹ Ρόκας Ν. Κ., «Εμπορικές Εταιρείες» Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 7η ενημερωμένη έκδοση 2012, σελ. 469

¹²² Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 12 επ.

¹²³ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΔΕΕ 02/2019, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 266 επ.

¹²⁴ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 165

ευθύνης σε ανώνυμη εταιρεία¹²⁵. Αντιθέτως, η νομολογία¹²⁶ στο συγκεκριμένο ζήτημα είχε υποστηρίξει πως ήταν δυνατόν να τύχουν αναλογικής εφαρμογής οι σχετικές διατάξεις της νομοθεσίας που ρύθμιζαν τη συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών και τη συγχώνευση εταιρειών περιορισμένης ευθύνης, υπό την έννοια ότι θα επερχόταν οιοσδήποτε καθολική διαδοχή λόγω του μετασχηματισμού, ήτοι μεταφορά όλων των στοιχείων της μιας εταιρείας στη νέα προκειμένου να υπάρξει συνέχεια μεταξύ των νομικών προσώπων.

b. Οι «καταχρηστικοί» μετασχηματισμοί

Σε συνέχεια του κλειστού αριθμού των προβλεπόμενων και επιτρεπόμενων μετασχηματισμών, οι οποίοι καλούνται «γνήσιοι», υπό το προϋσχυσαν καθεστώς είχε παρατηρηθεί το φαινόμενο των «καταχρηστικών» μετασχηματισμών. Με τον όρο αυτό δηλώνονται οι μετασχηματισμοί που δεν ρυθμίζονταν σε κάποιο νομοθέτημα και, συνεπώς, δεν μπορούσαν να τύχουν εφαρμογής οι διατάξεις του εταιρικού δικαίου¹²⁷.

Το πρόβλημα που παρουσιαζόταν ήταν πως, λόγω της απουσίας ενός ενιαίου φάσματος μετασχηματισμών, υπήρχαν περιπτώσεις εταιρειών, των οποίων οι μετασχηματισμοί δεν προβλέπονταν ρητά, αλλά ήθελαν να καταλήξουν στο ίδιο αποτέλεσμα, ήτοι στη μεταβολή του εταιρικού φορέα¹²⁸. Δεδομένου πως αυτό δεν ήταν δυνατό να επιτευχθεί με μέσα εταιρικού δικαίου, συνεπεία της αρχής της ειδικότητας, υιοθετήθηκε η λύση να χρησιμοποιούνται μέσα του κοινού περιουσιακού δικαίου προκειμένου εν τοις πράγμασι να επερχόταν το επιθυμητό αποτέλεσμα¹²⁹. Αυτό σημαίνει πως εάν ήθελαν δύο εταιρείες διαφορετικής νομικής μορφής να συγχωνευθούν, θα έπρεπε να αποφασίσουν την λύση και την εκκαθάριση κάθε εταιρείας, τη διανομή της περιουσίας τους στους εταίρους και τους μετόχους τους και στη συνέχεια την εισφορά της ίδιας περιουσίας στο νέο νομικό πρόσωπο που θα συστηνόταν.

Εξάλλου, όπως ανέφερε και η αιτιολογική έκθεση του Ν. 4601/2019 σχετικά με το ανωτέρω ζήτημα, επρόκειτο για μηχανισμούς και διαδικασίες που δεν ήταν ούτε ασφαλείς ούτε απλοί, ενώ παράλληλα δεν ήταν ίδιοι σε όλες τις περιπτώσεις, καθώς κάθε φορά παραλλάσσονταν προκειμένου να επιτευχθεί το εκάστοτε αποτέλεσμα. Ήταν, ωστόσο, απαραίτητη η εφαρμογή τους, αφού η καθολική διαδοχή προβλεπόταν μόνο για τους «γνήσιους» εταιρικούς μετασχηματισμούς, χωρίς περιθώριο εφαρμογής και σε άλλες, μη ρητώς προβλεπόμενες περιπτώσεις, οι οποίες δεν μπορούσαν να «απολαύσουν» το προνόμιο της καθολικής διαδοχής.

¹²⁵ Ρόκας Ν. Κ., «Εμπορικές Εταιρίες» Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη 2012, σελ. 470

¹²⁶ ΑΠ 1043/2006, <https://lawdb.intrasoftnet.com> (NOMOS)

¹²⁷ Διακόπουλος Δ., «Εισαγωγή στο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών-Μια συνοπτική παρουσίαση του νέου νόμου», ΔΕΕ 05/2019, σελ. 682 επ.

¹²⁸ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 15 επ.

¹²⁹ Αιτιολογική Έκθεση στο σχέδιο νόμου «Εταιρικοί μετασχηματισμοί και εναρμόνιση του νομοθετικού πλαισίου με τις διατάξεις της Οδηγίας 2014/55/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Απριλίου 2014 για την έκδοση ηλεκτρονικών τιμολογίων στο πλαίσιο δημόσιων συμβάσεων», σελ. 2

Η αρχή της ειδικότητας και οι «καταχρηστικοί» μετασχηματισμοί αποτελούσαν διαχρονική παθογένεια του εταιρικού δικαίου, δημιουργώντας ανασφάλεια και καταστάσεις αμφίβολης νομιμότητας λόγω των πολύ στενών ορίων, εντός των οποίων επιτρέπονταν οι εταιρικοί μετασχηματισμοί.

c. Η ανάμιξη του φορολογικού δικαίου

Η ανάμιξη του φορολογικού δικαίου υπό το κράτος του προϋσχύσαντος καθεστώτος εκδηλώνεται με την μορφή διατάξεων, οι οποίες παρείχαν κίνητρα και απαλλαγές στους εταιρικούς μετασχηματισμούς. Δικαιοπολιτικός στόχος αυτών των διατάξεων ήταν η ενίσχυση και η προώθηση ισχυρότερων οικονομικών μονάδων, οι οποίες με τη σειρά τους θα ενίσχυαν την γενικότερη οικονομική δραστηριότητα της χώρας¹³⁰. Η ανάμιξη, ωστόσο, αυτή δεν βοηθούσε στην προσέγγιση με συστηματικό τρόπο κρίσιμων ζητημάτων του δικαίου που ρύθμιζε τους μετασχηματισμούς, καθώς αυτό που εμφανίζεται ως λύση από φορολογική ή λογιστική σκοπιά, δεν μπορεί να ενταχθεί πάντοτε ομαλώς και στο εταιρικό δίκαιο σε εθνικό και ενωσιακό επίπεδο, δημιουργώντας πρόβλημα συστηματικής συνοχής και συμβατότητας.

Ενδεικτικά αναφέρεται ο Ν.2166/1993, ο οποίος μεταξύ άλλων είχε πεδίο εφαρμογής σε οιαδήποτε διαδικασία απορρόφησης οποιασδήποτε μορφής επιχειρήσεων από υφιστάμενη ανώνυμη εταιρεία ή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, σε οιαδήποτε διαδικασία μετατροπής οποιασδήποτε μορφής επιχειρήσεων σε ανώνυμη εταιρεία ή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, καθώς και σε οιαδήποτε διαδικασία συγχώνευσης μεταξύ αστικών συνεταιρισμών του Ν.1667/1986 με σκοπό την ίδρυση νέου αστικού συνεταιρισμού. Ακόμη, όμως, και πριν από τη θεσμοθέτηση του Ν. 2166/1993, εφαρμογής τύγχανε το Ν.Δ. 1297/1972 το οποίο εφαρμοζόταν σύμφωνα με το άρθρο 1: *«επί συγχωνεύσεων ή μετατροπής επιχειρήσεων οποιασδήποτε μορφής, σε ανώνυμη εταιρεία ή προς το σκοπό ίδρυσης ανώνυμης εταιρείας, καθώς και επί συγχωνεύσεως ή μετατροπής επιχειρήσεων οποιασδήποτε μορφής, εφόσον σε αυτές δεν περιλαμβάνεται ανώνυμη εταιρεία, σε εταιρεία περιορισμένης ευθύνης ή προς το σκοπό ίδρυσης εταιρείας περιορισμένης ευθύνης»*. Τέλος, στον Ν. 4172/2013 προβλέπονται κίνητρα και ευεργετήματα επί εισφοράς ενεργητικού έναντι τίτλων, κατά το άρθρο 52, επί ανταλλαγής τίτλων, κατά το άρθρο 53, και επί συγχωνεύσεων εταιρειών είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρείας, καθώς και επί διάσπασης μιας εταιρείας σε μία ή περισσότερες υφιστάμενες, κατά το άρθρο 54.

Η ύπαρξη των ανωτέρω διατάξεων και η σχετική ανάμιξη του φορολογικού δικαίου στον συγκεκριμένο κλάδο του εταιρικού δικαίου δημιουργούσε ανασφάλεια δικαίου, σύγχυση και αβεβαιότητα, καθώς δεν ήταν ξεκάθαρο ποιοι μετασχηματισμοί επιτρέπονταν, αλλά και από αυτούς που επιτρέπονταν, πώς υλοποιούνταν¹³¹. Για παράδειγμα, αναφορικά με την απόσχιση κλάδου και τη μερική διάσπαση, παρά το

¹³⁰ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 16

¹³¹ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 5

γεγονός ότι δεν υφίστατο καμία πρόβλεψη σχετικά με τη διαδικασία και τους όρους πραγματοποίησής τους, εντούτοις οι προαναφερθέντες μετασχηματισμοί συνοδεύονταν από φορολογικά κίνητρα.

Ζητήματα προέκυπταν και από παρεκκλίσεις που θεσπίζονταν με τη φορολογική νομοθεσία σε σχέση με την εταιρική, για μετασχηματισμούς που ρυθμίζονταν, με περαιτέρω προβλήματα συμβατότητας με Οδηγίες που είχαν εκδοθεί σε ενωσιακό επίπεδο στον κλάδο του εταιρικού δικαίου¹³².

Παράδειγμα αυτής της ασυμβατότητας αποτελούν οι συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιριών, οι οποίες σύμφωνα με τον Ν. 2166/1993 πραγματοποιούνταν με αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων μέσω ενοποίησης των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των εταιρειών, ενώ δεν εφαρμόζονταν οι σχετικές διατάξεις του τότε ισχύοντος Ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών. Η απόκλιση συνίστατο στο ότι για την αποτίμηση δεν ήταν προαπαιτούμενο να προηγηθεί απογραφή της εταιρικής περιουσίας από την εκτιμητική επιτροπή του άρθρου 9 του Ν. 2190/1920, ενώ παρουσιαζόταν και ασυμβατότητα σε σχέση με την Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όπου προβλέπει αφενός τη σύνταξη έκθεσης και ενημέρωσης του διαχειριστικού οργάνου για τη συγχώνευση και αφετέρου την εξέταση του σχεδίου από εμπειρογνώμονες. Οι λοιπές διαδικασίες, ωστόσο, που προέβλεπε ο Ν. 2190/1920 για την υλοποίηση της συγχώνευσης, ήτοι απόφαση γενικής συνέλευσης, συμβολαιογραφική πράξη συγχώνευσης και εγκριτική απόφαση από την αρμόδια αρχή, τηρούνταν σε κάθε περίπτωση.

Κατόπιν των ανωτέρω, καθίσταται σαφές πως ο κατακερματισμός των ρυθμίσεων του δικαίου των μετασχηματισμών, σε συνδυασμό με την απουσία συστηματικής συνοχής, την ελλιπή πρόβλεψη περιπτώσεων, τις συγκρούσεις μεταξύ των διατάξεων των διαφόρων κλάδων δικαίου και τις ασάφειες που δημιουργούνταν, είχαν ως αποτέλεσμα μια ανασφάλεια δικαίου, η οποία έπρεπε να αντιμετωπιστεί με συστηματοποίηση και πληρότητα του νομοθετικού πλαισίου. Ταυτόχρονα, το πλαίσιο αυτό θα έπρεπε να είναι συμβατό και με τις ενωσιακές ρυθμίσεις και προσταγές, καθώς οι μετασχηματισμοί που πραγματοποιούνται δεν λαμβάνουν χώρα μόνο εντός των εθνικών συνόρων, καθώς ειδικά τα τελευταία χρόνια αποτελούν συνήθη πρακτική οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εν γένει οι διασυνοριακοί μετασχηματισμοί επιχειρήσεων.

¹³² Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 18 επ.

ii. Νέο νομοθετικό πλαίσιο (Ν. 4601/2019)

a. Δικαιοπολιτικοί στόχοι

Μέσα στο κλίμα της αβεβαιότητας και της συστηματικής ασυνέπειας του προηγούμενου καθεστώτος, η δημιουργία ενός νομοθετήματος, το οποίο θα ρύθμιζε με συστηματικό και ενιαίο τρόπο όλους τους εταιρικούς μετασχηματισμούς ήταν μονόδρομος. Εισήχθη, λοιπόν, με την ψήφιση του Ν. 4601/2019 (*«Εταιρικοί μετασχηματισμοί και εναρμόνιση του νομοθετικού πλαισίου με τις διατάξεις της Οδηγίας 2014/55/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Απριλίου 2014 για την έκδοση ηλεκτρονικών τιμολογίων στο πλαίσιο δημόσιων συμβάσεων και λοιπές διατάξεις»*) στην ελληνική έννομη τάξη για πρώτη φορά ένα ολοκληρωμένο σύνολο ρυθμίσεων σχετικά με τους εταιρικούς μετασχηματισμούς, ανεξαρτήτως νομικής μορφής των εμπλεκόμενων εταιρειών. Πρότυπο αποτέλεσε το γερμανικό δίκαιο περί μετασχηματισμών, που επίσης ρυθμίζει όλες τις πιθανές μορφές μετασχηματισμού για όλους τους τύπους των εταιρειών, ενώ σημαντική επίδραση είχε και η Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132. Παράλληλα, κατά την διαμόρφωσή του, λήφθηκαν υπόψη και τα νομοθετήματα που εφαρμόζονταν έως τότε, ήτοι ο κ. ν. 2190/1920 και ο Ν. 4072/2012, με τις κατάλληλες προσαρμογές, ώστε το αποτέλεσμα να ήταν όσο το δυνατόν πιο πλήρες και άρτιο¹³³.

Πέρα από τη συστηματοποίηση των εταιρικών μετασχηματισμών κατά είδος, καθώς και εταιρική μορφή, ο νέος νόμος επιδίωξε και πέτυχε να εκπληρώσει και άλλους στόχους. Συγκεκριμένα, ήρθε να καλύψει τα κενά και τις ασάφειες του προϊσχύσαντος καθεστώτος, κυρίως σχετικά με τις μορφές εταιρικών μετασχηματισμών που δεν προβλέπονταν ρητά και είτε η νομολογία τις έκρινε ως επιτρεπτές είτε τελούσαν υπό καθεστώς αμφισβήτησης. Επιπλέον, ρητώς πλέον προέβλεψε και συμπλήρωσε όλες τις μορφές εταιρικών μετασχηματισμών για όλα τα είδη των νομικών προσώπων ανεξαρτήτως εταιρικού τύπου ή μεγέθους, ενώ εναρμόνισε πλέον και το εθνικό νομοθετικό πλαίσιο περί μετασχηματισμών με τις ενωσιακές επιταγές και ρυθμίσεις, προκειμένου να εξαλειφθούν τυχόν δυσαρμονίες και παρεκκλίσεις¹³⁴. Τέλος, περιέλαβε στις ρυθμίσεις και όλες τις μορφές εταιρικών μετασχηματισμών που προβλέπονταν από φορολογικούς νόμους, ώστε να μην μένουν χωρίς ρύθμιση από την σκοπιά του εταιρικού δικαίου, διατηρουμένων παράλληλα των φορολογικών ελαφρύνσεων, κινήτρων και απαλλαγών που προβλέπονται από τα σχετικά νομοθετήματα. Όλα αυτά συμβάλλουν στη δημιουργία ενός σταθερού πλαισίου, το οποίο είναι πλήρες και οδηγεί σε ασφάλεια δικαίου, η οποία απουσίαζε υπό το κράτος του προϊσχύσαντος δικαίου εταιρικών μετασχηματισμών.

¹³³ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 20 επ.

¹³⁴ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 6 επ.

Ταυτόχρονα, ο Ν. 4601/2019 εισήγαγε και ορισμένες καινοτομίες στην ελληνική έννομη τάξη, οι οποίες και απουσίαζαν κατά το προηγούμενο καθεστώς. Η κεντρική ιδέα, άλλωστε, ήταν να αντιμετωπιστούν και να ρυθμιστούν τα προβλήματα που είχαν ανακύψει κατά το προηγούμενο καθεστώς.

Η κυριότερη καινοτομία ήταν διεύρυνση του κλειστού αριθμού των προβλεπόμενων μετασχηματισμών ώστε να διευκολυνθεί η διενέργεια μεγαλύτερου αριθμού μετασχηματισμών. Πράγματι, η επιλογή του νομοθέτη του προϊσχύσαντος δικαίου δεν έβρισκε δικαιοπολιτικό, δικαιοσυγκριτικό ή νομοθετικό έρεισμα ειδικά στις τρέχουσες συνθήκες, καθώς περιόριζε υπέρμετρα την ελευθερία των επιχειρήσεων να επεκταθούν, αλλά και γενικότερα τις στρατηγικές επιλογές τους σε επιχειρησιακό επίπεδο¹³⁵. Αυτός ο περιορισμός υπό το κράτος του προηγούμενου καθεστώτος δεν μπορούσε να ιαθεί ούτε μέσω των απόψεων της νομολογίας και της θεωρίας, καθώς δεν κατέληγαν σε όλες τις περιπτώσεις στα ίδια συμπεράσματα, ούτε η αναλογική εφαρμογή των διατάξεων, όταν την επέτρεπαν, πραγματοποιούνταν χωρίς προβλήματα. Το τοπίο των μετασχηματισμών ήταν ιδιαίτερα ομιχλώδες, προκαλώντας αβεβαιότητα, η οποία μπορούσε να επιλυθεί μόνο τη ρητή πρόβλεψη και ρύθμιση όλων των περιπτώσεων ενιαία. Πράγματι, ο Ν. 4601/2019 προβλέπει ότι όλοι οι εταιρικοί μετασχηματισμοί είναι ελεύθεροι και όχι μόνο μεταξύ εταιρειών ίδιας νομικής μορφής, αλλά και διαφορετικής. Η βασική ιδέα που πρεσβεύει, δηλαδή, είναι ότι *«όλοι μπορούν να συγχωνευτούν με όλους, όλοι μπορούν να απορροφήσουν όλους»*, σύμφωνα και με την αιτιολογική έκθεση του Ν. 4601/2019.

Η βασική αυτή ιδέα αποτυπώνεται και στο άρθρο 2 του νόμου, σύμφωνα με το οποίο *«Σε διαδικασία εταιρικού μετασχηματισμού, σύμφωνα με τις διατάξεις του παρόντος, μπορεί να υποβληθούν ή να μετάσχουν οι ακόλουθες εταιρικές μορφές: ανώνυμες εταιρείες, εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, ιδιωτικές κεφαλαιουχικές εταιρείες, ομόρρυθμες εταιρείες, ετερόρρυθμες εταιρείες, ετερόρρυθμες εταιρείες κατά μετοχές, κοινοπραξίες που προβλέπονται στην παρ. 3 του άρθρου 293 του ν. 4072/2012, Ευρωπαϊκές Εταιρείες (SE) που προβλέπονται στον Κανονισμό (ΕΚ) 2157/2001 του Συμβουλίου της 8ης Οκτωβρίου 2001, Αστικοί Συνεταιρισμοί, Ευρωπαϊκές Συνεταιριστικές Εταιρείες (ΕΣΕτ) που προβλέπονται στον Κανονισμό (ΕΚ) 1435/2003 της 22ής Ιουλίου 2003 (ΕΕ L 207)»*. Σε εταιρικό μετασχηματισμό, άλλωστε, μπορεί να προχωρήσει και λυθείσα εταιρεία, εφόσον δεν έχει ξεκινήσει, βέβαια, η διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης.

Υπό το πρίσμα αυτό, οι εταιρείες που αναφέρονται στο άρθρο 2 του Ν. 4601/2019, μπορούν να λάβουν μέρος στους προβλεπόμενους μετασχηματισμούς με οιαδήποτε ιδιότητα, ήτοι ως απορροφώσες, ως απορροφώμενες, ως διασπώμενες και ως συγχωνευόμενες. Με αυτό τον τρόπο, ο «κλειστός» αριθμός των επιτρεπόμενων μετασχηματισμών διευρύνθηκε αρκετά, με αποτέλεσμα να μην πρόκειται ουσιαστικά

¹³⁵ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 22 επ.

πλέον για «κλειστό» αριθμό, καθώς ρυθμίζονται και καλύπτονται οι περισσότερες περιπτώσεις εταιρικών μετασχηματισμών.

Μια άλλη σημαντική πτυχή του νέου νόμου, που αποτέλεσε και δικαιοπολιτικό θεμέλιο αυτού, είναι η ενιαία αντιμετώπιση των διαδικασιών που αφορούν στους εταιρικούς μετασχηματισμούς, ανεξαρτήτως του είδους και των εταιρικών μορφών που συμμετέχουν. Για να επιτευχθεί αυτό, ήταν απαραίτητο να ανιχνευθούν κοινά στοιχεία μεταξύ των διαφόρων ειδών μετασχηματισμού, ώστε να δικαιολογείται η ενιαία αντιμετώπιση. Εξάλλου, η ενιαία αντιμετώπιση συνδέεται άρρηκτα με τη διεύρυνση του «κλειστού» αριθμού των εταιρικών μετασχηματισμών. Το βασικότερο κοινό στοιχείο που αποτέλεσε και το θεμέλιο για την αντιμετώπιση με ενιαίο τρόπο των μετασχηματισμών ήταν η συνέχιση της άσκησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας από άλλο φορέα ή από τον ίδιο φορέα αλλά υπό διαφορετική νομική μορφή, εάν πρόκειται για την περίπτωση της μετατροπής. Όταν πρόκειται για αλλαγή του φορέα επιχειρηματικής δραστηριότητας, προβλέπεται ειδική εταιρική διαδικασία με λύση της εταιρείας, αλλά χωρίς να ακολουθεί το στάδιο της εκκαθάρισης, και για την οποία απαιτείται απόφαση της εταιρείας από το ανώτατο όργανό της (γενική συνέλευση ή συνέλευση των εταίρων κατά περίπτωση), καθώς επιφέρει σημαντικές συνέπειες και αποτελέσματα για το ίδιο το νομικό πρόσωπο αλλά και τους εταίρους ή μετόχους του, τους εργαζομένους, ακόμη και τους πιστωτές του. Για τον λόγο αυτό, είναι απαραίτητα ορισμένα στάδια για την υλοποίηση της διαδικασίας, όπως είναι η προετοιμασία και προπαρασκευή, η ενημέρωση των μετόχων και των εργαζομένων και η τήρηση διατυπώσεων δημοσιότητας, όπως αναλυτικά περιγράφεται στο επόμενο κεφάλαιο.

Πέρα από τις ομοιότητες μεταξύ των μορφών εταιρικών μετασχηματισμών, παρατηρούνται και ορισμένες διαφορές, που σε ορισμένες περιπτώσεις καθιστούν πιο δύσκολο το έργο της αντιμετώπισής τους με ενιαίο τρόπο¹³⁶. Ενδεικτικά, η διαδικασία της συγχώνευσης είναι η αντίστροφη από τη διαδικασία της διάσπασης, καθώς στην πρώτη περίπτωση προκύπτει ένας φορέας επιχειρηματικής δραστηριότητας από περισσότερους φορείς, ενώ στη δεύτερη περίπτωση από έναν φορέα επιχειρηματικής δραστηριότητας προκύπτουν περισσότεροι. Εντούτοις, παρά τη σημαντική αυτή διαφορά σχετικά με τη διαδικασία, και στις δύο περιπτώσεις υφίσταται το στοιχείο της καθολικής διαδοχής, το οποίο, ωστόσο, δεν υφίσταται στη διαδικασία της μετατροπής. Ενόψει των ανωτέρω, είναι σαφές πως η ενιαία ρύθμιση, ανεξαρτήτως αυτών των ιδιαιτεροτήτων, θα προκαλούσε ανασφάλεια δικαίου, παράλληλα με τις δυσκολίες νομοτεχνικής φύσης που θα αντιμετώπιζε. Για τον λόγο αυτό, ο νομοθέτης επέλεξε να ρυθμίσει κάθε κατηγορία μετασχηματισμού ως προς το γενικό μέρος του, ως ασφαλέστερη οδό. Πρακτικά αυτό σημαίνει πως έχουν αφαιρεθεί οι ιδιαιτερότητες κάθε περίπτωσης που δεν σχετίζονται τόσο με το είδος του μετασχηματισμού, όσο με τη νομική μορφή των εταιρειών που μετέχουν σε αυτόν. Επομένως, οι διατάξεις του γενικού μέρους κάθε μορφής μετασχηματισμού συνδυάζονται με τις ειδικές προβλέψεις

¹³⁶ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 24 επ.

κάθε επιμέρους μορφής, οι οποίες αντιμετωπίζουν ιδιαίτερα ζητήματα που παρουσιάζονται ανά περίπτωση.

Η τρίτη καινοτομία που παρουσιάζει ο Ν. 4601/2019 και που αποτελεί επίσης δικαιοπολιτικό στόχο είναι η εξισορρόπηση αφενός των συμφερόντων των μετόχων ή εταίρων της εταιρείας και των πιστωτών και αφετέρου του γενικότερου συμφέροντος της εταιρείας με την ομαλή επέλευση των επιδιωκόμενων αποτελεσμάτων¹³⁷. Μέσω των προαναφερθεισών καινοτομιών που εισήγαγε ο νόμος περί εταιρικών μετασχηματισμών, ήτοι της διεύρυνσης του «κλειστού» αριθμού και της ενιαίας αντιμετώπισης, ενισχύθηκαν οι δικλείδες προστασίας για τα συμφέροντα των διαφόρων εμπλεκόμενων πλευρών, καθώς ρυθμίστηκαν γενικά ζητήματα για τις πλείονες περιπτώσεις μετασχηματισμών που προβλέφθηκαν¹³⁸. Οι ασφαλιστικές δικλείδες αυτές περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, τη σύνταξη σχεδίου συγχώνευσης με το ελάχιστο περιεχόμενο που προβλέπεται από το νόμο, την τήρηση διατυπώσεων δημοσιότητας, την υποβολή του σχεδίου προς έγκριση στη γενική συνέλευση ή τη συνέλευση των εταίρων, την ενημέρωση των εργαζομένων και των πιστωτών και τον έλεγχο νομιμότητας της διαδικασίας και του μετασχηματισμού εν γένει από την αρμόδια εγκριτική αρχή.

Η τήρηση των ανωτέρω διαδικασιών δεν εισήχθη πρώτη φορά με τον Ν. 4601/2019, καθώς ήδη προβλέπονταν στις επιμέρους διατάξεις που εφαρμόζονταν. Ωστόσο, ο Ν. 4601/2019 συστηματοποίησε αυτές τις διατάξεις και δημιούργησε ένα πλέγμα κανόνων που βοήθησε στην αντιμετώπιση όσων τυχόν ερμηνευτικών προβλημάτων θα ανέκυπταν κατά την υλοποίηση οποιουδήποτε είδους μετασχηματισμού. Αυτό το πλέγμα βοήθησε, επίσης, και στην εξισορρόπηση τυχόν αντικρουόμενων συμφερόντων που θα προέκυπταν στην πράξη, λειτουργώντας ως ερμηνευτικός οδηγός. Κυρίως, ο νόμος αυτός εξισορροπεί την ανάγκη για ταχύτητα και αποτελεσματικότητα της διαδικασίας και την ανάγκη για επαρκή προστασία των συμμετεχόντων προσώπων, νομικών και φυσικών.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να σημειωθεί πως οι νεοεισαχθείσες καινοτομίες του νόμου των εταιρικών μετασχηματισμών, αποτελούν μεν αναγκαίες προϋποθέσεις για την εφαρμογή ενός αποτελεσματικού πλαισίου ρύθμισης του ζητήματος αυτού, δεν είναι δε επαρκείς. Ένα ακόμη απαραίτητο στοιχείο που πρέπει να υπάρχει είναι η ευελιξία των ρυθμίσεων, αλλά και η πρόβλεψη και ρύθμιση των αποκλίσεων που παρουσιάζονται σε ορισμένες περιπτώσεις¹³⁹. Τα στοιχεία αυτά είναι απαραίτητα προκειμένου να είναι η διαδικασία όσο το δυνατόν πιο απλή και εύχρηστη. Εξ ου και περιορίζεται, όπου είναι εφικτό, η περιττή γραφειοκρατία και οι καθυστερήσεις που αυτή συνεπάγεται. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν η δυνατότητα για δημοσίευση του σχεδίου

¹³⁷ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 25 επ.

¹³⁸ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 7 επ.

¹³⁹ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 27 επ.

συγχώνευσης στην ιστοσελίδα των εταιρειών για τουλάχιστον ένα μήνα, αντί για τη δημοσίευσή του στη μερίδα της εταιρείας στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (εφεξής το «Γ.Ε.ΜΗ.»), η αποφυγή εξέτασης του σχεδίου συγχώνευσης από ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες και η σύνταξη σχετικής έκθεσης, εφόσον συναινούν οι μέτοχοι ή οι εταίροι όλων των συγχωνευόμενων εταιρειών και η πραγματοποίηση του απαραίτητου ελέγχου νομιμότητας χωρίς, όμως, την έκδοση εγκριτικής απόφασης, εάν λαμβάνουν μέρος στον μετασχηματισμό μόνο προσωπικές εταιρείες, ιδιωτικές κεφαλαιουχικές εταιρείες ή εταιρείες περιορισμένης ευθύνης.

Καθίσταται σαφές πως τα αποτελέσματα του νέου νομοθετικού κειμένου επιλύουν ουσιαστικά δύο από τα προβλήματα του προηγούμενου καθεστώτος¹⁴⁰. Αφενός, μειώνεται η ανασφάλεια, η αβεβαιότητα και η συνακόλουθη προσφυγή σε «καταχρηστικούς» εταιρικούς μετασχηματισμούς, δεδομένου πως οι διαδικασίες για τους μετασχηματισμούς και η καθολική διαδοχή προβλέπονται για όλες τις ρητώς ρυθμιζόμενες περιπτώσεις. Αφετέρου, εξισορροπείται η σχέση μεταξύ φορολογικού και εταιρικού δικαίου, καθώς τα φορολογικά κίνητρα και οι απαλλαγές που προβλέπονται δεν διαδραματίζουν πρόσθετο ρόλο ως προς το προνόμιο της καθολικής διαδοχής, καθώς αυτή επιφυλάσσεται, ως ελέγχι και ανωτέρω, σε όλες τις προβλεπόμενες περιπτώσεις¹⁴¹. Συνεπώς, ενισχύεται η αυτοτέλεια κάθε νομοθετήματος και περιορίζεται το καθένα στα μέσα που προβλέπει για την επίτευξη των δικών του, διακριτών στόχων. Τίθενται, λοιπόν, πλέον ξεκάθαρα όρια μεταξύ των διαφορετικών αυτών κλάδων δικαίου, αφού η φορολογική νομοθεσία δεν χρειάζεται να καλύψει περιπτώσεις που άφηγε αρρύθμιστες το προηγούμενο νομικό πλαίσιο, αλλά διατηρεί πάντοτε την ευχέρεια να προσφέρει τα κίνητρα, τις απαλλαγές και τα ευεργετήματα που κρίνει απαραίτητα, με τους όρους και τις προϋποθέσεις που θέτει, με σκοπό πάντα την προώθηση ισχυρότερων οικονομικών μονάδων.

b. Διάρθρωση ύλης του Ν. 4601/2019

Ο Ν. 4601/2019 περιλαμβάνει 147 διατάξεις, οι οποίες αφορούν τους εταιρικούς μετασχηματισμούς και διακρίνονται σε πέντε μέρη. Το πρώτο μέρος περιλαμβάνει τις γενικές διατάξεις, που εφαρμόζονται σε κάθε μορφή εταιρικού μετασχηματισμού, το τελευταίο μέρος περιλαμβάνει τις τελικές και τις μεταβατικές διατάξεις, ενώ τα ενδιάμεσα μέρη αφορούν σε μία από τις βασικές μορφές μετασχηματισμού, ήτοι τη συγχώνευση, τη διάσπαση και τη μετατροπή¹⁴².

Το κάθε μέρος που αφορά μια από τις κύριες μορφές μετασχηματισμού χωρίζεται περαιτέρω σε κεφάλαια, εκ των οποίων το πρώτο κεφάλαιο περιλαμβάνει γενικές ρυθμίσεις σχετικά με το οικείο είδος μετασχηματισμού, που εφαρμόζονται

¹⁴⁰ Διακόπουλος Δ., «Εισαγωγή στο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών - Μια συνοπτική παρουσίαση του νέου νόμου», ΔΕΕ 05/2019 Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 683 επ.

¹⁴¹ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 28 επ.

¹⁴² Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 30 επ.

ανεξαρτήτως των εταιρειών που μετέχουν και της νομικής μορφής τους. Από την άλλη, τα υπόλοιπα κεφάλαια κάθε μέρους αποτελούν το ειδικό μέρος της κάθε επιμέρους μορφής, που περιλαμβάνει ειδικότερες προβλέψεις αναφορικά με αποκλίσεις ή και συμπληρωματικές διατάξεις, εφόσον αυτό επιβάλλεται από την συγκεκριμένη κάθε φορά περίπτωση.

ε. Γενικές διατάξεις – Κοινοί Κανόνες για τους εταιρικούς μετασχηματισμούς

Στο κεφάλαιο αυτό, αξίζει να γίνει αναφορά σε ορισμένους κανόνες και διατάξεις που εφαρμόζονται σε όλες τις μορφές μετασχηματισμών, ανεξαρτήτως της νομικής μορφής των οντοτήτων που συμμετέχουν. Αρχικά, είναι ανάγκη να διευκρινιστεί πως οι διατάξεις του Ν. 4601/2019 δεν εφαρμόζονται όταν υπάρχουν μετασχηματισμοί παράλληλα με χρήση των εξουσιών και μηχανισμών εξυγίανσης του άρθρου 2 του Ν. 4335/2015. Η εξαίρεση αυτή απορρέει από την Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 και συγκεκριμένα από την παράγραφο 4 του άρθρου 87¹⁴³.

Επιπλέον, οι διατάξεις του Ν. 4601/2019 δεν εφαρμόζονται στις περιπτώσεις των διασυνοριακών συγχωνεύσεων, που ρυθμίζονται από τον Ν. 3777/2009, και εν γένει στις περιπτώσεις διασυνοριακών μετασχηματισμών. Η ένταξη των διασυνοριακών μετασχηματισμών στον Ν. 4601/2019 θα είχε λογική, καθώς το συγκεκριμένο νομοθέτημα επιχειρεί να ρυθμίσει με ενιαίο και πλήρη τρόπο τους μετασχηματισμούς γενικά. Εντούτοις, υπάρχει ενωσιακή πρωτοβουλία για την αλλαγή του πλαισίου που διέπει τους διασυνοριακούς μετασχηματισμούς, η οποία δεν έχει επέλθει ακόμη. Η πρωτοβουλία αποτυπώνεται στην από 25.04.2018 Πρόταση Οδηγίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την τροποποίηση της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132¹⁴⁴.

Από την άλλη πλευρά, το πεδίο εφαρμογής του Ν. 4601/2019 καταλαμβάνει, όπως προελέχθη, και τις τρεις βασικές μορφές εταιρικών μετασχηματισμών, ήτοι τη συγχώνευση, τη διάσπαση και τη μετατροπή. Για την πραγματοποίηση άλλου είδους εταιρικού μετασχηματισμού, αυτό θα πρέπει να προβλέπεται ρητώς σε άλλη διάταξη, όπως ορίζεται στην παράγραφο 2 του άρθρου 1. Εξάλλου, οι διατάξεις του Ν. 4601/2019 αποτελούν διατάξεις αναγκαστικού δικαίου και, ως εκ τούτου, αποκλίσεις επιτρέπονται εφόσον ορίζονται ρητώς. Με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζεται η αυστηρότητα και η επαρκής προστασία των διατάξεων του δικαίου των εταιρικών μετασχηματισμών, δεδομένων των σημαντικότητας συνεπειών που επιφέρει η διενέργειά τους. Ωστόσο, οι αποκλίσεις που προβλέπονται από άλλες διατάξεις δεν είναι λίγες, γεγονός που συντείνει στη διευκόλυνση και την ευελιξία που απαιτείται στον συγκεκριμένο κλάδο.

¹⁴³ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 9

¹⁴⁴ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 31 επ.

Ως προς το υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής¹⁴⁵, στους προβλεπόμενους στο νόμο εταιρικούς μετασχηματισμούς μπορούν να μετέχουν οι εταιρείες που προβλέπονται στο άρθρο 2, ήτοι οι ανώνυμες εταιρείες, οι εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, οι ιδιωτικές κεφαλαιουχικές εταιρείες, οι ομόρρυθμες εταιρείες, οι ετερόρρυθμες εταιρείες, οι ετερόρρυθμες εταιρείες κατά μετοχές, οι κοινοπραξίες της παραγράφου 3 του άρθρου 293 του Ν. 4072/2012, οι ευρωπαϊκές εταιρείες που προβλέπονται στον Κανονισμό (ΕΕ) 2157/2001, οι αστικοί συνεταιρισμοί του Ν. 1667/1986 και οι ευρωπαϊκές συνεταιριστικές εταιρείες που προβλέπονται στον Κανονισμό (ΕΕ) 1435/2003. Όπως φαίνεται από τα ανωτέρω, οι κυριότερες μορφές εμπορικών εταιρειών με νομική προσωπικότητα που προβλέπονται στο ελληνικό εταιρικό δίκαιο, μπορούν να μετέχουν σε μετασχηματισμό. Αυτό σημαίνει πως τα φυσικά πρόσωπα που ασκούν επιχειρηματική δραστηριότητα στην Ελλάδα βρίσκονται εκτός του πεδίου εφαρμογής του νόμου.

Οι μετασχηματισμοί του Ν. 4601/2019 αφορούν σε ημεδαπές, αλλά και αλλοδαπές επιχειρήσεις που είναι εγκατεστημένες στην Ελλάδα¹⁴⁶. Συγκεκριμένα, μπορούν να υποβληθούν σε εταιρικό μετασχηματισμό κατά τον Ν. 4601/2019 αλλοδαπές επιχειρήσεις που προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Αναφορικά με τις αλλοδαπές επιχειρήσεις που προέρχονται εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αυτές μπορούν μόνο να μετατραπούν ή να συγχωνευθούν σε ημεδαπή ανώνυμη εταιρεία ή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης και σε εγκατεστημένα στην Ελλάδα υποκαταστήματα αλλοδαπών ανωνύμων εταιρειών και εταιρειών περιορισμένης ευθύνης, σύμφωνα με τον Ν. 2166/1993. Εντούτοις, σύμφωνα με το ν.δ. 1297/1972, οι φορολογικές διευκολύνσεις και απαλλαγές παρέχονται μόνο σε περίπτωση συγχώνευσης ή μετατροπής ημεδαπών εταιρειών, καθώς και σε συγχωνεύσεις, όπου η έδρα της απορροφώσας εταιρείας βρίσκεται σε κράτος – μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Σύμφωνα με τον Ν. 4601/2019, σε εταιρικό μετασχηματισμό μπορεί να υποβληθεί υπό προϋποθέσεις και εταιρεία, η οποία έχει λυθεί ή έχει κηρυχθεί σε πτώχευση¹⁴⁷. Συγκεκριμένα, μια εταιρεία που έχει λυθεί μπορεί να μετέχει σε μετασχηματισμό, εφόσον: i) έχει λυθεί είτε λόγω παρέλευσης του χρόνου διαρκείας της είτε με απόφαση των μετόχων ή των εταίρων της είτε λόγω κήρυξης σε πτώχευση και εφόσον έχει επικυρωθεί τελεσίδικα το σχέδιο αναδιοργάνωσης ή έχουν εξοφληθεί όλοι οι πιστωτές, ii) δεν έχει ξεκινήσει η διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης, iii) η απορροφώσα εταιρεία ή η μία από τις επωφελούμενες εταιρείες ή τις νέες εταιρείες που προκύπτουν ανήκει στις εταιρείες που προβλέπονται στην παράγραφο 1 του άρθρου 2, και iv) εάν πρόκειται για ομόρρυθμη ή ετερόρρυθμη εταιρεία, εφόσον οι εταίροι δεν έχουν συμφωνήσει να μην ακολουθήσει εκκαθάριση, σύμφωνα με το άρθρο 268 του Ν. 4072/2012.

¹⁴⁵ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 10 επ.

¹⁴⁶ Παναγιώτου Π., «Το δίκαιο των μετασχηματισμών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2021, σελ. 21 επ.

¹⁴⁷ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 12

Ο λόγος για τον οποίο μια εταιρεία που έχει λυθεί ή έχει κηρυχθεί σε πτώχευση μπορεί να υποβληθεί σε μετασχηματισμό είναι διότι εξακολουθεί, εφόσον συντρέχουν οι ανωτέρω περιπτώσεις, να διατηρεί τη νομική της προσωπικότητα, καθώς και την εμπορική της ιδιότητα. Συνεπώς, όπου γίνεται λόγος στο νόμο για τους εταιρικούς μετασχηματισμούς για διοικητικό συμβούλιο ή διαχειριστές εταιρειών, θα πρέπει να καταλαμβάνονται από αυτές τις ρυθμίσεις και οι εκκαθαριστές των λυθεισών εταιρειών.

Επιπλέον, σε μετασχηματισμό βάσει του νέου νόμου μπορεί να υποβληθεί και εταιρεία, η οποία μπορεί να κηρυχθεί άκυρη ή να λυθεί με δικαστική απόφαση¹⁴⁸. Για να είναι εφαρμοστέα η συγκεκριμένη περίπτωση, θα πρέπει η εταιρεία να μην έχει ήδη κηρυχθεί άκυρη ή να έχει λυθεί με δικαστική απόφαση, καθώς μέχρι τότε η εταιρεία λειτουργεί κανονικά και παράγει όλα τα αποτελέσματα που παράγει και μια μη ελαττωματικώς συσταθείσα εταιρεία ή για την οποία δεν συντρέχει λόγος να λυθεί με δικαστική απόφαση.

Περαιτέρω, σε μετασχηματισμό του Ν. 4601/2019 μπορεί να μετάσχουν και εταιρείες που υπόκεινται σε ειδική εποπτεία¹⁴⁹, για παράδειγμα οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, τα πιστωτικά ιδρύματα, αλλά και οι επιχειρήσεις επενδύσεων. Οι διατάξεις του Ν. 4601/2019 δεν καταργούν τις ειδικές διατάξεις αναφορικά με τους μετασχηματισμούς αυτών των επιχειρήσεων, αλλά δρουν παράλληλα και συμπληρωματικά για όσα ζητήματα δεν ρυθμίζονται από τις ειδικές αυτές διατάξεις.

Αντιθέτως, εταιρεία, η οποία δεν έχει καταχωριστεί στο Γ.Ε.ΜΗ., δεν μπορεί να μετάσχει σε εταιρικό μετασχηματισμό, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 4601/2019, ακόμη και εάν ασκεί εμπορική δραστηριότητα και, επομένως, ισχύουν αναλογικά οι κανόνες που ισχύουν για τη νομίμως συσταθείσα ομόρρυθμη εταιρεία. Αυτό συμβαίνει διότι η εφαρμογή των διατάξεων του Ν. 4601/2019 απαιτεί να έχουν τηρηθεί προηγουμένως οι προϋποθέσεις που τάσσονται από το νόμο για τη σύσταση των εταιρειών, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγεται και η καταχώριση της εταιρείας στο Γ.Ε.ΜΗ..

Προκύπτει, λοιπόν, πως πέραν των ρητώς αναφερόμενων ανωτέρω εταιρικών μετασχηματισμών, οι υπόλοιποι μετασχηματισμοί απαγορεύονται βάσει του Ν. 4601/2019. Βέβαια, η απαγόρευση αυτή ισχύει μόνο για τους γνήσιους μετασχηματισμούς, και όχι τους καταχρηστικούς, οι οποίοι μπορούν να εξακολουθήσουν να υλοποιούνται βάσει των διατάξεων και των κανόνων του κοινού δικαίου, ήτοι με τους κανόνες για την ειδική διαδοχή. Πρακτικά, αυτό αποστραφεί στους καταχρηστικούς μετασχηματισμούς το προνόμιο της καθολικής διαδοχής, καθώς και τις φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις που παρέχονται βάσει φορολογικών διατάξεων. Ωστόσο, το επιτρεπτό των καταχρηστικών μετασχηματισμών συμβάλλει στην απλούστευση της σχετικής νομοθεσίας, δεδομένου πως αποτελούν πάντοτε

¹⁴⁸ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 13

¹⁴⁹ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 33

εναλλακτική λύση για τις περιπτώσεις που δεν μπορούν να εφαρμοστούν οι διατάξεις των γνήσιων μετασχηματισμών, με τις οποίες ισχύουν παράλληλα.

Ταυτόχρονα, για όσες εταιρικές μορφές δεν ρυθμίζονται από τον Ν. 4601/2019, αυτές εξακολουθούν να διέπονται από το καθεστώς που ίσχυε και πριν από τη θεσμοθέτηση του νόμου περί εταιρικών μετασχηματισμών. Ενδεικτικά αναφέρονται οι ναυτικές εταιρείες του Ν. 959/1979 και οι ναυτιλιακές εταιρείες πλοίων αναψυχής του Ν. 3182/2003, για τις οποίες οι δυνατότητες συμμετοχής σε κάποιον μετασχηματισμό είναι πολύ περιορισμένες, αφού ο νομοθέτης έχει στεγανοποιήσει αρκετά το εν λόγω νομοθετικό πλαίσιο.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί, για σκοπούς μελέτης κυρίως, ότι όσες διατάξεις νόμων παραπέμπουν σε διατάξεις και ρυθμίσεις σχετικά με τους μετασχηματισμούς του κ.ν. 2190/1920, των Ν. 3190/1955, Ν. 1667/1986 και Ν. 4072/2012, ή και οποιουδήποτε άλλου νομοθετήματος, θα πρέπει να θεωρηθεί από την έναρξη ισχύος του νόμου πως η παραπομπή γίνεται στις αντίστοιχες διατάξεις του Ν. 4601/2019 για όσες εταιρικές μορφές εμπíπτουν στο πεδίο εφαρμογής του.

B. Διαδικασία Συγχώνευσης με Απορρόφηση

i. Τα στάδια

Πλέον με το νέο νομοθετικό καθεστώς, όλες οι μορφές εταιρικών μετασχηματισμών αντιμετωπίζονται και ρυθμίζονται με συστηματικά ενιαίο τρόπο. Επομένως, και η διαδικασία της συγχώνευσης με απορρόφηση, που προβλέπεται στα άρθρα 7-21 του Ν. 4601/2019, ρυθμίζεται βάσει αυτής της συστηματικής ενότητας και ακολουθεί ορισμένα στάδια, τα οποία καλύπτουν την διαδικασία από την αρχή μέχρι το τέλος.

Ωστόσο, η διαδικασία του Ν. 4601/2019 τηρείται εφόσον πρώτα υπάρξει συμφωνία μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτή η συμφωνία, προηγείται μια άλλη διαδικασία, η οποία δεν είναι τόσο τυπική, όσο πρακτική.

Αρχικά, η μία ενδιαφερόμενη επιχείρηση διαμορφώνει την στρατηγική της, λαμβάνοντας υπόψη τόσο τα δυνατά όσο και τα αδύνατα σημεία αυτής, καθώς και τις ευκαιρίες και τις απειλές κάθε επιλογής. Αφού αποφασιστεί πως η καλύτερη επιχειρησιακή στρατηγική είναι η συγχώνευση δια απορρόφησης (το εν λόγω ενδιαφερόμενο μέρος αποτελεί την **απορροφώσα** επιχείρηση), το επόμενο βήμα είναι ο προσδιορισμός των επιθυμητών στοιχείων και χαρακτηριστικών της **απορροφώμενης** επιχείρησης, όπως είναι η γεωγραφική θέση, ο κλάδος δραστηριοποίησης και η πρόσβαση σε αγορές. Βάσει αυτών των χαρακτηριστικών αναζητά το αντισυμβαλλόμενο μέρος που θα πληροί όσο το δυνατόν περισσότερα από τα ανωτέρω κριτήρια. Το επόμενο βήμα είναι η προσέγγιση των ενδεχόμενων συνεργατών και η

διερεύνηση περί της επιθυμίας ή της πρόθεσης των τελευταίων για συνεργασία – πώληση, ήτοι η απορροφώσα εταιρεία να απορροφήσει την απορροφώμενη. Από την στιγμή που θα υπάρξει η εκδήλωση αυτή του ενδιαφέροντος, ξεκινάει το στάδιο του ελέγχου των εταιρειών (due diligence). Σε αυτό το στάδιο κάθε μία από τις εταιρείες προβαίνει σε έλεγχο των σχετικών με τις εταιρείες και τη δραστηριότητά τους πληροφοριών, που ενδεικτικά περιλαμβάνουν τις οικονομικές καταστάσεις, πληροφορίες αναφορικά με τις νομικές εκκρεμότητες, αλλά και κάθε δεδομένο και στοιχείο που συμβάλλει στην ανάλυση και τον καθορισμό της γενικότερης κατάστασης της κάθε εταιρείας.

Ακολούθως, στην περίπτωση που τα ευρήματα από τον ανωτέρω έλεγχο είναι θετικά και πληρούνται τα κριτήρια και των δύο πλευρών, ξεκινάει το στάδιο των διαπραγματεύσεων σχετικά με τους όρους και τις προϋποθέσεις της προσφοράς και, τελικά, της συμφωνίας. Η συμφωνία επιτυγχάνεται εφόσον γίνονται κοινά αποδεκτοί οι όροι της συγχώνευσης, ενώ η συμφωνία αυτή σηματοδοτεί και την έναρξη της διαδικασίας που ρυθμίζει ο Ν. 4601/2019.

Σύμφωνα με το άρθρο 7 του Ν. 4601/2019, το πρώτο βήμα της ρυθμιζόμενης εκ του νόμου διαδικασίας είναι η σύνταξη του κοινού σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης¹⁵⁰. Για να αποφασιστεί η σύνταξη αυτού του σχεδίου προηγείται απόφαση της διοίκησης των εταιρειών, ήτοι από το διοικητικό συμβούλιο ή από τους διαχειριστές των συγχωνευόμενων εταιρειών¹⁵¹. Οι διοικήσεις των εταιρειών λαμβάνουν απόφαση ως προς την έναρξη της διαδικασίας της συγχώνευσης, την σύνταξη του σχεδίου συγχώνευσης, καθώς και την σύνταξη έκθεσης εκ μέρους των διοικήσεων για την επεξήγηση των οικονομικών και νομικών συνεπειών της συγχώνευσης, όπως προβλέπεται στο άρθρο 9 του Ν. 4601/2019.

Το σχέδιο συγχώνευσης καταρτίζεται από τις διοικήσεις των εμπλεκόμενων εταιρειών και περιλαμβάνει το ελάχιστο περιεχόμενο που ορίζεται στο οικείο άρθρο, ήτοι το άρθρο 7¹⁵². Ενδεικτικά το περιεχόμενο αυτό περιλαμβάνει τουλάχιστον τη νομική μορφή, την έδρα, την επωνυμία και τον αριθμό Γ.Ε.ΜΗ. των συγχωνευόμενων εταιρειών, την προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών και την ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της απορροφώμενης εταιρείας θεωρούνται ότι γίνονται για λογαριασμό της απορροφώσας από λογιστική άποψη. Στο ανωτέρω άρθρο αναφέρονται αναλυτικά τα στοιχεία που περιλαμβάνει το ελάχιστο περιεχόμενο του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης. Ιδιαίτερη σημασία έχει στην περίπτωση των προσωπικών εταιρειών να αναφέρονται οι εταίροι της απορροφώμενης εταιρείας που θα ευθύνονται και με την προσωπική τους περιουσία για τα χρέη της απορροφώσας εταιρείας, ενώ σε

¹⁵⁰ Παναγιώτου Π., «Το δίκαιο των μετασχηματισμών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2021, σελ. 174

¹⁵¹ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 57

¹⁵² Παναγιώτου Π., «Η συγχώνευση των επιχειρήσεων στο νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΝοΒ, τόμος 67, τεύχος 6, Ιούλιος – Αύγουστος 2019, σελ. 1198

αντίθετη περίπτωση θα πρέπει να γίνεται μνεία ότι συμμετέχουν ως ετερόρρυθμοι εταίροι, εφόσον δεν συναινούν σε αντίθετη ρύθμιση¹⁵³.

Το σχέδιο συγχώνευσης ακολουθεί η γραπτή έκθεση του άρθρου 9 του Ν. 4601/2019, η οποία συντάσσεται από τις διοικήσεις των εταιρειών, ήτοι από το διοικητικό συμβούλιο ή τους διαχειριστές κατά περίπτωση¹⁵⁴. Στην έκθεση αυτή επεξηγείται τόσο από νομική όσο και από οικονομική σκοπιά το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης, για ποιο λόγο κρίνεται ως σκόπιμη η συγχώνευση και ιδίως η σχέση ανταλλαγής εταιρικών συμμετοχών μεταξύ απορροφώμενης και απορροφώσας εταιρείας¹⁵⁵. Η έκθεση αυτή πρέπει να κοινοποιείται στα μέλη του οργάνου που αποφασίζουν για τη συγχώνευση, αλλά και στις διοικήσεις των λοιπών συμμετεχόντων εταιρειών, ώστε με τη σειρά τους να ενημερώσουν τα αρμόδια για την λήψη της απόφασης όργανα. Ωστόσο, η σύνταξη της γραπτής αυτής έκθεσης δεν είναι αναγκαία, εφόσον όλα τα μέρη που αποφασίζουν για την συγχώνευση συμφωνούν εγγράφως να μην καταρτιστεί η εν λόγω έκθεση ή να μην γίνει η αντίστοιχη ενημέρωση. Επιπλέον, η υποχρέωση αυτή δεν υφίσταται στην περίπτωση που οι εταίροι είναι ταυτόχρονα και διαχειριστές της εταιρείας που μετέχει στη διαδικασία της συγχώνευσης. Η τελευταία αυτή περίπτωση συντρέχει στις περιπτώσεις των προσωπικών εταιρειών, των εταιρειών περιορισμένης ευθύνης, καθώς και των ιδιωτικών κεφαλαιουχικών εταιρειών.

Τόσο το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης όσο και η γραπτή έκθεση αποτίμησης αναρτώνται στον διαδικτυακό τόπο του Γ.Ε.ΜΗ.¹⁵⁶, σύμφωνα με τα άρθρα 8 και 9 παρ. 2 του Ν. 4601/2019, αφού εγκριθούν από το Διοικητικό Συμβούλιο των συγχωνευόμενων εταιρειών. Συγκεκριμένα, το σχέδιο της συγχώνευσης πρέπει να αναρτηθεί τουλάχιστον ένα (1) μήνα πριν την ημερομηνία συνεδρίασης της συνέλευσης περί της λήψης της απόφασης αναφορικά με το σχέδιο συγχώνευσης ή πριν από την ημερομηνία απόφασης των εταίρων για αυτό. Η υποχρέωση αυτή δεν υφίσταται εφόσον για ένα (1) μήνα συνεχώς πριν από τις ανωτέρω ημερομηνίες η εταιρεία διατηρεί διαρκώς ανηρτημένο το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης στην ιστοσελίδα της. Έπειτα από την λήψη της απόφασης, το σχέδιο συγχώνευσης πρέπει να διατηρηθεί στην ιστοσελίδα του Γ.Ε.ΜΗ. τουλάχιστον για ένα (1) έτος. Αντίστοιχα, και η έκθεση του άρθρου 9 του Ν. 4601/2019 πρέπει να αναρτηθεί στον διαδικτυακό τόπο του Γ.Ε.ΜΗ. και να τεθεί στη διάθεση των εταίρων καθεμίας από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση.

Ιδιαίτερη σημασία έχουν και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που συγχωνεύονται, αφού βάσει αυτών εξετάζονται οι σχέσεις ανταλλαγής των μετοχών ή των εταιρικών μεριδίων και εκτιμάται η οικονομική θέση τους και ως εκ τούτου της

¹⁵³ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 65

¹⁵⁴ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 52

¹⁵⁵ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 70 επ.

¹⁵⁶ Παναγιώτου Π., «Η συγχώνευση των επιχειρήσεων στο νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΝοΒ, τόμος 67, τεύχος 6, Ιούλιος – Αύγουστος 2019, σελ. 1199

τελικής προκύπτουσας εταιρείας. Για τον λόγο αυτό θεωρείται αναγκαίο οι οικονομικές καταστάσεις να μην απέχουν περισσότερο από έξι (6) μήνες από την ημερομηνία σύνταξης του σχεδίου της συγχώνευσης, ήτοι να έχουν καταρτισθεί το τελευταίο εξάμηνο πριν από την σύνταξη του ανωτέρω σχεδίου. Σε διαφορετική περίπτωση, θα πρέπει να προχωρήσουν στην κατάρτιση προσωρινών ισολογισμών. Επιπλέον, εάν στο διάστημα που μεσολαβήσει από την σύνταξη του σχεδίου μέχρι την ημερομηνία συνεδρίασης του αρμοδίου οργάνου για την λήψη απόφασης για τη συγχώνευση σημειωθούν σημαντικές μεταβολές στην οικονομική κατάσταση μιας εκ των συγχωνευόμενων εταιρειών, αυτή οφείλει να ενημερώσει σχετικώς τις λοιπές συμμετέχουσες εταιρείες, και συγκεκριμένα τόσο τους μετόχους και τους εταίρους όσο και το διοικητικό συμβούλιο ή τους διαχειριστές.

Στη συνέχεια, το επόμενο στάδιο της διαδικασίας της συγχώνευσης αποτελείται από την εξέταση του σχεδίου από ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες για κάθε μία από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση, σύμφωνα με το άρθρο 10 του Ν. 4601/2019¹⁵⁷. Αυτοί μπορεί να είναι είτε ορκωτοί ελεγκτές λογιστές και ελεγκτικές εταιρείες που έχουν εγγραφεί στο δημόσιο μητρώο της Επιτροπής Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων είτε πιστοποιημένοι εκτιμητές ή λογιστές φοροτεχνικοί κάτοχοι επαγγελματικής ταυτότητας Α΄ Τάξης είτε οικονομολόγοι εγγεγραμμένοι στο Μητρώο του Οικονομικού Επιμελητηρίου Ελλάδος. Στην παράγραφο 3 του προαναφερθέντος άρθρου προβλέπεται η διαδικασία διορισμού των εμπειρογνομένων, ενώ στο πρόσωπό τους πρέπει να συντρέχουν οι προϋποθέσεις ανεξαρτησίας του άρθρου 21 του Ν. 4449/2017, καθώς και της παραγράφου 4 του άρθρου 17 του Ν. 4548/2018 για τουλάχιστον τρία (3) έτη πριν από την ημερομηνία σύνταξης του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης. Συγκεκριμένα, εκείνοι που θα επιλεγούν για να γνωμοδοτήσουν επί του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης είναι απαραίτητο να μην συμμετέχουν με οιοδήποτε τρόπο, άμεσα ή έμμεσα, στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων. Παράλληλα, είναι αναγκαίο να μεριμνούν ώστε να διασφαλίζεται ότι η εξέταση του σχεδίου και η σχετική γνωμοδότηση θα παραμείνει ανεξάρτητη από οποιαδήποτε υφιστάμενη ή μελλοντική σύγκρουση συμφερόντων, αλλά και από οιαδήποτε σχέση τόσο μεταξύ των ιδίων όσο και μεταξύ προσώπων που συνδέονται μαζί τους και της εταιρείας. Ενδεικτικά, όσοι διορίζονται εμπειρογνώμονες δεν επιτρέπεται να συμμετέχουν στη διοίκηση οποιασδήποτε από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, ούτε οι ίδιοι ούτε μέλη της οικογένειάς τους μέχρι δευτέρου βαθμού, συμπεριλαμβανομένων και των συζύγων, καθώς και να διατηρούν κάθε είδους επαγγελματική σχέση με κάποια από τις συμμετέχουσες εταιρείες.

Όπως προκύπτει από την παράγραφο 5 του άρθρου 10 του Ν. 4601/2019, οι ανεξάρτητοι εμπειρογνώμονες καλούνται να γνωμοδοτήσουν αναφορικά με την προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών ή των εταιρικών μεριδίων και εν γένει των εταιρικών συμμετοχών. Συγκεκριμένα, αποφαινόμενοι ως προς το εάν αυτή η σχέση

¹⁵⁷ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 79 επ.

είναι δίκαιη και εύλογη, καθώς επίσης αναφέρονται και στις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν για να καθορίσουν την σχέση ανταλλαγής, στην γνώμη τους σχετικά με την καταλληλότητα αυτών των μεθόδων, στις αξίες που προέκυψαν από αυτές και την βαρύτητα που δόθηκε σε κάθε μία από αυτές, ενώ περιγράφουν και τυχόν δυσκολίες που αντιμετώπισαν κατά την αποτίμηση. Σε καμία περίπτωση δεν αναφέρονται και δεν γνωμοδοτούν επί των οικονομικών καταστάσεων και της περιουσιακής θέσης των συμμετεχουσών εταιρειών.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί πως και στην περίπτωση της έκθεσης των ανεξάρτητων εμπειρογνομόνων, όπως και στο σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης, η υποχρέωση αυτή παρέλκει, εφόσον συμφωνούν εγγράφως ως προς αυτό όλοι οι εταίροι ή οι μέτοχοι των εταιρειών που συμμετέχουν στην συγχώνευση.

Το επόμενο στάδιο στη διαδικασία της συγχώνευσης είναι η λήψη της απόφασης που απαιτείται εκ μέρους της συνέλευσης ή των εταίρων καθεμίας από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση, ούτως ώστε αυτή να αποκτήσει νομική ισχύ, σύμφωνα με το άρθρο 14 του Ν. 4601/2019¹⁵⁸. Η απόφαση αυτή πρέπει να ληφθεί σύμφωνα με τον τρόπο που ορίζεται στον νόμο και το καταστατικό της κάθε εταιρείας και να αφορά κατ' ελάχιστον το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης, αλλά και τις απαραίτητες τροποποιήσεις του καταστατικού για την πραγματοποίησή αυτής.

Οι ανωτέρω τροποποιήσεις του καταστατικού λόγω της συγχώνευσης των εταιρειών αφορούν κατά κύριο λόγο την αύξηση του κεφαλαίου στις κεφαλαιουχικές εταιρείες. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην απορρόφηση της εταιρικής περιουσίας των απορροφώμενων εταιρειών από την απορροφώσα ως εισφορά σε είδος. Στη συνέχεια, βάσει της συνολικής εταιρικής περιουσίας που έχει προκύψει από την προαναφερθείσα διαδικασία, εκδίδονται νέες μετοχές ή εταιρικά μερίδια που να ανταποκρίνονται στο σύνολο της περιουσίας και παραχωρούνται στους μετόχους ή τους εταίρους των απορροφώμενων εταιρειών. Η διαδικασία αυτή δεν ακολουθείται εφόσον η απορροφώμενη εταιρεία είναι 100% θυγατρική της απορροφώσας.

Όσον αφορά στην απόφαση από την συνέλευση ή τους εταίρους καθεμίας από τις μετέχουσες στη συγχώνευση εταιρείες¹⁵⁹, σχετικά με τις ανώνυμες εταιρείες εφαρμόζεται ο Ν. 4548/2018, ο οποίος ορίζει πως για την έγκριση του σχεδίου της συγχώνευσης από την γενική συνέλευση απαιτείται αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία. Ειδικότερα, αυξημένη απαρτία υφίσταται όταν μετέχουν στη γενική συνέλευση μέτοχοι που εκπροσωπούν το 1/2 των μετοχών εφόσον πρόκειται για την αρχική συνεδρίαση και το 1/3 ή το 1/5 εφόσον πρόκειται για επαναληπτική συνεδρίαση, σύμφωνα με τις οικείες διατάξεις (άρθρο 130). Από την άλλη πλευρά, η αυξημένη ή ενισχυμένη πλειοψηφία προβλέπεται στην παράγραφο 2 του άρθρου 132 του Ν. 4548/2018 και

¹⁵⁸ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 85 επ.

¹⁵⁹ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 54

αυτή η προϋπόθεση πληρούται εφόσον υπάρχει πλειοψηφία των 2/3 των ψήφων που εκπροσωπούνται στη συνέλευση.

Όσον αφορά στις ιδιωτικές κεφαλαιουχικές εταιρείες, για την λήψη της απόφασης περί έγκρισης του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης απαιτείται πλειοψηφία των 2/3 του συνολικού αριθμού των εταιρικών μεριδίων, σύμφωνα με τις προβλέψεις του άρθρου 72 του Ν. 4072/2012, καθώς και του άρθρου 42 του Ν. 4601/2019. Αντιθέτως, για τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης απαιτείται πλειοψηφία του 1/2 του συνολικού αριθμού των εταίρων που εκπροσωπούν τουλάχιστον το 65% του κεφαλαίου. Η πλειοψηφία αυτή είναι αυτή που απαιτείται για την τροποποίηση της εταιρικής σύμβασης, σύμφωνα το άρθρο 38 του Ν. 3190/1955.

Ως προς τις προσωπικές εταιρείες, η έγκριση του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης απαιτείται να ληφθεί με ομοφωνία. Ωστόσο, εάν στην εταιρική σύμβαση που ρυθμίζει την διαδικασία λήψης των αποφάσεων ορίζεται διαφορετικά, η απόφαση θα πρέπει να ληφθεί σε κάθε περίπτωση με πλειοψηφία τουλάχιστον των 3/4 του συνολικού αριθμού των εταίρων.

Στη συνέχεια, εφόσον εγκριθεί η συγχώνευση από την γενική συνέλευση ή από τους εταίρους των εταιρειών που μετέχουν σε αυτή, οι εκπρόσωποι των εταιρειών προχωρούν στην κατάρτιση της σύμβασης συγχώνευσης, η οποία περιβάλλεται τον τύπο του ιδιωτικού εγγράφου και θεωρείται είτε από τα πρόσωπα που προβλέπονται στο άρθρο 446 του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, ήτοι από συμβολαιογράφο ή από δημόσιο υπάλληλο αρμόδιο από τον νόμο είτε από δικηγόρο¹⁶⁰. Εάν, ωστόσο, στη συγχώνευση μετέχουν ανώνυμες εταιρείες, ιδιωτικές κεφαλαιουχικές εταιρείες, εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, αστικοί συνεταιρισμοί, ευρωπαϊκές εταιρείες ή ευρωπαϊκές συνεταιριστικές εταιρείες, η σύμβαση της συγχώνευσης πρέπει να περιβληθεί τον τύπο του συμβολαιογραφικού εγγράφου. Ο ίδιος τύπος απαιτείται και στις λοιπές περιπτώσεις που αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση από τον νόμο, όπως στην περίπτωση που υπάρχει παράλληλα μεταβίβαση ακινήτου.

Εφόσον ολοκληρωθούν οι προαναφερθείσες διαδικασίες, ακολουθεί το στάδιο του προληπτικού ελέγχου νομιμότητας¹⁶¹. Συγκεκριμένα, αυτός διενεργείται για το σύνολο των προπαρασκευαστικών διατυπώσεων και πράξεων που προβλέπονται από τον νόμο για την διενέργεια της συγχώνευσης. Το στάδιο αυτό προβλέπεται στο άρθρο 17 του Ν. 4601/2019 και στον εν λόγω έλεγχο υποβάλλονται η σύμβαση συγχώνευσης, οι αποφάσεις των συνελεύσεων των συμμετεχουσών εταιρειών, αλλά και η έκθεση του εμπειρογνώμονα. Εν ολίγοις, ο έλεγχος νομιμότητας περιορίζεται στην τήρηση των διατάξεων του Ν. 4601/2019, της εταιρικής νομοθεσίας που διέπει τις εταιρείες που

¹⁶⁰ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 54

¹⁶¹ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 55

λαμβάνουν μέρος στη συγχώνευση, του Ν. 4635/2019 για τις διατυπώσεις δημοσιότητας του Γ.Ε.ΜΗ., καθώς και του καταστατικού των εταιρειών.

Ο έλεγχος της προηγούμενης παραγράφου διενεργείται από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Γ.Ε.ΜΗ. πριν την υποβολή στη δημοσιότητα της διενεργηθείσας συγχώνευσης, ενώ η απόφαση της έγκρισης παρέχεται από τον Υπουργό Οικονομίας και Ανάπτυξης στην περίπτωση που στη συγχώνευση συμμετέχουν οι εταιρείες που αναφέρονται στο άρθρο 9 παράγραφος 3 του Ν. 4548/2018. Στις εταιρείες αυτές περιλαμβάνονται μεγάλες οντότητες, οι εταιρείες δημοσίου συμφέροντος και οι εταιρείες που λαμβάνουν την άδεια για τη λειτουργία τους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Υπό το προηγούμενο καθεστώς, ήτοι πριν από την θέση σε ισχύ του Ν. 4635/2019, στην περίπτωση που στη συγχώνευση συμμετείχαν ανώνυμες εταιρείες ή ευρωπαϊκές εταιρείες, πέρα από τον έλεγχο νομιμότητας, ήταν απαραίτητη και η εγκριτική απόφαση εκ μέρους του Περιφερειάρχη του οργανισμού τοπικής αυτοδιοίκησης δευτέρου βαθμού, στην περιφέρεια του οποίου η απορροφώσα εταιρεία είχε την έδρα της. Πλέον, με την θεσμοθέτηση του νέου καθεστώτος, η απόφαση αυτή παρέλκει και αρκεί ο έλεγχος που διενεργείται από το Γ.Ε.ΜΗ.

Αναφορικά με τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις, οι οποίες διέπονται από τον Ν. 3777/2009, και όχι τον Ν. 4601/2019, απαραίτητο στάδιο αποτελεί και η έκδοση πιστοποιητικού από την αρμόδια αρχή κάθε κράτους όπου έχει την έδρα της κάθε μία από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, με το οποίο βεβαιώνεται ότι έχουν τηρηθεί όλες οι απαραίτητες διαδικασίες και έχουν διενεργηθεί οι αναγκαίες ενέργειες σύμφωνα με την έννομη τάξη της εκάστοτε χώρας. Το πιστοποιητικό αυτό εκδίδεται, στις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων με απορρόφηση, από την χώρα, όπου έχει την έδρα της η απορροφώμενη εταιρεία και η οποία θα διαγραφεί από το σχετικό μητρώο. Συνεπώς, το πιστοποιητικό αυτό θα ελεγχθεί από την αρμόδια εγκριτική αρχή της χώρας όπου έχει την έδρα της η απορροφώσα εταιρεία, προκειμένου να εκδώσει την απόφαση περί έγκρισης και ολοκλήρωσης της διασυνοριακής συγχώνευσης.

ii. Προστασία των μετόχων και των δανειστών

a. Προστασία των μετόχων

Υπάρχουν περιπτώσεις κατά τις οποίες μπορεί να θιγούν ορισμένα συμφέροντα ή δικαιώματα των μετόχων ή των εταίρων των εταιρειών που λαμβάνουν μέρος σε μια συγχώνευση. Συνήθως, αυτοί που θίγονται είναι οι μέτοχοι ή οι εταίροι μειοψηφίας της απορροφώμενης εταιρείας. Αυτό συμβαίνει διότι ενδέχεται να έχουν αντίθετη θέληση και παρά ταύτα να χρειαστεί να προσαρμοστούν σε νέες συνθήκες με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, καθώς θα αποκτήσουν μετοχές και εν γένει δικαιώματα σε μια νέα εταιρεία και πιθανόν να στερηθούν ορισμένα προνόμια ή δικαιώματα που διέθεταν μέχρι τότε στην απορροφώμενη εταιρεία. Ακόμη είναι πιθανό να μεταβληθεί η θέση τους λόγω αλλαγής ποσοστού συμμετοχής στο κεφάλαιο της εταιρείας, σε περίπτωση

που δεν έχει καθοριστεί μια εύλογη σχέση ανταλλαγής μετοχών και δικαιωμάτων μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών. Από την άλλη πλευρά, στις περιπτώσεις της απορροφώσας εταιρείας, τα δικαιώματα των μετόχων μειοψηφίας ενδέχεται να επηρεαστούν εφόσον η οικονομική κατάσταση της απορροφώμενης εταιρείας δεν είναι καλή, ειδικά αν είναι επιβαρυνμένη με χρέη.

Στο πλαίσιο του Ν. 4601/2019, προβλέπεται συγκεκριμένα για την προστασία των μετόχων ή των εταίρων, αναλόγως της νομικής φύσης της εταιρείας, το δικαίωμα ενημέρωσης¹⁶². Το εν λόγω δικαίωμα εξασφαλίζεται με την θέση όλων των εταιρικών εγγράφων που αφορούν τη συγχώνευση στη διάθεση των μετόχων ή των εταίρων. Ειδικότερα, τόσο το κοινό σχέδιο της συγχώνευσης, η έκθεση του διοικητικού συμβουλίου ή του διαχειριστή της εταιρείας, η γραπτή έκθεση του εμπειρογνώμονα αναφορικά με το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης όσο και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών τίθενται στη διάθεση των μετόχων ή των εταίρων πριν από την λήψη της απόφασης περί έγκρισης της συγχώνευσης και μέσα στην προθεσμία που προβλέπει ο νόμος και εξαρτάται από τον εταιρικό τύπο. Συγκεκριμένα, αναφορικά με τις ανώνυμες εταιρείες η σχετική προθεσμία είναι ένας (1) μήνας, ενώ σχετικά με τις προσωπικές εταιρείες, τις ιδιωτικές κεφαλαιουχικές εταιρείες, τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης και τους αστικούς συνεταιρισμούς η προθεσμία είναι δέκα (10) τουλάχιστον ημέρες πριν από την λήψη της σχετικής απόφασης. Ωστόσο, εφόσον τα ανωτέρω εταιρικά έγγραφα βρίσκονται στον ιστότοπο της εταιρείας, η υποχρέωση της θέσης τους στη διάθεση των μετόχων ή των εταίρων δεν υφίσταται, καθώς οι τελευταίοι μπορούν να λάβουν γνώση από τη διαδικτυακή σελίδα της εταιρείας.

Ένα σημαντικότατο ζήτημα αφορά η απαιτούμενη προστασία των μετόχων που είναι κάτοχοι ιδιαίτερων κατηγοριών μετοχών, οι οποίες τους παρέχουν περισσότερα δικαιώματα σε σύγκριση με τις κοινές μετοχές, συνήθως περιουσιακής φύσης¹⁶³. Σε αυτή την περίπτωση, και με την προϋπόθεση ότι τα συμφέροντα αυτών των κατηγοριών μετόχων θίγονται λόγω της συγχώνευσης, η απόφαση που λαμβάνεται από τη γενική συνέλευση για την πραγματοποίηση αυτής πρέπει να εγκριθεί επιπλέον και από τη συνέλευση των μετόχων αυτών που κατέχουν ιδιαίτερες κατηγορίες μετοχών και η οποία πρέπει να ληφθεί με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία. Η πρόβλεψη αυτή επιβεβαιώνει τη γενική αρχή που ισχύει αναφορικά με τη μη δυνατότητα κατάργησης των προνομίων που παρέχονται από προνομιούχες μετοχές χωρίς την προβλεπόμενη πλειοψηφία των 2/3 των εκπροσωπούμενων προνομιούχων μετόχων. Στην περίπτωση που η απόφαση περί διενέργειας της συγχώνευσης ληφθεί από τη γενική συνέλευση χωρίς την προηγούμενη συναίνεση της ανωτέρω κατηγορίας μετόχων, η απόφαση αυτή είναι ακυρώσιμη σύμφωνα και με τις γενικές διατάξεις περί ελαττωματικών αποφάσεων, δεδομένου ότι με αυτό τον τρόπο περιορίζονται ή και καταργούνται τα

¹⁶² Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΔΕΕ 02/2019, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 171

¹⁶³ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 55 επ.

ιδιαίτερα προνόμια των ανωτέρω μετόχων. Στην περίπτωση που υπάρχουν κάτοχοι άλλων τίτλων, πέραν από μετοχές, οι οποίοι παρέχουν ιδιαίτερα προνόμια και δικαιώματα στους κατόχους τους, προβλέπεται ανάλογη προστασία μέσω της παροχής ισοδύναμων προνομίων και δικαιωμάτων στην απορροφώσα εταιρεία.

Σχετικά με τις προσωπικές εταιρείες, η προστασία των εταίρων που αντιτίθενται στη διενέργεια της συγχώνευσης πραγματοποιείται μέσω της πρόβλεψης και παροχής του δικαιώματος εξόδου, εφόσον καταψήφισαν τη συγχώνευση στη συνέλευση των εταίρων, είτε ανήκουν στην απορροφώσα είτε στην απορροφώμενη εταιρεία. Αυτό συμβαίνει διότι στις προσωπικές εταιρείες κεντρικό άξονα αποτελεί η προσωπική ευθύνη των εταίρων και, συγκεκριμένα, η έκταση αυτής, ειδικά στην απορροφώσα εταιρεία. Άλλη δυνατότητα που παρέχεται στους εταίρους των προσωπικών εταιρειών, οι οποίοι ευθύνονται προσωπικά για τα χρέη της εταιρείας, εφόσον δεν συμφωνούν με την συγχώνευση, είναι να συγκατατεθούν σε αυτή υπό την προϋπόθεση ότι θα αποκτήσουν την ιδιότητα του ετερόρρυθμου πλέον εταίρου στην απορροφώσα εταιρεία. Στην περίπτωση που αυτή η προϋπόθεση δεν γίνει δεκτή, παρέχεται επιπλέον και το δικαίωμα εξόδου στον αντιτιθέμενο εταίρο.

Περαιτέρω, υφίστανται ειδικές διατάξεις, οι οποίες ρυθμίζουν την ευθύνη που φέρουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή οι διαχειριστές της εταιρείας, αναλόγως του τύπου της, για κάθε πταίσμα και καλύπτει ολόκληρη τη διαδικασία της συγχώνευσης και, συνεπώς, όλα τα στάδιά της¹⁶⁴. Συγκεκριμένα, τα ανωτέρω αναφερόμενα πρόσωπα ευθύνονται καθ' όλη τη διάρκεια της διαδικασίας της συγχώνευσης για οιαδήποτε υπαίτια πράξη ή παράλειψη, η οποία προκάλεσε ζημία στους μετόχους ή τους εταίρους των συγχωνευόμενων εταιρειών. Επιπλέον, ευθύνη φέρουν και οι εμπειρογνώμονες που λαμβάνουν μέρος στη διαδικασία της συγχώνευσης με την έκθεσή τους, για κάθε παράνομη πράξη ή παράλειψη που προκάλεσε ζημία στους μετόχους ή εταίρους των εταιρειών και η οποία, επιπλέον, αποτελεί παράβαση καθήκοντος των εμπειρογνομόνων.

Η ευθύνη που αναφέρθηκε ανωτέρω και αφορά στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τους διαχειριστές και τους εμπειρογνώμονες αποτελεί μορφή αδιοπρακτικής ευθύνης, η οποία νομικά βασίζεται στις διατάξεις του νέου νόμου για τους εταιρικούς μετασχηματισμούς. Πρόκειται στην ουσία για αποζημιωτική ευθύνη για την ενδεχόμενη άμεση ζημία που υφίστανται οι μέτοχοι ή οι εταίροι λόγω της συγχώνευσης¹⁶⁵. Αυτό σημαίνει πως διαχωρίζεται από τη γενική αδιοπρακτική ευθύνη έναντι τρίτων που ρυθμίζεται βάσει των διατάξεων 914 επ. του Αστικού Κώδικα, αλλά και από την ευθύνη που φέρουν τα πρόσωπα αυτά έναντι του νομικού προσώπου αυτού καθεαυτού βάσει των ειδικότερων διατάξεων που ισχύουν ανάλογα με την νομική μορφή αυτού.

¹⁶⁴ Διακόπουλος Δ., «Εισαγωγή στο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών-Μια συνοπτική παρουσίαση του νέου νόμου», ΔΕΕ 05/2019 Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 688

¹⁶⁵ Διακόπουλος Δ., «Εισαγωγή στο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών-Μια συνοπτική παρουσίαση του νέου νόμου», ΔΕΕ 05/2019 Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 688 επ.

Για την διασφάλιση των προαναφερθέντων δικαιωμάτων των μετόχων και των εταίρων μειοψηφίας, η άσκηση τυχόν αξιώσεων πραγματοποιείται από ειδικό εκπρόσωπο προκειμένου να υπάρξει εξορθολογισμός του κόστους της διαδικασίας. Ο ειδικός αυτός εκπρόσωπος ορίζεται από το Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας της εταιρείας, εφόσον πιθανολογείται η ύπαρξη της αξίωσης των αιτούντων, ενώ η απόφαση που εκδίδεται δεν υπόκειται σε ένδικα μέσα. Απαραίτητη διαδικαστική προϋπόθεση αποτελεί η αίτηση προς το Μονομελές Πρωτοδικείο από οιονδήποτε διάδικο ή εάν πρόκειται για ανώνυμη εταιρεία από τον μέτοχο ή τους μετόχους που κατά την διενέργεια της συγχώνευσης εκπροσωπούν τουλάχιστον το ένα πεντηκοστό (1/50) του κεφαλαίου της εταιρείας.

Η δικαστική απόφαση που διορίζει τον ειδικό εκπρόσωπο, για λόγους διαφάνειας και ενημέρωσης, δημοσιεύεται στο Γ.Ε.ΜΗ. στη μερίδα της απορροφώσας εταιρείας, αλλά και στον ιστότοπο της εταιρείας. Παράλληλα, δημοσιεύεται και πρόσκληση του ειδικού εκπροσώπου, η οποία απευθύνεται προς τους μετόχους ή τους εταίρους τόσο της απορροφώσας όσο και της απορροφώμενης εταιρείας να του δηλώσουν εντός αποκλειστικής προθεσμίας έξι (6) μηνών εάν επιθυμούν την άσκηση αξιώσεων εκ μέρους τους και για λογαριασμό τους. Τέλος, αναφορικά με την αμοιβή του, αυτή καθορίζεται δικαστικά με την ίδια απόφαση που τον διορίζει και επιμερίζεται ανάμεσα στους μετόχους ή τους εταίρους που εκπροσωπεί ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής του καθενός είτε στην απορροφώσα είτε στην απορροφώμενη εταιρεία.

b. Προστασία των πιστωτών

Εξίσου σημαντικό ζήτημα αποτελεί και η προστασία που πρέπει να παρασχεθεί στους πιστωτές των εταιρειών που συμμετέχουν στη συγχώνευση. Στον Ν. 4601/2019 έχει προβλεφθεί ειδικός μηχανισμός για την αποτελεσματική προστασία των εταιρικών δανειστών.

Συγκεκριμένα, οι δανειστές, σύμφωνα με το άρθρο 13, εφόσον οι απαιτήσεις τους είχαν γεννηθεί πριν από την δημοσίευση του σχεδίου συγχώνευσης κατά το άρθρο 8, χωρίς απαραίτητα να έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες, δύνανται μέσα σε τριάντα (30) μέρες να αιτηθούν κατάλληλες εγγυήσεις προκειμένου να διασφαλισθούν οι απαιτήσεις τους¹⁶⁶. Από την άλλη πλευρά, οι εταιρείες υποχρεούνται να παράσχουν αυτές τις εγγυήσεις, εφόσον οι πιστωτές αποδείξουν ότι μετά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, η κατάσταση των εταιρειών θα είναι τέτοια ώστε κρίνεται απαραίτητη η λήψη αυτών των εγγυήσεων. Σε περίπτωση που προκύψουν διαφορές, αυτές επιλύονται από το Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας οποιασδήποτε από τις συμμετέχουσες στη συγχώνευση εταιρείες.

Ειδικότερα, στην περίπτωση κατά την οποία υπάρχουν ομολογιούχοι δανειστές ανωνύμων εταιρειών που λαμβάνουν μέρος στη συγχώνευση, πέραν των ανωτέρω

¹⁶⁶ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 58 επ.

εγγυήσεων, δύνανται ακόμη να παράσχουν την έγκρισή τους είτε ατομικά είτε συλλογικά για τη διενέργεια της συγχώνευσης, κατόπιν συγκρότησης της σχετικής συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών.

Γ. Αποτελέσματα Συγχώνευσης

Από την στιγμή που θα ολοκληρωθούν όλα τα ανωτέρω στάδια, η σύμβαση συγχώνευσης είναι έτοιμη να καταχωρηθεί, σύμφωνα με τις διατυπώσεις του νόμου, στην εταιρική μερίδα της απορροφώσας εταιρείας στο Γ.Ε.ΜΗ.. Η καταχώριση αυτή είναι που σηματοδοτεί την έναρξη των εννόμων αποτελεσμάτων της συγχώνευσης δια απορρόφησης, ενώ δεν επιδρά κάποιο ρόλο στην επέλευση των αποτελεσμάτων αυτών το εάν η απορροφώμενη εταιρεία έχει διαγραφεί. Άλλωστε, από την στιγμή της δημοσίευσης της σύμβασης συγχώνευσης, τα αποτελέσματα που παράγονται έχουν ισχύ τόσο μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών όσο και έναντι τρίτων.

Η πρώτη αυτοδίκαιη συνέπεια της ολοκλήρωσης της συγχώνευσης είναι η καθολική διαδοχή που εφαρμόζεται στην περιουσιακή θέση των απορροφώμενων εταιρειών από την απορροφώσα, χωρίς να ακολουθήσει το στάδιο της λύσης και της εκκαθάρισης αυτών¹⁶⁷. Συνεπώς, η απορροφώσα εταιρεία από το σημείο αυτό και έπειτα υποκαθίσταται στο σύνολο της περιουσίας των απορροφώμενων εταιρειών, ήτοι του ενεργητικού και του παθητικού τους, υπό την προϋπόθεση της τήρησης ορισμένων διατυπώσεων δημοσιότητας, που προβλέπονται από τον νόμο, και αφορούν στη μεταβίβαση συγκεκριμένως περιουσιακών στοιχείων, ενδεικτικά αναφερομένων των ακινήτων, τα οποία πρέπει να μεταγραφούν. Άλλωστε, αυτό είναι λογικό, αφού πλέον, οι απορροφώμενες εταιρείες δεν υφίστανται και όλα τα στοιχεία πρέπει να μεταβιβαστούν νομοτύπως στην απορροφώσα εταιρεία.

Η καθολική διαδοχή που προβλέπεται από τον Ν. 4601/2019 διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο, καθώς ρυθμίζει πλείονα ζητήματα. Ενδεικτικά, οι διοικητικές άδειες που είχαν χορηγηθεί στις απορροφώμενες εταιρείες μεταβιβάζονται στην απορροφώσα εταιρεία, ενώ παράλληλα, οι δίκες που είχαν ξεκινήσει στο όνομα των απορροφώμενων εταιρειών, συνεχίζονται αυτοδικαίως από την απορροφώσα εταιρεία, χωρίς να χρειάζεται να διακοπούν και να συνεχιστούν με νέους διαδίκους.

Μια επιπλέον συνέπεια της καθολικής διαδοχής είναι η μεταφορά της μετοχικής ή εταιρικής σχέσης στην απορροφώσα εταιρεία¹⁶⁸. Συγκεκριμένα, οι μέτοχοι και οι εταίροι των απορροφώμενων εταιρειών αποκτούν πλέον μετοχική ή εταιρική σχέση με την απορροφώσα, μέσω της παραχώρησης σε αυτούς εταιρικών συμμετοχών στην απορροφώσα εταιρεία, σύμφωνα με τη σχέση ανταλλαγής που συμφωνήθηκε και προβλέφθηκε στη σύμβαση συγχώνευσης μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών. Αξίζει να σημειωθεί, ωστόσο, πως η σχέση ανταλλαγής δεν ισχύει και, συνεπώς, δεν

¹⁶⁷ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 184

¹⁶⁸ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 185

εφαρμόζεται όσον αφορά στις εταιρικές συμμετοχές είτε των απορροφώμενων εταιρειών είτε της απορροφώσας εταιρείας που κατέχονται από τις ίδιες τις εταιρείες ή από πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό των εταιρειών αυτών, σύμφωνα με το άρθρο 18 παρ. 5 του Ν. 4601/2019.

Δ. Ακύρωση της Συγχώνευσης

Η προθεσμία μέσα στην οποία θα πρέπει να προβληθούν τυχόν ενστάσεις αναφορικά με το κύρος της συγχώνευσης είναι μέχρι τη δημοσίευση αυτής στο Γ.Ε.ΜΗ., ήτοι μέχρι την ολοκλήρωση των διατυπώσεων δημοσιότητας που προβλέπονται από τον νόμο, και η οποία σηματοδοτεί την έναρξη των αποτελεσμάτων της συγχώνευσης. Από το σημείο αυτό και έπειτα, προβλέπονται από τον νόμο περιοριστικά και αποκλειστικά πολύ συγκεκριμένοι λόγοι, για τους οποίους θα μπορούσε να θιγεί το κύρος του μετασχηματισμού¹⁶⁹.

Συγκεκριμένα, ένας από τους λόγους που επηρεάζουν το κύρος της συγχώνευσης είναι η περίπτωση κατά την οποία είτε δεν εγκρίθηκε η συγχώνευση από τη γενική συνέλευση ή την συνέλευση των εταίρων κατά περίπτωση είτε η απόφαση αυτή είναι ανυπόστατη, άκυρη ή ακόμα και ακυρώσιμη¹⁷⁰. Εφόσον πρόκειται για άκυρη ή ακυρώσιμη απόφαση, αυτό θα κριθεί βάσει των εφαρμοστέων διατάξεων ανάλογα με τον εκάστοτε εταιρικό τύπο.

Περαιτέρω, τόσο στο προϊσχύσαν νομοθετικό πλαίσιο όσο και στον Ν. 4601/2019 η μη δίκαιη σχέση ανταλλαγής μεταξύ των μετοχών ή των εταιρικών μεριδίων δεν αποτελεί λόγο για να θιγεί το κύρος της συγχώνευσης. Αντιθέτως, για την περίπτωση αυτή διασφαλίζεται το δικαίωμα για αξίωση αποζημίωσης, το οποίο ικανοποιείται με την καταβολή μετρητών. Το ποσό αυτό υπολογίζεται βάσει αυτού που θα επιδικαζόταν εάν μπορούσε να κινηθεί η δικαστική διαδικασία. Το δικαίωμα αυτό υπόκειται σε δωδεκάμηνη (12) παραγραφή, η οποία εκκινεί από τη δημοσίευση της συγχώνευσης στο Γ.Ε.ΜΗ.¹⁷¹.

Επιπλέον, το νέο νομικό καθεστώς προβλέπει μεγαλύτερη προστασία αναφορικά με τη διασφάλιση του κύρους των εταιρικών μετασχηματισμών¹⁷². Αυτό επαληθεύεται από την ύπαρξη ορισμένων διατάξεων που διατηρούν ακέραιη τη νομική ισχύ της συγχώνευσης, ακόμα και στην περίπτωση που πάσχει ακυρότητας επειδή η απόφαση της γενικής συνέλευσης για την έγκριση είναι άκυρη ή ακυρώσιμη. Συγκεκριμένα, υπάρχει η δυνατότητα να μην κηρυχθεί άκυρη η συγχώνευση και να διασφαλίσει το κύρος της εφόσον ο λόγος ακυρότητας ή ακυρωσίας εξαλειφθεί μέχρι τον χρόνο

¹⁶⁹ Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020, σελ. 208

¹⁷⁰ ΜΠρωτΑθ 356/209, <https://lawdb.intrasoftnet.com> (NOMOS)

¹⁷¹ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 66 επ.

¹⁷² Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 64

συζήτησης της σχετικής αίτησης για την κήρυξη της ακυρότητας της διαδικασίας. Παράλληλα, και το ίδιο το δικαστήριο μπορεί να τάξει κάποια εύλογη προθεσμία προκειμένου να εξαλειφθεί ο λόγος ακυρότητας ή ακυρωσίας. Μια ακόμη εξουσία που παρέχεται στο δικαστήριο είναι η δυνατότητα να διασώσει το κύρος της συγχώνευσης, εφόσον κρίνει πως η κήρυξη της ακυρότητας θα έχει ως συνέπεια πολύ βαρύτερα αποτελέσματα σε σύγκριση με το ελάττωμα από το οποίο πάσχει. Ταυτόχρονα, με τη διάσωση του κύρους της συγχώνευσης, οι μέτοχοι ή οι εταίροι που αιτήθηκαν την κήρυξη της ακυρότητας δικαιούνται να ασκήσουν αξίωση για χρηματική αποζημίωση μέσα σε αποκλειστική προθεσμία ενός (1) έτους από το αμετάκλητο της δικαστικής απόφασης που διέσωσε το κύρος του μετασχηματισμού. Την ίδια αξίωση, βέβαια, έχουν και οι μέτοχοι ή οι εταίροι που δεν κατάφεραν να ασκήσουν την αίτηση για κήρυξη της ακυρότητας του μετασχηματισμού επειδή δεν συγκέντρωσαν το απαραίτητο ποσοστό μετοχών ή εταιρικών μεριδίων.

Εξάλλου, η προσπάθεια διατήρησης του κύρους της συγχώνευσης γίνεται ακόμη πιο φανερή στην περίπτωση που πρόκειται για εταιρεία με μετοχές που είναι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά ή και σε Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης. Σε αυτή την περίπτωση, γεννάται μόνο αξίωση αποζημίωσης για τους μετόχους κατά της απορροφώσας εταιρείας, ενώ το ελάττωμα της ακυρότητας ή της ακυρωσίας της απόφασης της γενικής συνέλευσης για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης δεν θίγει το κύρος της¹⁷³.

Εάν η απόφαση της γενικής συνέλευσης πάσχει ακυρότητας, κάθε μέτοχος ή εταίρος των εταιρειών που συγχωνεύτηκαν, εφόσον δεν έλαβε μέρος στην λήψη της απόφασης ή εφόσον συμμετείχε αλλά αντιτάχθηκε σε αυτήν, μπορεί να υποβάλει αίτηση μέσα σε τρεις (3) μήνες από τότε που καταχωρήθηκε η συγχώνευση στο Γ.Ε.ΜΗ.. Η ίδια αίτηση μπορεί να υποβληθεί και από τους πιστωτές που έχουν έννομο συμφέρον εάν η απόφαση για την έγκριση της συγχώνευσης είναι άκυρη ή εάν παραλείφθηκε εντελώς αυτό το στάδιο και δεν λήφθηκε κάποια απόφαση για την έγκριση της συγχώνευσης.

Αντιθέτως, στην περίπτωση που η απόφαση πάσχει ακυρωσίας, δικαιούνται να υποβάλουν αίτηση μόνο οι μέτοχοι ή οι εταίροι των εταιρειών με ποσοστό εκπροσώπησης τουλάχιστον το 1/20 του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων που παρέχουν και δικαίωμα ψήφου, εφόσον δεν έλαβαν μέρος στη συνέλευση για την έγκριση της συγχώνευσης ή εφόσον αντιτάχθηκαν σε αυτήν¹⁷⁴.

Η διαδικασία που ακολουθείται για την εκδίκαση της υπόθεσης είναι αυτή της εκούσιας δικαιοδοσίας, ενώ η αίτηση που έχει υποβληθεί για την κήρυξη της ακυρότητας της συγχώνευσης δημοσιεύεται στη μερίδα της απορροφώσας εταιρείας στο Γ.Ε.ΜΗ.¹⁷⁵.

¹⁷³ Παναγιώτου Π., «Το δίκαιο των μετασχηματισμών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2021, σελ.

178 επ.

¹⁷⁴ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 65

¹⁷⁵ Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 66

Στη μερίδα της εταιρείας στο Γ.Ε.ΜΗ. δημοσιεύεται και η απόφαση που κηρύσσει την ακυρότητα της συγχώνευσης και, επιπλέον, κατά αυτής της απόφασης μπορεί να ασκηθεί τριτανακοπή εντός τριών (3) μηνών από την ανωτέρω δημοσίευση.

Ο νόμος δεν έχει προβλέψει ρητά τις συνέπειες που έχει η κήρυξη της ακυρότητας της συγχώνευσης. Ωστόσο, έχει υποστηριχθεί πως τα αποτελέσματα έχουν αναδρομική ισχύ και, συνεπώς, υπάρχει επαναφορά της έννομης κατάστασης που δημιουργήθηκε στην προ της συγχωνεύσεως κατάσταση με την αναβίωση των απορροφώμενων εταιρειών¹⁷⁶. Περαιτέρω, ο νόμος καθιστά σαφές πως οι τρίτοι που έχουν συναλλαχθεί με την απορροφώσα εταιρεία μετά τη δημοσίευση της συγχώνευσης στο Γ.Ε.ΜΗ. και πριν την δημοσίευση της απόφασης που την κηρύσσει άκυρη προστατεύονται και απέναντί τους ευθύνονται εις ολόκληρον τόσο οι απορροφώμενες εταιρείες που αναβιώνουν όσο και η απορροφώσα.

Τέλος, ο Ν. 4601/2019 εισήγαγε σημαντική καινοτομία αναφορικά με τον προληπτικό έλεγχο νομιμότητας εάν αυτός είναι ελαττωματικός. Συγκεκριμένα, μετά την καταχώριση της συγχώνευσης στο Γ.Ε.ΜΗ., το κύρος της δεν μπορεί να θιγεί στην περίπτωση που οι πράξεις της διοίκησης που αφορούν τον έλεγχο νομιμότητάς της είναι ελαττωματικές. Ακόμη, δηλαδή, και στην περίπτωση που με δικαστική απόφαση κηρυχθεί μια τέτοια διοικητική πράξη έγκρισης της συγχώνευσης άκυρη, αυτό δεν επιφέρει συνέπειες στην ισχύ και το κύρος της συγχώνευσης, η οποία εξακολουθεί να παράγει κανονικά τα αποτελέσματά της. Εξασφαλίζεται, βέβαια, δικαίωμα αποζημίωσης για εκείνον που αιτήθηκε την ακύρωση της προαναφερθείσας διοικητικής πράξης¹⁷⁷.

6. ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ

Sarantis Group

Σε πρακτικό επίπεδο, υπάρχουν πολλές περιπτώσεις εταιρικών μετασχηματισμών, μέσα από τις οποίες η θεωρία γίνεται πράξη. Στην παρούσα εργασία, κρίθηκε σκόπιμο να εξεταστεί μια περίπτωση διασυνοριακής συγχώνευσης, η οποία, αν και δεν εφαρμόζει τον Ν. 4601/2019 που αναπτύχθηκε ανωτέρω, εντούτοις θέτει ζητήματα υπερεθνικής συνένωσης εταιρειών και μια γενική εικόνα της διαδικασίας συγχώνευσης στην Ελλάδα, δεδομένου πως οι διατάξεις του Ν. 3777/2009 και του Ν. 4601/2019 προσιδιάζουν μεταξύ τους, ειδικά ως προς το διαδικαστικό κομμάτι, ενώ σε ορισμένα σημεία αλληλοσυμπληρώνονται. Συνεπώς, δίνει μια ιδιαίτερα χρήσιμη εικόνα της διαδικασίας, ενώ εξετάζονται και οι εταιρικοί μετασχηματισμοί, εκτός του στενού πλαισίου της χώρας μας.

¹⁷⁶ Ρόκας Ν. Κ., «Εμπορικές Εταιρίες», Εκδόσεις Σάκκουλα Α.Ε., Αθήνα, 2019, σελ. 622

¹⁷⁷ Διακόπουλος Δ., «Εισαγωγή στο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών-Μία συνοπτική παρουσίαση του νόμου», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ.685 επ.

I. Ιστορικό

Η ελληνική ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία «ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ, ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ, ΟΙΚΙΑΚΩΝ ΚΑΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ» και το διακριτικό τίτλο «ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.» ιδρύθηκε στην Αθήνα το 1964 και αποτελεί τη μητρική εταιρεία του Ομίλου Σαράντη (εφεξής η «ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.»). Η ιστορία, ωστόσο, της εταιρείας ξεκινάει ακόμη νωρίτερα, όταν το 1930 ο παππούς των αδελφών Γρηγόρη και Κυριάκου Σαράντη ίδρυσε το πρώτο κατάστημα στην Κωνσταντινούπολη, το οποίο ασχολήθηκε με το εμπόριο καλλυντικών. Ωστόσο, τα γεγονότα που έλαβαν χώρα αργότερα στην Κωνσταντινούπολη οδήγησαν την οικογένεια στην Ελλάδα το 1958¹⁷⁸.

Το 1965 δημιουργήθηκαν οι πρώτες εγκαταστάσεις στην Ελλάδα για την παραγωγή των ιδιοπαραγόμενων καλλυντικών προϊόντων, ενώ τη δεκαετία 1970 – 1980 η εταιρεία προχωράει σε συνεργασίες διανομής με ηγετικές διεθνείς εταιρείες καλλυντικών, συμπεριλαμβανομένης της Estee Lauder Companies. Παράλληλα, η εταιρεία προχώρησε και σε εξαγορές εταιρειών καταναλωτικών προϊόντων στην Ελλάδα, γεγονός που ενίσχυσε ακόμη περισσότερο την θέση της στο εμπόριο καλλυντικών προϊόντων στη χώρα. Ύστερα, το 1994 η εταιρεία εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οπότε και σηματοδοτήθηκε η νέα εποχή για την εταιρεία και τον Όμιλο γενικότερα, καθώς και η συνεχώς ανοδική πορεία της. Τα επόμενα χρόνια, ήτοι από το 1994 έως το 2000, η εταιρεία προχώρησε σε περαιτέρω εξαγορές εταιρειών καταναλωτικών προϊόντων στην Ελλάδα, αλλά και στην επέκταση της εταιρείας στην Ανατολική Ευρώπη μέσω ίδρυσης θυγατρικών σε Βουλγαρία, Ρουμανία, Σερβία και Πολωνία. Το 1999, η εταιρεία δημιούργησε ένα καινούριο εργοστάσιο παραγωγής, αποθηκευτικούς χώρους, καθώς και κέντρο διανομής στην Ελλάδα¹⁷⁹.

Το 2001 – 2002, η εταιρεία προχώρησε σε συμμαχία με την Estee Lauder JV μέσω της δημιουργίας κοινοπραξίας, ενώ το 2002 εξαγόρασε την πολωνική εταιρεία Pack Plast και ίδρυσε τη θυγατρική της εταιρείας στην Τσεχία. Το έτος 2006 ιδρύθηκε η θυγατρική στην Ουγγαρία και τα έτη 2006 – 2012 η εταιρεία εξαγόρασε περαιτέρω εταιρείες σε Ρουμανία, Ουγγαρία, Πολωνία και Σερβία. Παράλληλα, συνήψε συμφωνίες αποκλειστικής διανομής με την εταιρεία CONTER SPA – SODALIS GROUP, αλλά και με την εταιρεία LA PRAIRIE στην Ελλάδα, ενώ το 2012 ίδρυσε την θυγατρική στη Βοσνία - Ερζεγοβίνη¹⁸⁰.

Τα επόμενα χρόνια, που αποτελούν και τη σύγχρονη ιστορία της εταιρείας, η εταιρεία εξαγόρασε περαιτέρω ελληνικά και ξένα brands στην Ελλάδα και το εξωτερικό, ίδρυσε

¹⁷⁸ <https://www.sarantisgroup.com>

¹⁷⁹ <https://www.sarantisgroup.com>

¹⁸⁰ <https://www.sarantisgroup.com>

θυγατρικές σε Πορτογαλία και Σλοβακία, συνήψε περισσότερες συμφωνίες διανομής προϊόντων, αλλά και επέκτεινε τη συμφωνία συμμετοχής με την The Estee Lauder Companies Inc. Τα πιο πρόσφατα σημεία – σταθμοί στην ιστορία της εταιρείας, είναι η συμφωνία με την Unilever Asia για τη διανομή του Fissan στην Ελλάδα, καθώς και η εξαγορά της πολωνικής εταιρείας Stella Pack.

Όπως προκύπτει από τα ανωτέρω, η ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. αποτελεί πολυεθνική εταιρεία καταναλωτικών προϊόντων, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η οποία δραστηριοποιείται κυρίως στην παραγωγή και εμπορία καλλυντικών προϊόντων, προϊόντων προσωπικής περιποίησης, υγείας και φροντίδας, ενδυμάτων και προϊόντων οικιακής φροντίδας.

Από την άλλη πλευρά, η κυπριακή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης με την επωνυμία “GR SARANTIS CYPRUS LIMITED” αποτελεί κατά ποσοστό 100% θυγατρική εταιρεία της εταιρείας ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε., και δραστηριοποιείται στον ίδιο τομέα με τη μητρική εταιρεία. Η GR SARANTIS CYPRUS LIMITED εμφανίζεται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε., ενώ η μητρική μέσω της κυπριακής θυγατρικής είχε προχωρήσει σε αρκετές εταιρικές συναλλαγές.

Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. και GR SARANTIS CYPRUS LIMITED αποφάσισαν την 26.09.2019 την έναρξη των διαδικασιών για τη διασυννοριακή συγχώνευση των εταιρειών με απορρόφηση της 100% θυγατρικής από τη μητρική εταιρεία, ήτοι με απορρόφηση της GR SARANTIS CYPRUS LIMITED (απορροφώμενη εταιρεία) από την ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (απορροφώσα εταιρεία). Η συγχώνευση αυτή θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 3777/2009, τα άρθρα 7 – 21 και 30 – 35 του Ν. 4601/2019, καθώς πρόκειται για απορρόφηση 100% θυγατρικής, τις διατάξεις του άρθρου 54 του Ν. 4172/2013 για τις φορολογικές διευκολύνσεις και απαλλαγές που προβλέπονται, και τα άρθρα 201Θ – 201ΚΖ του Περί Εταιρειών νόμου της Κυπριακής Δημοκρατίας. Επιπλέον, ως ημερομηνία της λογιστικής κατάστασης της απορροφώμενης εταιρείας τέθηκε η 31.07.2019.

II. Αιτιολόγηση της διασυννοριακής συγχώνευσης

Όπως προκύπτει τόσο από το κοινό σχέδιο διασυννοριακής συγχώνευσης που κατήρτισαν από κοινού τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών, όσο και από την επεξηγηματική έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου προς τη Γενική Συνέλευση της απορροφώσας εταιρείας¹⁸¹, ένας από τους κύριους στόχους της μητρικής εταιρείας είναι η αποτελεσματική οργανωτική διάρθρωση του Ομίλου, αλλά και η αποτελεσματική διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Πράγματι, λαμβάνοντας υπόψη ότι η εταιρεία ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. αποτελεί τη μητρική εταιρεία του Ομίλου, με ισχυρή παρουσία μέσω θυγατρικών σε άλλες χώρες

¹⁸¹ <https://www.businessregistry.gr/publicity>

και με δραστηριοποίηση στον τομέα της παραγωγής και εμπορίας καλλυντικών προϊόντων και υγιεινής και οικιακής φροντίδας, καθώς και ότι η εταιρεία GR SARANTIS CYPRUS LIMITED αποτελεί κατά 100% θυγατρική της πρώτης, τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών έκριναν πως η εν λόγω διασυνοριακή συγχώνευση θα επιτύχει μια σειρά από στόχους.

Συγκεκριμένα, ο Όμιλος, επιθυμώντας να διατηρήσει την ηγετική του θέση στον τομέα, αλλά και να ενισχύσει την ανταγωνιστική παρουσία του στον χώρο, μέσω της αποτελεσματικής οργανωτικής διάρθρωσης και της αποτελεσματικής διαδικασίας λήψης αποφάσεων σε όλα τα κλιμάκια ευθύνης και τις κατά τόπους δικαιοδοσίες, μέσω της συγχώνευσης επιχείρησε να διασφαλίσει αυτή την αποτελεσματικότερη οργανωτική διάρθρωση και δομή, με την ενοποίηση των εταιρικών στρωμάτων, τα οποία βρίσκονταν στο ίδιο επίπεδο αναφορικά με τις συγχωνευόμενες εταιρείες.

Επιπλέον, μέσω της συγχώνευσης με απορρόφηση της θυγατρικής από τη μητρική επιδιώχθηκε η επαύξηση της λειτουργικότητας των διοικητικών δομών του Ομίλου, με περαιτέρω αποτέλεσμα την πιο δυναμική ροή τόσο των αποφάσεων όσο και της εκτέλεσης αυτών.

Τέλος, τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών εκτίμησαν ότι μέσω της διασυνοριακής αυτής συγχώνευσης, θα σημειωνόταν βελτίωση αναφορικά με τις ταμειακές ροές μεταξύ των εταιρειών του Ομίλου και με τη χρηματοοικονομική δομή του Ομίλου εν γένει.

Ενόψει των ανωτέρω, τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών αποφάσισαν ότι για την επίτευξη όλων των προαναφερθέντων στόχων, ήταν απαραίτητη η απορρόφηση της κυπριακής θυγατρικής εταιρείας από την ελληνική μητρική, προς τον στόχο μιας αποτελεσματικότερης και αποδοτικότερης οργανωτικής δομής και διάρθρωσης.

III. Διαδικασία

Το πρώτο βήμα για την πραγματοποίηση της διασυνοριακής συγχώνευσης ήταν η λήψη της απόφασης για την έναρξη των διαδικασιών από τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών. Συγκεκριμένα, στις 26.09.2019 το Διοικητικό Συμβούλιο της απορροφώσας εταιρείας, καθώς και οι Διευθυντές της απορροφώμενης αποφάσισαν την έναρξη των διαδικασιών για την απορρόφηση της GR SARANTIS CYPRUS LIMITED από την ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε., τη σύνταξη του κοινού σχεδίου διασυνοριακής συγχώνευσης από τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών, καθώς και τη σύνταξη σχετικής επεξηγηματικής έκθεσης των Διοικητικών Συμβουλίων κάθε μίας από τις εταιρείες προς τη Γενική Συνέλευση για την αιτιολόγηση και την παροχή διευκρινίσεων επί του κοινού σχεδίου.

Πράγματι, στις 25.10.2019 συντάχθηκε το κοινό σχέδιο διασυνοριακής συγχώνευσης, αλλά και οι εκθέσεις των Διοικητικών Συμβουλίων¹⁸², ενώ την ίδια μέρα λήφθηκαν και οι αποφάσεις των Διοικητικών Συμβουλίων για κάθε μία από τις εταιρείες για την έγκριση των ανωτέρω, ήτοι του κοινού σχεδίου και της επεξηγηματικής έκθεσης.

Σημειώνεται πως, λόγω της σχέσης των εταιρειών μεταξύ τους, δηλαδή μητρική – θυγατρική, δεν ήταν απαραίτητο να εξεταστεί ούτε το κοινό σχέδιο ούτε οιαδήποτε πτυχή της διασυνοριακής συγχώνευσης από ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες και να συνταχθεί σχετική έκθεση, σύμφωνα με το άρθρο 13 του Ν. 3777/2009 και το άρθρο 201KB ΚΕΦ. 113 του Περί Εταιρειών νόμου της Κυπριακής Δημοκρατίας. Επιπλέον, δεν ήταν απαραίτητη ούτε η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της απορροφώμενης εταιρείας από ορκωτό ελεγκτή – λογιστή ή ελεγκτική εταιρεία, σύμφωνα με τα άρθρα 13 του Ν. 3777/2009, 35 του Ν. 4601/2019 και 54 του Ν. 4172/2013.

Στη συνέχεια, με τις από 09.12.2019 αποφάσεις των Γενικών Συνελεύσεων των εταιρειών, εγκρίθηκε τόσο το κοινό σχέδιο διασυνοριακής συγχώνευσης όσο και η επεξηγηματική έκθεση των Διοικητικών Συμβουλίων προς τη Γενική Συνέλευση κάθε μίας από τις εταιρείες. Σημειώνεται σε αυτό το σημείο πως όλα τα απαραίτητα έγγραφα, ήτοι το κοινό σχέδιο, η επεξηγηματική έκθεση, καθώς και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών είχαν τεθεί στη διάθεση των μετόχων κάθε μίας από τις εταιρείες σύμφωνα με τις προθεσμίες που ορίζονται στο νόμο. Κατόπιν, συντάχθηκε η συμβολαιογραφική πράξη διασυνοριακής συγχώνευσης, στην οποία αποτυπώθηκαν οι όροι και τα στοιχεία της διασυνοριακής συγχώνευσης, αλλά και η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της απορροφώμενης εταιρείας στην απορροφώσα, σύμφωνα με τους κανόνες της καθολικής διαδοχής, συνεπεία της εφαρμογής των διατάξεων του Ν. 3777/2019 και του Ν. 4601/2019.

Παράλληλα, εκδόθηκε στις 02.12.2019 πιστοποιητικό από την αρμόδια αρχή της Κύπρου, ήτοι τον Έφορο Εταιρειών και Διανοητικής Ιδιοκτησίας, σύμφωνα με το οποίο βεβαιώθηκε η ορθή και σύννομη εκτέλεση όλων των απαραίτητων διαδικασιών για την ολοκλήρωση της διασυνοριακής συγχώνευσης, σύμφωνα με τον Περί Εταιρειών νόμο της Κυπριακής Δημοκρατίας.

Στη συνέχεια, η συμβολαιογραφική πράξη, μαζί με τις αποφάσεις των Διοικητικών Συμβουλίων και των Γενικών Συνελεύσεων αμφότερων των εταιρειών, καθώς και με το πιστοποιητικό που εκδόθηκε από την αρμόδια αρχή της Κύπρου, κατατέθηκαν προς έγκριση στην αρμόδια αρχή του Υπουργείου Ανάπτυξης και Επενδύσεων, ήτοι στο Τμήμα Β' της Διεύθυνσης Εταιρειών της Γενικής Διεύθυνσης Αγοράς της Γενικής Γραμματείας Εμπορίου & Προστασίας Καταναλωτή. Η ανωτέρω αρχή ήταν αρμόδια για την τελική έγκριση, διότι η απορροφώσα ήταν ημεδαπή, είχε δηλαδή την έδρα της στην Ελλάδα και, επομένως, θα συνέχιζε κανονικά τη δραστηριότητά της στην χώρα.

¹⁸² <https://www.businessregistry.gr/publicity>

Διευκρινίζεται, πως δεν ήταν απαραίτητη η γνωστοποίηση της συγχώνευσης στην Επιτροπή Ανταγωνισμού, καθώς επρόκειτο για συγχώνευση μητρικής – θυγατρικής. Κατόπιν της εγκρίσεως από την αρμόδια αρχή στην Ελλάδα, δημοσιεύθηκε η σχετική ανακοίνωση του Γ.Ε.ΜΗ. στη μερίδα της μητρικής εταιρείας, που ήταν και η απορροφώσα, τηρουμένων με αυτόν τον τρόπο όλων των απαραίτητων διατυπώσεων δημοσιότητας.

Αναφορικά με την έναρξη των αποτελεσμάτων, από την επόμενη μέρα της λογιστικής κατάστασης της απορροφώμενης εταιρείας, ήτοι από 01.08.2019, θεωρείται λογιστικά ότι όλες οι πράξεις της απορροφώμενης εταιρείας γίνονται για λογαριασμό της απορροφώσας και θα εγγραφούν στην αντίστοιχη λογιστική κατάσταση της απορροφώσας, ως ενεργούμενες από αυτήν, υπό την αίρεση της τελικής έγκρισης της διασυννοριακής συγχώνευσης.

Τέλος, η ολοκλήρωση της διασυννοριακής συγχώνευσης των εταιρειών γνωστοποιήθηκε με σχετική ανακοίνωση και στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών, δεδομένου πως η μητρική εταιρεία είναι εισηγμένη προς διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ.

IV. Οικονομικά Στοιχεία – Αποτελέσματα

Στο κοινό σχέδιο διασυννοριακής συγχώνευσης αποτυπώθηκαν και τα μετοχικά κεφάλαια των δύο εταιρειών¹⁸³. Της μεν μητρικής εταιρείας το κεφάλαιο ανερχόταν στο ποσό των ευρώ πενήντα τεσσάρων εκατομμυρίων πεντακοσίων τεσσάρων χιλιάδων τετρακοσίων τριάντα επτά και πενήντα δύο λεπτών (€ 54.504.437,52), διαιρούμενο σε εξήντα εννέα εκατομμύρια οκτακόσιες εβδομήντα επτά χιλιάδες τετρακόσιες ογδόντα τέσσερις μετοχές (69.877.484) ονομαστικής αξίας εβδομήντα οκτώ λεπτών του ευρώ (€ 0,78) η κάθε μία. Της δε θυγατρικής το ονομαστικό μετοχικό κεφάλαιο ανερχόταν στο ποσό των ευρώ δέκα οκτώ χιλιάδων τετρακοσίων πενήντα δύο (€ 18.452), διαιρούμενο σε δέκα οκτώ χιλιάδες τετρακόσιες πενήντα δύο μετοχές (18.452) ονομαστικής αξίας ενός ευρώ (€ 1,00) η κάθε μία, με το εκδοθέν και πληρωθέν κεφάλαιο να ανέρχεται στο ποσό των δέκα οκτώ χιλιάδων τετρακοσίων σαράντα οκτώ (€ 18.448), διαιρούμενο σε δέκα οκτώ χιλιάδες τετρακόσιες σαράντα οκτώ μετοχές (18.448) ονομαστικής αξίας ενός ευρώ (€ 1,00) η κάθε μία.

Δεδομένης της σχέσης μεταξύ των εταιρειών, δεν υπήρξε σχέση ανταλλαγής μετοχών, όπως θα γινόταν σε άλλη περίπτωση. Συγκεκριμένα, εάν δεν επρόκειτο για σχέση μητρικής – θυγατρικής, οι μέτοχοι της απορροφώμενης εταιρείας θα λάμβαναν μετοχές της απορροφώσας κατά τον λόγο της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο της απορροφώμενης και μέσω αυτών των μετοχών θα αποκτούσαν τα ίδια δικαιώματα και τις υποχρεώσεις με αυτά των μετόχων της απορροφώσας. Ωστόσο, λόγω του ότι η ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. κατείχε το 100% των μετοχών της GR SARANTIS CYPRUS LIMITED, ήτοι δέκα οκτώ χιλιάδες τετρακόσιες σαράντα οκτώ μετοχές (18.448) ονομαστικής αξίας ενός ευρώ (€ 1,00) η κάθε μία, δεν θα γινόταν καταβολή μετρητών

¹⁸³ <https://www.businessregistry.gr/publicity>

ούτε έκδοση μετοχών της απορροφώσας και, συνεπώς, το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας έμεινε αμετάβλητο, όπως και η μετοχική της σύνθεση. Αυτό σημαίνει πως το κεφάλαιο της ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε., μετά τη διασυνοριακή συγχώνευση με απορρόφηση της θυγατρικής GR SARANTIS CYPRUS LIMITED παρέμεινε στο ποσό των ευρώ πενήντα τεσσάρων εκατομμυρίων πεντακοσίων τεσσάρων χιλιάδων τετρακοσίων τριάντα επτά και πενήντα δύο λεπτών (€ 54.504.437,52), διαιρούμενο σε εξήντα εννέα εκατομμύρια οκτακόσιες εβδομήντα επτά χιλιάδες τετρακόσιες ογδόντα τέσσερις μετοχές (69.877.484) ονομαστικής αξίας εβδομήντα οκτώ λεπτών του ευρώ (€ 0,78) η κάθε μία.

Με την ολοκλήρωση της διασυνοριακής συγχώνευσης, η απορροφώμενη εταιρεία μεταβίβασε το σύνολο του ενεργητικού και του παθητικού της στην απορροφώσα, βάσει της περιουσιακής της κατάστασης όπως αυτή είχε αποτυπωθεί στην από 31.07.2019 λογιστική κατάσταση, και όπως διαμορφώθηκε μέχρι την ολοκλήρωση της διαδικασίας της διασυνοριακής συγχώνευσης, ήτοι μέχρι τις 30.12.2019, οπότε και δημοσιεύθηκε η εγκριτική απόφαση από την αρμόδια ελληνική αρχή.

Επιπλέον, η απορροφώμενη εταιρεία μεταβίβασε στην απορροφώσα κάθε άλλο δικαίωμα και υποχρέωση, καθώς και οιοδήποτε άυλο αγαθό, αξίωση, έννομη σχέση, δικαίωμα ή περιουσιακό στοιχείο διέθετε, ακόμη και εάν δεν αποτυπωνόταν στην από 31.07.2019 λογιστική κατάσταση για οποιονδήποτε λόγο, αλλά και τυχόν άδειες που της είχαν χορηγηθεί από αρχές. Κατά συνέπεια, η απορροφώσα εταιρεία κατέστη μοναδική κυρία, νομέας, δικαιούχος και κάτοχος του συνόλου της περιουσιακής κατάστασης της απορροφώμενης, συμπεριλαμβανομένων όλων των ανωτέρω στοιχείων. Επιπρόσθετα, ως προελέχθη, όλες οι πράξεις από την 01.08.2019 έως την τελική έγκριση της διασυνοριακής συγχώνευσης, θεωρήθηκε πως έχουν γίνει από την απορροφώσα εταιρεία, και τα οικονομικά αποτελέσματα αυτών ωφέλησαν και βάρυναν την απορροφώσα.

Αναφορικά με τους εργαζομένους των εταιρειών, η μεν απορροφώμενη εταιρεία δεν απασχολούσε προσωπικό, ενώ οι εργασιακές σχέσεις μεταξύ της απορροφώσας και του προσωπικού της δεν επηρεάστηκαν και συνέχισαν να παράγουν κανονικά τα έννομα αποτελέσματά τους.

Επομένως, από την ολοκλήρωση της διασυνοριακής συγχώνευσης των δύο εταιρειών με την δημοσίευση της σχετικής ανακοίνωσης στη μερίδα της απορροφώσας στο Γ.Ε.ΜΗ., η εταιρεία ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. υποκαταστάθηκε αυτοδικαίως και πλήρως στο σύνολο των δικαιωμάτων, εννόμων σχέσεων και υποχρεώσεων της θυγατρικής της GR SARANTIS CYPRUS LIMITED, σύμφωνα με τους κανόνες για την καθολική διαδοχή, ενώ τυχόν δίκες της απορροφώμενης εταιρείας συνεχίστηκαν από την απορροφώσα αυτοδικαίως και χωρίς διακοπή ή τήρηση οιασδήποτε περαιτέρω διατύπωσης.

Τέλος, από την ολοκλήρωση της διασυνοριακής συγχώνευσης, η απορροφώμενη εταιρεία θεωρήθηκε αυτοδικαίως λυθείσα, διακοπτόμενης της νομικής της προσωπικότητας, και χωρίς να εισέλθει στο στάδιο της εκκαθάρισης, ως ισχύει σύμφωνα με τις διατάξεις περί εταιρικών μετασχηματισμών.

V. Συμπεράσματα

Στο κεφάλαιο αυτό αναλύθηκε η περίπτωση της απορρόφησης της θυγατρικής εταιρείας GR SARANTIS CYPRUS LIMITED από την 100% μητρική της εταιρεία ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε., η οποία στην πράξη ενσωμάτωσε όλη τη διαδικασία που αναλύθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο. Παρά το γεγονός ότι επρόκειτο για διασυνοριακή συγχώνευση και εφαρμογή του σχετικού νόμου 3777/2009, εντούτοις η διαδικασία που ακολουθήθηκε είναι παρεμφερής με αυτή του Ν. 4601/2019. Επιπλέον, οι λόγοι που οδήγησαν στη συγχώνευση αυτή και, συνεπώς, τα πλεονεκτήματα είναι μερικά από αυτά που αναλύθηκαν στο σχετικό κεφάλαιο της παρούσας εργασίας. Ως προς την τελική κρίση των αποτελεσμάτων της, εάν δηλαδή πρόκειται για μια επιτυχημένη ή αποτυχημένη συγχώνευση, αυτή εξαρτάται κυρίως από την πορεία των μετοχών την δεδομένη περίοδο αναφοράς. Σε κάθε περίπτωση, ορισμένα από τα απαραίτητα στάδια για την επιτυχημένη πορεία, όπως η σωστή αξιολόγηση των δεδομένων, ο σαφής στόχος και η συγκεκριμένη στρατηγική που επιδίωξαν, τηρήθηκαν, γεγονός που συμβάλλει στην θετική έκβαση του συγκεκριμένου μετασχηματισμού. Εξάλλου, δεν πρέπει να λησμονηθεί πως στην εν λόγω περίπτωση και δεδομένης της σχέσης των εταιρειών, ήτοι μητρική – θυγατρική, κάποια άλλα από τα απαραίτητα στοιχεία που θα μπορούσαν να επηρεάσουν αρνητικά την πορεία της συγχώνευσης, εξέλιπαν εξ ορισμού, ενδεικτικά η αβεβαιότητα των εργαζομένων της απορροφώμενης εταιρείας, η αλαζονική στάση των διευθυντικών στελεχών, η εταιρική κουλτούρα, αλλά και η ανασφάλεια της νέας αγοράς, καθώς η μητρική γνώριζε ήδη την αγορά στην οποία δραστηριοποιούταν η θυγατρική της.

Συμπερασματικά, η συγκεκριμένη περίπτωση ενδέχεται να μην αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα ως προς την επιτυχία ή την αποτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς αρκετοί παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία ή την αποτυχία μιας συγχώνευσης δεν υφίσταντο στην εν λόγω συγχώνευση. Ωστόσο, αποτελεί ένα χρήσιμο παράδειγμα για την ενσωμάτωση στην πράξη των οικείων διατάξεων, καθώς και για τους λόγους που μπορεί να οδηγήσουν σε μια διασυνοριακή συγχώνευση ή εξαγορά.

7. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Με την παρούσα εργασία επιδιώχθηκε να αναφερθούν τα κύρια στοιχεία που συνθέτουν το ιδιαίτερα περίπλοκο και πολύπλευρο θέμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το πεδίο αυτού του ζητήματος είναι ιδιαιτέρως ευρύ και δεν μπορεί να περιοριστεί σε μια επισκόπηση, καθώς απασχολεί περισσότερους επιστημονικούς τομείς, συμπεριλαμβανομένης της οικονομικής και της νομικής επιστήμης.

Η ιστορία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι μακροχρόνια και έχει περάσει από πολλά στάδια και φάσεις, κάθε ένα από τα οποία έχει συνθέσει ένα κομμάτι από τον κλάδο αυτό σήμερα. Είναι γεγονός πως η ανάγκη για ενίσχυση της ανταγωνιστικής θέσης μιας επιχείρησης και η δημιουργία οικονομικής ευημερίας αποτελούν τους πρωταρχικούς ίσως στόχους κάθε επιχειρηματία και εν γένει κάθε προσώπου, φυσικού ή νομικού, που δραστηριοποιείται επιχειρηματικά σε οιονδήποτε τομέα. Ωστόσο, οι προαναφερθέντες στόχοι δεν είναι πάντοτε δυνατόν να επιτευχθούν μέσα στα όρια ενός μόνο οργανισμού άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας. Ως εκ τούτου, η προσφυγή σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, αλλά και σε οποιονδήποτε εταιρικό μετασχηματισμό, αποτελεί μια εναλλακτική, ή ακόμη και την πρώτη επιλογή, προκειμένου να ενισχυθεί η θέση και η επιρροή μιας εταιρείας στην αγορά και δη στον τομέα που δραστηριοποιείται. Εντούτοις, οι λόγοι που μπορεί να οδηγήσουν μια επιχείρηση στη λήψη αυτής της απόφασης είναι, ως αναλύθηκε στο οικείο κεφάλαιο, περισσότεροι και ο καθένας εξυπηρετεί ένα διαφορετικό σκοπό που επιδιώκεται μέσα από μια συγχώνευση ή εξαγορά. Πρόκειται για μια σημαντικότερη απόφαση στρατηγικής, η οποία λαμβάνεται σε επιχειρησιακό επίπεδο, και η οποία μπορεί να αποφέρει πολλαπλά οφέλη ή, από την άλλη, ανεπανόρθωτη ζημία.

Πράγματι, πριν από τη λήψη της σχετικής απόφασης, θα πρέπει να εκτιμηθούν και να συνυπολογισθούν πλείονες παράγοντες, δεδομένης της πολύπλοκης φύσης της διαδικασίας και των πιθανών επιπτώσεων, αλλά και των πολλών μορφών που μπορεί να λάβει ένας μετασχηματισμός. Στη συνέχεια, η υλοποίηση της απόφασης θα πρέπει να γίνεται με πολύ προσεκτικό και μεθοδικό τρόπο, σταθμίζοντας όλους τους παράγοντες, οι οποίοι μπορεί να επηρεάσουν την επιτυχία ή την αποτυχία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι ο ανθρώπινος παράγοντας σε όλες τις προεκτάσεις του, ενδεικτικά αναφερομένων της ομαλής ενσωμάτωσης των εργαζομένων στο νέο μόρφωμα, της υιοθέτησης κοινής εταιρικής κουλτούρας και της διασφάλισης της θέσης των υψηλά ιστάμενων στελεχών, προκειμένου να διατηρήσουν το αίσθημα της ευθύνης καθ' όλη τη διάρκεια υλοποίησης της συγχώνευσης.

Ωστόσο, ακόμη και εάν η απόφαση για την υλοποίηση της συγχώνευσης έχει ληφθεί κατόπιν προσεκτικής εξέτασης και αξιολόγησης όλων των παραγόντων και η υλοποίηση έχει πραγματοποιηθεί με μεθοδικό τρόπο, η επιτυχία της συγχώνευσης ή της εξαγοράς δεν είναι εξασφαλισμένη. Για τα αποτελέσματα ενός μετασχηματισμού, υπάρχουν αρκετοί εξωτερικοί παράγοντες που παίζουν ρόλο και θα μπορούσαν να

καθορίσουν την πορεία του, μεταξύ άλλων οι συνθήκες των καταναλωτών, αλλά και η ανταπόκριση των ανταγωνιστών στον επικείμενο μετασχηματισμό.

Αναφορικά με το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τους μετασχηματισμούς, το 2019, με την ψήφιση του νόμου 4601/2019, υλοποιήθηκε η πολύ σημαντική προσπάθεια που σμιλευόταν επί χρόνια για την καθιέρωση ενός ενιαίου νομικού πλαισίου περί του δικαίου των εταιρικών μετασχηματισμών. Ο εν λόγω νόμος έθεσε ορισμένες κοινές βάσεις για όλες τις μορφές που προβλέπονται σε αυτόν, εξειδίκευσε όπου ήταν απαραίτητο τις ρυθμίσεις για τις επιμέρους μορφές των μετασχηματισμών, ενώ επιπλέον δημιούργησε μια πιο ξεκάθαρη σχέση με το φορολογικό δίκαιο, περιορίζοντας τα «θολά» σημεία και τις «γκρίζες» ζώνες μεταξύ των δύο αυτών κλάδων.

Συμπερασματικά, το ζήτημα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι ιδιαίτερα πολύπλευρο και δεν εξαντλείται σε μια μόνο μελέτη. Το θέμα αυτό εκτείνεται τόσο σε οικονομικές όσο και σε νομικές πτυχές, οι οποίες με τη σειρά τους είναι επίσης πολύπλευρες. Εντούτοις, είναι αδιαμφισβήτητο πως αποτελεί ένα σημαντικότερο θέμα, το οποίο απασχολεί πρακτικά έναν πολύ μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων, δεδομένου πως περιλαμβάνεται πάντα στις υποψήφιες λύσεις, οι οποίες εξετάζονται κατά την λήψη απόφασης σε επιχειρησιακό επίπεδο. Περαιτέρω, οι εταιρικοί μετασχηματισμοί και δη οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν ιδιαίτερα κρίσιμες συνέπειες και στη γενικότερη οικονομική συγκυρία, εάν ληφθεί υπόψη το μέγεθος των επιχειρήσεων που προκύπτουν συνήθως μέσα από μια συγχώνευση ή εξαγορά. Συνεπώς, είναι αρκετά ασφαλές να σημειωθεί πως, όσο και εάν φαίνεται ανά περιόδους ότι οι συνθήκες που επικρατούν δεν ευνοούν την υλοποίηση τέτοιων ενεργειών, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές θα συνεχίσουν να βρίσκονται στο προσκήνιο και να λαμβάνουν χώρα, όπως άλλωστε συμβαίνει ήδη για πάρα πολλά χρόνια. Εξάλλου, η ευελιξία τους, δεδομένων των πολλών μορφών που μπορούν να λάβουν, βοηθάει ιδιαίτερα στην επιβίωση, αλλά και την κυριαρχία τους επί άλλων εναλλακτικών λύσεων στρατηγικής. Πρόκειται, λοιπόν, για ένα ζήτημα, το οποίο θα παραμείνει πάντοτε επίκαιρο και η μελέτη του μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα χρήσιμη.

8. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

i. Ελληνική

- Αγγελάτου Μ., «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση: Μια εμπειρική Ανάλυση», Διπλωματική Εργασία, Χανιά, 2016
- Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2019
- Αυγητίδης Δ., «Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΔΕΕ 02/2019, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη
- Γρηγοριάδης Λ., «Το δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2020
- Διακόπουλος Δ., «Εισαγωγή στο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών - Μια συνοπτική παρουσίαση του νέου νόμου», ΔΕΕ 05/2019
- Ζάντου Γ., «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Εχθρικές Εξαγορές και Μηχανισμοί Άμυνας», Διπλωματική Εργασία, Θεσσαλονίκη, 2017
- Κυριαζής Δ., «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Β' έκδοση, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα, 2016
- Μπαλής Γ., «Γενικά Αρχαί του Αστικού Δικαίου», Εκδοτικός οίκος Αφοί Π. Σάκκουλα, 1961
- Παναγιώτου Π., «Η μεταβίβαση της επιχείρησης και η ευθύνη για τα χρέη της» (Συμβολή στο δίκαιο των επιχειρήσεων), ΝοΒ, 2011
- Παναγιώτου Π., «Η συγχώνευση των επιχειρήσεων στο νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών», ΝοΒ, τόμος 67, τεύχος 6, Ιούλιος – Αύγουστος 2019
- Παναγιώτου Π., «Το δίκαιο των μετασχηματισμών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2021
- Παπαδάκης Β., «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία.», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2016
- Περάκης Ε., «Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας» Τόμος 8 Μετασχηματισμοί εταιριών, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2001
- Ρόκας Ν. Κ., «Εμπορικές Εταιρίες» Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 7η ενημερωμένη έκδοση 2012, σελ. 469
- Ρόκας Ν. Κ., «Εμπορικές Εταιρίες», Εκδόσεις Σάκκουλα Α.Ε., Αθήνα, 2019
- Σινανιώτη-Μαρούδη Α., «Εμπορικό Δίκαιο» Τόμος Ι Γενικό Μέρος, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, 2000
- Τραυλός Ν., «Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων», Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, www.hba.gr, 1993

ii. Ξενόγλωσση

- Amihud Y., Lev B., “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, *The Bell Journal of Economics* Vol. 12, No. 2, 1981
- Bethel J.E., Liebeskind J.P., “The effects of ownership structure on corporate restructuring”, *Strategic Management Journal* Vol. 14, Issue S1, 1993
- Black E.L., Carnes T.A., Jandik T., “The long-term success of cross-border mergers and acquisitions”, *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, 2001
- Chatterjee S., “Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring implications for target and bidder firms”, *Strategic Management Journal* Vol. 13, Issue 4, 1992
- DePamphilis D., “Mergers and acquisitions Basics. All You Need To Know.”, Academic Press Publications, imprint of Elsevier, 2011
- Dranove D., Shanley M., “Cost reductions or reputation enhancement as motives for mergers: The logic of multihospital systems”, *Strategic Management Journal* Vol. 16, Issue 1, 1994
- Gorzala J., “The Art of Hostile Takeover Defence”, Hamburg: IGEL Verlag GmbH, 2010
- Hadlock Ch., Houston J., Ryngaert, M., “The role of managerial incentives in bank acquisitions”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 23, 1999
- Halpern P., “Mergers and acquisitions”, *The Journal of Finance* Vol. XXXVIII, No. 2, 1983
- Healy P.M., Palepu K.C., Rubak R.S., “Does corporate performance improve after mergers?”, National Bureau of economic research, Working Paper series; NBER research program in Financial Markets and monetary economics and taxation, Working Paper No. 3348, 1990
- Kotler P., Keller K., “Marketing management”, Pearson Education Inc., 13th International edition Ch 12, 2009
- Lausberg C., Stahl T., “Motives and non-economic reasons for bank M&As”, 7th Maryland Finance Symposium on Behavioral Finance, (March 29–31, 2007), 2007
- Öberg C., Holtström J., “Are mergers and acquisitions contagious?”, *Journal of business research* Vol. 59, Issue 12, 2006
- Krugman P.R., Obstfeld M., Melitz M. J., «Διεθνής Οικονομική Θεωρία και πολιτική», 4η βελτιωμένη έκδοση, Εκδόσεις ΚΡΙΤΙΚΗ, 2016

iii. Ιστοσελίδες

- https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication2404_en.pdf
- <https://www.sarantisgroup.com>
- <https://lawdb.intrasoftnet.com> (NOMOS)
- <https://www.businessregistry.gr/publicity>