

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΩΝ

ΥΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ ΤΟΥ Δ. ΚΟΥΡΤΗΣ

ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΟ
ΕΚΔΟΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΑΘΗΝΑ

ΕΚΔΟΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2199

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Χαράλαμπος – Αιμίλιος Κ. Κούρτης

Πτυχίο Δημόσιας Διοίκησης

Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	39703
COMP.	319 ή 22352
ΤΑΞΙΝ.	658 ΚΟ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα
στη Διοίκηση των Επιχειρήσεων



00134703

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Στον πατέρα μου και τη μητέρα μου

Με ευγνωμοσύνη

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Χαράλαμπος – Αιμίλιος Κ. Κούρτης

Σημαντικοί όροι : συγκέντρωση, συγχώνευση, εξαγορά, , είδη – μορφές – κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών, συνέργεια, τύποι συναλλαγής, τρόποι συγχώνευσης, μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης και εν μέρει καθορισμού της τιμής εξαγοράς, μελλοντικά κέρδη, αναμενόμενες καθαρές ταμιακές ροές, οικονομικά κέρδη, κόστος συγχώνευσης, απορρόφηση, απορρόφηση καθολικά εξαρτημένης εταιρίας, σύσταση νέας εταιρίας, φορολογικές διευκολύνσεις και απαλλαγές, έλεγχος συγκεντρώσεων, επιτροπή ανταγωνισμού, συγκεντρώσεις κοινοτικής διάστασης, sales-driven pro-forma καταστάσεις, risk adjusted discount rate (RADR), weighted average cost of capital (r_{WACC}), the Gordon formula.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη έχει ως βασικό σκοπό να αποτελέσει μια ουσιώδη και πρακτική προσέγγιση των μεθόδων, που εφαρμόζονται στις άλλες ευρωπαϊκές χώρες και στις ΗΠΑ, για τον καθορισμό της τιμής συγχώνευσης ή εξαγοράς ανώνυμων εταιριών, έτσι ώστε να είναι δυνατή η εξαγωγή πολύτιμων συμπερασμάτων, και η πρόταση νέων τρόπων εκτίμησης της αξίας μιας υπό συγχώνευσης ή εξαγοράς ανώνυμης εταιρίας.

Η προσέγγιση αυτή στηρίζεται σε μια πληθώρα αλληλοσυνδεόμενων με αυτήν παραγόντων, και χωρίζεται σε τρία βασικά μέρη.

Το πρώτο μέρος (συμπεριλαμβανομένης και της εισαγωγής) αφιερώνεται στον οριοθέτηση των βασικών εννοιών, στην ανάλυση των μεθόδων εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης και καθορισμού της τιμής εξαγοράς της, καθώς και στην παρουσίαση εθνικών νομοθετικών ρυθμίσεων που διέπουν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ ανωνύμων επιχειρήσεων.

Στο δεύτερο μέρος, εξετάζονται τα κίνητρα και οι περιορισμοί που παρέχονται ή που υφίστανται, για την προσέλκυση ή την αποφυγή των φαινομένων συγκέντρωσης επιχειρήσεων. Αυτό, διότι δεν είναι λίγοι αυτοί που αποδίδουν μεγάλη σημασία στο ποια είναι τα φορολογικά κίνητρα που παρέχει ο νόμος προκειμένου να ισχυροποιηθούν οι επιχειρήσεις ενόψει της παγκοσμιοποίησης της αγοράς, ενώ παράλληλα αγνοούν τους κανόνες του διεθνούς δικαίου και της προστασίας του ανόθευτου ανταγωνισμού.

Τέλος, στο τρίτο μέρος της μελέτης γίνεται αρχικά μια σύντομη παρουσίαση της συγχώνευσης με απορρόφηση στην οποία προχώρησαν δύο ναυτιλιακές εταιρίες, η ANEK Α.Ε. με τη Ρεθυμνιακή Α.Ε. Στη συνέχεια, στηριζόμενοι στα στοιχεία που αναφέρθηκαν στις προηγούμενες ενότητες, γίνεται εκτίμηση της αξίας της εξαγοραζόμενης εταιρίας (της Ρεθυμνιακής Α.Ε.) με χρησιμοποίηση της μεθόδου της παρούσας αξίας των αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών μέσω της άγνωστης στη χώρα μας πειραματικής μεθόδου των pro-forma καταστάσεων και του αναλόγου κατά περίπτωση συντελεστή προεξόφλησης. Έτσι, εκπληρώνουμε τον πιο πάνω σκοπό, ενώ παρέχουμε και πρόσφορο έδαφος για πιθανές σχετικές μελέτες.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Σελίδα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ		i
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ		ii
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ		iv
ΕΙΣΑΓΩΓΗ		
i.	Γενικά	1
ii.	Η έννοια της συγχώνευσης, της εξαγοράς και της διάσπασης επιχειρήσεων	2
iii.	Ιστορική αναδρομή των συγχωνεύσεων και των εξαγορών	6
	1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις	6
	2. Συγχωνεύσεις και εξαγορές στις ΗΠΑ	6
	3. Συγχωνεύσεις και εξαγορές στη Μεγάλη Βρετανία	9
	4. Τελικές παρατηρήσεις	10

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ
ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

1.1	Γενικά	22
1.2	Τα είδη των συγχωνεύσεων, των εξαγορών και της διάσπασης	23
1.2.1	Τα είδη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών	23
1.2.2	Τα είδη διάσπασης	25
1.2.3	Οι μορφές των συγχωνεύσεων και των εξαγορών	29
1.3	Τα κίνητρα συγχώνευσης των επιχειρήσεων	31

1.3.1	Οι οικονομίες κλίμακας	31
1.3.2	Η συνέργεια	32
1.3.3	Η μείωση του κόστους	33
1.3.4	Η αύξηση του μεριδίου αγοράς	33
1.3.5	Οι συμπληρωματικοί συντελεστές παραγωγής	33
1.3.6	Η διαφορική διοικητική αποτελεσματικότητα	34
1.3.7	Η αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα	35
1.3.8	Οι αχρησιμοποίητες φορολογικές απαλλαγές	36
1.3.9	Η αναπροσαρμογή των αποσβέσεων	36
1.3.10	Η απόκτηση παγίων περιουσιακών στοιχείων σε τιμή χαμηλότερη από το κόστος αντικατάστασή τους	37
1.3.11	Η ταχεία ανάπτυξη	38
1.3.12	Η ένταξη νέων προϊόντων και τεχνολογιών στο δυναμικό της επιχείρησης	38
1.3.13	Η επέκταση της δραστηριότητας και των προϊόντων της επιχείρησης σε νέες αγορές	39
1.3.14	Η διαφοροποίηση	39
1.3.15	Η δύσκολη είσοδος στην αγορά νέων ή ανεπιθύμητων ανταγωνιστών	40
1.3.16	Τα προσωπικά οφέλη των managers	40
1.4	Τύποι συναλλαγής μεταξύ εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων	41
1.4.1	Εξαγορά με απόκτηση των ενεργητικών περιουσιακών στοιχείων	42
1.4.2	Εξαγορά με απόκτηση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου	42
1.5	Η συγχώνευση και η εξαγορά των ανωνύμων εταιριών	43
1.5.1	Ποιες συγχωνεύσεις ρυθμίζονται από την κείμενη νομοθεσία	43
1.5.2	Τρόποι συγχώνευσης των ανωνύμων εταιριών	45
1.6	Συγχώνευση ανωνύμων πιστωτικών ιδρυμάτων	47
1.6.1	Πεδίο εφαρμογής των διατάξεων του άρθρου 16 του ν. 2515/1997	47
1.6.2	Τρόποι συγχώνευσης των ανωνύμων πιστωτικών ιδρυμάτων	48

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

2.1	Γενικά	54
2.2	Προσεγγίσεις για τον καθορισμό της τιμής	56
2.2.1	Η λογιστική αξία	56

2.2.2	Η αποτίμηση	56
2.2.3	Οι συγκρίσεις με άλλες επιχειρήσεις	57
2.2.4	Η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης	58
2.3	Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης και εν μέρει καθορισμού της τιμής εξαγοράς	59
2.3.1	Η μέθοδος των αναμενόμενων (εκτιμώμενων) μελλοντικών κερδών και του λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή	59
2.3.1.1	Προσδιορισμός των αναμενόμενων μελλοντικών κερδών της υπό εξαγορά επιχείρησης	60
2.3.1.2	Προσδιορισμός του δείκτη τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio)	64
2.3.2	Η μέθοδος της παρούσας αξίας των αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών	67
2.3.3	Άλλες μέθοδοι	71
2.3.3.1	Η μέθοδος της πραγματικής καθαρής θέσης και της κεφαλαιοποιημένης μέσης ετήσιας υπερπροσόδου της τελευταίας πενταετίας	71
2.3.3.2	Η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των οργανικών ετήσιων κερδών της τελευταίας πενταετίας	73
2.3.3.3	Η μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	74
2.4	Υπολογισμός των οικονομικών κερδών και του κόστους από τις συγχωνεύσεις	74
2.4.1	Εκτίμηση του κόστους της συγχώνευσης, όταν αυτή χρηματοδοτείται με μετρητά	78
2.4.2	Εκτίμηση του κόστους της συγχώνευσης, όταν αυτή χρηματοδοτείται με μετοχικό κεφάλαιο (μετοχές)	82

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ

3.1	Έννοια της συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών με απορρόφηση	92
3.2	Διαδικασίες και διατυπώσεις (στάδια) της συγχώνευσης με απορρόφηση	97
3.2.1	Κατάρτιση εγγράφου σύμβασης συγχώνευσης και εκθέσεων των Διοικητικών Συμβουλίων (Δ.Σ.) των συγχωνευόμενων για το σχέδιο αυτό. Δημοσιότητα	97
3.2.2	Εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων των συγχωνευόμενων εταιριών, και έκφραση γνώμης για τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων	101

3.2.3	Δημοσίευση του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα και παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιριών	107
3.2.4	Πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης και την οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιριών	112
3.2.5	Έγκριση του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης από τις Γενικές Συνελεύσεις (Γ.Σ.) των συγχωνευόμενων εταιριών	114
3.2.6	Κατάρτιση της σύμβασης συγχώνευσης	116
3.2.7	Έγκριση της συγχώνευσης από τον Υπουργό Εμπορίου και δημοσιότητα της συγχώνευσης	117
3.3	Αποτελέσματα της συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών με απορρόφηση	119
3.3.1	Αποτελέσματα της συγχώνευσης για τις συγχωνευόμενες εταιρίες	120
3.3.2	Αποτελέσματα της συγχώνευσης για τους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιριών	122
3.3.3	Αποτελέσματα της συγχώνευσης για τους τρίτους	123
3.4	Ακυρότητα της συγχώνευσης	126
3.4.1	Λόγοι ακυρώσεως	126
3.4.2	Άσκηση τριτανakoπής	128
3.4.3	Πότε η αγωγή για ακύρωση της συγχώνευσης κρίνεται ως απαράδεκτη	128
3.4.4	Υποχρεώσεις απορροφούσας κατά τη μεταβατική περίοδο	129

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΠΟΥ ΚΑΤΕΧΕΙ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ

4.1	Έννοια της απορρόφησης καθολικά εξαρτημένης εταιρίας	134
4.2	Διαδικασίες και διατυπώσεις της συγχώνευσης με απορρόφηση καθολικά εξαρτημένης εταιρίας	136
4.2.1	Κατάρτιση εγγράφου σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης και δημοσιότητα αυτού	136
4.2.2	Εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων των συγχωνευόμενων εταιριών	139
4.2.3	Παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιριών	140
4.2.4	Πληροφόρηση των μετόχων και έγκριση του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης από τις Γ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών	141
4.2.5	Κατάρτιση της σύμβασης συγχώνευσης ενώπιον συμβολαιογράφου	142
4.2.6	Έγκριση της συγχώνευσης από τον Υπουργό Εμπορίου και δημοσιότητα της συγχώνευσης	143

4.3	Αποτελέσματα της συγχώνευσης με απορρόφηση καθολικά εξαρτημένης εταιρίας	144
4.4	Ακυρότητα της συγχώνευσης με απορρόφηση καθολικά εξαρτημένης εταιρίας	145

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΣΥΣΤΑΣΗ ΝΕΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

5.1	Έννοια της συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών με τη σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας	147
5.2	Διαδικασίες και διατυπώσεις (στάδια) της συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών με τη σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας	149
5.2.1	Κατάρτιση σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης	149
5.2.2	Έκθεση του Δ.Σ. επί της συγχώνευσης και δημοσιότητα του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης	151
5.2.3	Συγκρότηση Επιτροπής Εμπειρογνωμόνων, εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων, και έκφραση γνώμης για τη σχέση ανταλλαγής μετοχών από την Επιτροπή Εμπειρογνωμόνων	152
5.2.4	Δημοσίευση του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα και παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιριών	153
5.2.5	Πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης και την οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων, και έγκριση του σχεδίου από τις Γ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών	154
5.2.6	Κατάρτιση της σύμβασης συγχώνευσης με συμβολαιογραφική πράξη	156
5.2.7	Έγκριση της συγχώνευσης από τον Υπουργό Εμπορίου και δημοσιότητα της συγχώνευσης	156
5.3	Αποτελέσματα της συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας	157
5.4	Ακυρότητα της νέας εκ συγχωνεύσεως ανώνυμης εταιρίας	158

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ ΕΞΑΓΟΡΑ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ

6.1	Έννοια της εξαγοράς ανώνυμης εταιρίας από άλλη ανώνυμη εταιρία	164
-----	--	-----

6.2	Διατυπώσεις της εξαγοράς ανώνυμης εταιρίας από άλλη ανώνυμη εταιρία	167
6.2.1	Κατάρτιση σχεδίου σύμβασης εξαγοράς και δημοσιότητα αυτού	168
6.2.2	Εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των ανωνύμων εταιριών που μετέχουν στη σύμβαση εξαγοράς	169
6.2.3	Παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των εταιριών που μετέχουν στην εξαγορά	170
6.2.4	Έγκριση του σχεδίου της σύμβασης εξαγοράς από τις Γ.Σ. των μετόχων	171
6.2.5	Κατάρτιση της σύμβασης εξαγοράς ενώπιον συμβολαιογράφου	171
6.2.6	Έγκριση της εξαγοράς από τον Υπουργό Εμπορίου και δημοσιότητα αυτής	172
6.3	Αποτελέσματα της εξαγοράς ανώνυμης εταιρίας από άλλη ανώνυμη εταιρία	172
6.4	Ακυρότητα της εξαγοράς ανώνυμης εταιρίας από άλλη ανώνυμη εταιρία	173

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΩΝ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΕΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΕΩΝ

7.1	Γενικά	176
7.2	Συγχωνεύσεις κατά το Ν.Δ. 1297/1972	176
7.2.1	Πεδίο εφαρμογής των διατάξεων του Ν.Δ. 1297/1972	177
7.2.2	Φορολογικές διευκολύνσεις και απαλλαγές του Ν.Δ. 1297/1972	179
7.2.3	Προϋποθέσεις για την παροχή των φορολογικών απαλλαγών του Ν.Δ. 1297/1972	182
7.2.4	Φορολογικές συνέπειες σε περίπτωση διάλυσης της νέας εταιρίας πριν παρέλθει πενταετία	183
7.2.5	Άρση φορολογικών απαλλαγών και διευκολύνσεων	184
7.3	Συγχωνεύσεις κατά το ν. 2166/1993 (άρθρα 1-5)	185
7.3.1	Πεδίο εφαρμογής των διατάξεων του ν. 2166/1993	186
7.3.2	Βασικά χαρακτηριστικά του ν. 2166/1993	187
7.3.2.1	Μη πραγματοποίηση εκτίμησης των περιουσιακών στοιχείων από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων	188

7.3.2.2	Οι συναλλαγές γίνονται για λογαριασμό της νέας εταιρίας	188
7.3.2.3	Σχηματισμός κεφαλαίου της νέας εταιρίας	189
7.3.2.4	Ελεύθερη μεταβίβαση του συνόλου των μετοχών Α.Ε. και των εταιρικών μεριδίων Ε.Π.Ε.	190
7.3.2.5	Μεταφορά ζημιάς μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων	190
7.3.3	Φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις που παρέχει ο ν. 2166/1993	191
7.3.4	Διαδικασία μετασχηματισμού επιχειρήσεων με το ν. 2166/1993	194

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΟΟ Ο ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΩΝ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

8.1	Γενικά	201
8.2	Ο έλεγχος των συγκεντρώσεων επιχειρήσεων στην εσωτερική έννομη τάξη	202
8.2.1	Συγκέντρωση επιχειρήσεων (άρθρο 4 του ν. 703/1977)	202
8.2.2	Απλή γνωστοποίηση (άρθρο 4α του ν. 703/1977)	204
8.2.3	Προηγούμενη γνωστοποίηση (άρθρο 4β του ν. 703/1977)	205
8.2.4	Έλεγχος της συγκέντρωσης (άρθρο 4γ του ν. 703/1977)	207
8.2.4.1	Βάσεις εκτίμησης	208
8.2.4.2	Η απόφαση της Επιτροπής Ανταγωνισμού	209
8.2.4.3	Διυπουργική έγκριση απαγορευθείσης συγκέντρωσης	210
8.2.4.4	Η αρχή της αναστολής πραγματοποίησης της συγκέντρωσης (άρθρο 4ε)	211
8.2.5	Ένδικη προστασία	212
8.3	Ο έλεγχος των συγκεντρώσεων επιχειρήσεων στην κοινοτική έννομη τάξη	213
8.3.1	Ο Κανονισμός (Ε.Ο.Κ.) αριθμ. 4064/1989	215
8.3.2	Ο Κανονισμός (Ε.Ε.) αριθμ. 1310/1997	216
8.3.3	Συγκεντρώσεις με "κοινοτική διάσταση"	217
8.4	Σχέση του εθνικού δικαίου με το κοινοτικό δίκαιο (Κανονισμός 4064/89, όπως ισχύει)	219
8.4.1	Μονομερής έλεγχος συγκέντρωσης (one-stop control ή one-stop shopping)	219
8.4.1.1	Γενική αρχή	219
8.3.1.2	Αποκλίσεις από τον κανόνα	220
8.4.2	Η εφαρμογή του Κανονισμού και τα εθνικά δικαστήρια	222

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΤΟ Η ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΕΚ Α.Ε.

9.1	Περιγραφή της συγχώνευσης	230
9.2	Πληροφορίες για την εταιρία ΑΝΕΚ Α.Ε.	231
9.2.1	Ταυτότητα της εταιρίας	231
9.2.2	Μετοχική σύνθεση (πριν τη συγχώνευση)	233
9.2.3	Η θέση της εταιρίας στον κλάδο	234
9.2.4	Απολογιστικά στοιχεία δραστηριότητας	236
9.3	Πληροφορίες για την εταιρία Ρεθυμνιακή Α.Ε.	243
9.3.1	Ταυτότητα της εταιρίας	243
9.3.2	Μετοχική σύνθεση (πριν τη συγχώνευση)	245
9.3.3	Απολογιστικά στοιχεία δραστηριότητας	245
9.4	Ταυτότητα της συγχώνευσης	252
9.4.1	Όροι της συγχώνευσης	252
9.4.2	Λόγοι της συγχώνευσης	257
9.4.3	Προβλέψεις αποτελεσμάτων της εταιρίας μετά τη συγχώνευση	258
9.4.4	Στόχοι και προοπτικές της ΑΝΕΚ Α.Ε.	259

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΚΑΤΟ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε.

10.1	Γενικά	264
10.2	Εκτίμηση της αξίας της Ρεθυμνιακής Α.Ε.	267
10.2.1	Εύρεση των προβλεπόμενων καθαρών ταμιακών ροών της	267
10.2.1.1	Βασικά στοιχεία του μοντέλου	268
10.2.1.2	Κατάρτιση της pro-forma Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης της Ρεθυμνιακής Α.Ε.	273
10.2.1.3	Κατάρτιση του pro-forma Ισολογισμού της Ρεθυμνιακής Α.Ε.	274
10.2.1.4	Εύρεση των καθαρών ταμιακών ροών της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τα έτη 1999 – 2003	275
10.2.2	Εύρεση του κατάλληλου συντελεστή προεξόφλησης	278

10.2.2.1	Υπολογισμός του κόστους δανεισμού και του κόστους ευκαιρίας των ιδίων κεφαλαίων	280
10.2.2.2	Υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου της Ρεθυμνιακής Α.Ε.	284
10.2.3	Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας (terminal value) της Ρεθυμνιακής Α.Ε.	285
10.2.4	Η «ενδεικτική» τιμή εξαγοράς της Ρεθυμνιακής Α.Ε.	287
10.3	Τελικές παρατηρήσεις	<u>289</u>
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ		295

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου, στους επιβλέποντες Καθηγητές κ. Ιωάννη Πάγγειο, κ. Πηνελόπη Αγαλλοπούλου και κ. Γεώργιο Αρτίκη, για την πολύτιμη βοήθειά που μου παρείχαν με το ενδιαφέρον και τις υποδείξεις τους, κατά τη διάρκεια της συγγραφής της παρούσας μελέτης μου.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	Σελίδα	
ΠΙΝΑΚΑΣ 1	Η πορεία των διασυνორιακών συγχωνεύσεων παγκοσμίως κατά την περίοδο 1995 – 1999	11
ΠΙΝΑΚΑΣ 2	Οι 10 μεγαλύτερες συμφωνίες συγχωνύσεων και εξαγορών για τα έτη 1996, 1997 και 1998	15
ΠΙΝΑΚΑΣ 3	Οι 10 μεγαλύτερες συμφωνίες συγχωνύσεων και εξαγορών για το έτος 1999	18
ΠΙΝΑΚΑΣ 4	Κατάσταση μετοχών της ANEK Α.Ε. (πριν τη συγχώνευση)	234
ΠΙΝΑΚΑΣ 5	Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης της ANEK Α.Ε. για την πενταετία 1994 – 1998	236-7
ΠΙΝΑΚΑΣ 6	Συντελεστές αποσβέσεων πλοίων της ANEK Α.Ε. για την πενταετία 1994 – 1998	238
ΠΙΝΑΚΑΣ 7	Διάθεση των προ αποσβέσεων αποτελεσμάτων της ANEK Α.Ε. για την πενταετία 1994 – 1998	239
ΠΙΝΑΚΑΣ 8	Ισολογισμοί της ANEK Α.Ε. για τις χρήσεις 1994 – 1998	240-1
ΠΙΝΑΚΑΣ 9	Χρηματοοικονομικοί δείκτες της ANEK Α.Ε. για τις χρήσεις 1994 – 1998	242
ΠΙΝΑΚΑΣ 10	Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για την πενταετία 1994 – 1998	245-6
ΠΙΝΑΚΑΣ 11	Διάθεση των προ αποσβέσεων αποτελεσμάτων της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για την πενταετία 1994 – 1998	247
ΠΙΝΑΚΑΣ 12	Ισολογισμοί της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις χρήσεις 1994 – 1998	248-9
ΠΙΝΑΚΑΣ 13	Χρηματοοικονομικοί δείκτες της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις χρήσεις 1994 – 1998	250-1
ΠΙΝΑΚΑΣ 14	Κατάσταση μετοχών της ANEK Α.Ε. (μετά τη συγχώνευση)	253-4

ΠΙΝΑΚΑΣ 15	Κατάσταση προβλεπόμενων αποτελεσμάτων της ANEK Α.Ε. για τις χρήσεις 1999 – 2000	258-9
ΠΙΝΑΚΑΣ 16	Τα δεδομένα των pro-forma καταστάσεων της Ρεθυμνιακής Α.Ε.	272
ΠΙΝΑΚΑΣ 17	Η pro-forma Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις χρήσεις 1999 – 2003	273
ΠΙΝΑΚΑΣ 18	Η pro-forma Κατάσταση Ισολογισμού της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις χρήσεις 1999 – 2003	274
ΠΙΝΑΚΑΣ 19	Οι καθαρές ταμιακές ροές (ΚΤΡ) της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις χρήσεις 1999 – 2003	275-6
ΠΙΝΑΚΑΣ 20	Η τιμή εξαγοράς της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για $r_{WACC(PK)}$	288
ΠΙΝΑΚΑΣ 21	Η τιμή εξαγοράς της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για $r_{WACC(OM)}$	288

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ι. ΓΕΝΙΚΑ.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συνιστούν τις πιο σημαντικές μορφές ανάπτυξης μιας επιχείρησης, και αποτελούν συχνά μέρος της διαδικασίας αναδιάρθρωσης, με την οποία η οικονομία καθοδηγείται και ανταποκρίνεται στην αλλαγή.

Οι συγχωνεύσεις δεν είναι κάτι καινούργιο, καθώς είναι το ίδιο παλιές με την αρχή του «συμμετοχικού κεφαλαίου» (the joint-stock principle), η οποία συνδέεται με την λεγόμενη «εταιρία συμμετοχών», που είναι μια ενδιάμεση μορφή μεταξύ ανώνυμης (corporation) και ομόρρυθμης (partnership) εταιρίας[1]. Οι μορφές, όμως, αυτές ανάπτυξης μιας επιχείρησης, δηλαδή οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, πρέπει να τονιστεί ότι δημιουργήθηκαν από την ανάγκη επέκτασης της κυριαρχίας των επιχειρήσεων σε νέες αγορές προϊόντων ή και σε νέες γεωγραφικά αγορές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την εξάπλωση πολλών επιχειρήσεων σε όλα τα μήκη και πλάτη της γης και τη δημιουργία μιας παγκοσμιοποιημένης αγοράς, με πελάτες από πολλές χώρες του κόσμου και με ανάγκες που πολλαπλασιάζονται συνεχώς, και μπορούν να ομαδοποιηθούν και να ικανοποιηθούν πιο εύκολα.

Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε με την ανάπτυξη και την ανάλυση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών μεταξύ ανωνύμων εταιριών, διότι στη

σύγχρονη εποχή, στο πλήθος των συγκεντρώσεων επιχειρήσεων που πραγματοποιούνται διεθνώς, τη μεγαλύτερη συχνότητα παρουσιάζουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ ανωνύμων εταιριών. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ ανωνύμων εταιριών αποτελούν την πιο ενδεδειγμένη μορφή συγκεντρώσεων επιχειρήσεων για την παρουσίαση και την εφαρμογή των μεθόδων εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης ως οργανωμένης οικονομικής μονάδας, καθώς η εκτίμηση αυτή αποτελεί τη βάση για τις διαπραγματεύσεις μεταξύ των ενδιαφερομένων, και τον καθορισμό της τιμής εξαγοράς της. Κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, μάλιστα, τόσο στον ευρωπαϊκό χώρο, όσο και στη χώρα μας στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.), το φαινόμενο της συγκεντρώσεως μεταξύ αλλοδαπών και ημεδαπών ανωνύμων εταιριών λαμβάνει μεγάλες διαστάσεις, με αποτέλεσμα τη θέσπιση αφενός, κανονισμών και οδηγιών από την πλευρά των αρμοδίων οργάνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και αφετέρου, την αναθεώρηση των ισχυουσών ήδη εθνικών νομοθετικών ρυθμίσεων.

ii. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ, ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΔΙΑΣΠΑΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.

Η συγχώνευση και η εξαγορά επιχειρήσεων αποτελεί τη συμπανέστερη μορφή συγκεντρώσεων εταιριών.

Ως συγκέντρωση εταιριών (concentration) εννοείται συνήθως η υπαγωγή μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων στον έλεγχο μιας άλλης επιχείρησης, η οποία

γίνεται είτε με την αγορά της πλειοψηφίας (acquisition) ή του συνόλου των μετοχών (takeover), είτε με τη μορφή της συγχώνευσης (merger) δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων[2].

Με τον όρο συγχώνευση επιχειρήσεων (merger) νοείται η οικονομική εκείνη πράξη ή ο επιχειρηματικός συνδυασμός δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, με τον οποίο οι επιχειρήσεις αυτές λύνονται, με σκοπό το σχηματισμό μιας μεγαλύτερης και ισχυρότερης κατά κανόνα, οικονομικής μονάδας. Οι επιχειρήσεις που λύνονται, δεν τίθενται υπό εκκαθάριση, διότι η περιουσία τους δεν διανέμεται στους ιδιοκτήτες τους, αλλά μεταβιβάζεται ολόκληρη είτε στην προκύπτουσα, από τη συγχώνευση, νέα επιχείρηση (συγχώνευση με τη σύσταση νέας επιχείρησης), είτε σε μια υπάρχουσα ήδη εταιρία, που μετέχει στην οικονομική αυτή πράξη (συγχώνευση με απορρόφηση)[3]. Με άλλα λόγια, με τη συγχώνευση επέρχεται η νομική ένωση αυτών, έτσι ώστε αντί να υπάρχουν δύο ή περισσότερα ανεξάρτητα νομικά πρόσωπα να υπάρχει εφεξής μόνον ένα, στο οποίο ενοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία (στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού) των λυομένων επιχειρήσεων. Βέβαια, το αποτέλεσμα αυτό θα μπορούσε να επέλθει και στην περίπτωση που οι υπάρχουσες επιχειρήσεις διαλυθούν και το σύνολο της περιουσίας τους εκκαθαρισθεί και διανεμηθεί στους μετόχους τους, οι οποίοι την προσφέρουν στη συνέχεια στη νέα ή σε μια ήδη υπάρχουσα εταιρία. Αυτό, διότι τόσο η διάλυση, όσο και η εκκαθάριση των εταιριών απαιτούν συνήθως χρόνο και έξοδα (όπως είναι π.χ. η αναγκαστική πώληση και η επαναγορά των ακινήτων των επιχειρήσεων, οι φορολογικές δαπάνες που συνοδεύουν τη διανομή στους μετόχους και οι εισφορές αυτών στις εταιρίες). Για τους λόγους αυτούς, οι

συναλλαγές αξιώνουν, όπως με μια πράξη, η περιουσία μιας ή περισσότερων εταιριών μεταβιβάζεται ως σύνολο σε μια νεοϊδρυόμενη επιχείρηση ή απορροφάται από μια ήδη υπάρχουσα εταιρία χωρίς φορολογικές ή άλλες επιβαρύνσεις[4].

Ως εξαγορά επιχειρήσεων (takeover) νοείται η οικονομική εκείνη πράξη με την οποία μια ή περισσότερες επιχειρήσεις (οι οποίες καλούνται «εξαγοραζόμενες») μεταβιβάζουν, μετά τη λύση τους, χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, σε άλλη εταιρία (η οποία καλείται «εξαγοράζουσα») το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) κατόπιν δημόσιας προσφοράς (tender– offer), έναντι αποδόσεως στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιριών του αντίτιμου των μετοχών τους. Μετά την πραγματοποίηση της εξαγοράς και τις αναγκαίες δημοσιεύσεις, οι εξαγοραζόμενες εταιρίες εξαφανίζονται και οι μέτοχοι τους δίδουν τις μετοχές τους για ακύρωση, λαμβάνοντας το συμφωνηθέν αντίτιμο[5].

Μια εταιρία όμως, μπορεί να αποκτήσει δια αγοράς (acquisition) μέρος ή το σύνολο των μετοχών άλλης επιχείρησης, καταβάλλοντας στους κυρίους αυτών το συμφωνηθέν αντίτιμο. Η πράξη αυτή δεν έχει καμία σχέση με την έννοια της εξαγοράς επιχειρήσεων, που ορίστηκε πιο πάνω. Η μόνη ομοιότητα μεταξύ των δύο πράξεων είναι ότι και στις δύο περιπτώσεις, οι μέτοχοι που παραδίδουν τις μετοχές τους στην εξαγοράζουσα ή στην « αποκτώσα δια αγοράς» έναντι του συμφωνημένου τιμήματος εταιρία, αποξενώνονται από τα δικαιώματά τους ως μέτοχοι. Κατά τα άλλα, στην περίπτωση της εξαγοράς, η εξαγοραζόμενη εταιρία λύεται και εξαφανίζεται, ενώ οι μετοχές της ακυρώνονται. Αντίθετα, στην

περίπτωση της απόκτησης δια αγοράς των μετοχών, η εταιρία της οποίας οι μετοχές άλλαξαν κύριο, συνεχίζει να υφίσταται και να λειτουργεί[6].

Οι παραπάνω έννοιες, αν και μοιάζουν ελαφρώς μεταξύ τους, θα πρέπει να διαχωρίζονται από την έννοια της διάσπασης επιχειρήσεων, που κατά πολλούς αποτελεί μέρος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Έτσι, ως διάσπαση επιχειρήσεων (divestiture) νοείται η πράξη εκείνη στη διαδικασία πώλησης ορισμένων τμημάτων μιας ανώνυμης επιχείρησης, κατά την οποία η επιχείρηση (η οποία καλείται «διασπώμενη») χωρίς να περάσει από το στάδιο της εκκαθάρισης και χωρίς να γίνει διανομή της περιουσίας της, λύεται, και όλα τα περιουσιακά της στοιχεία (ενεργητικού και παθητικού) μεταβιβάζονται μέσω πώλησης ή σε υφιστάμενες ή σε συνιστώμενες εταιρίες (οι οποίες καλούνται «επωφελοούμενες»)[7]. Μετά τη διαδικασία ολοκλήρωσης της διάσπασης, η διασπώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται. Αντίθετα, ως απόσχιση κλάδου (δηλαδή απόσχισης ενός μέρους της επιχείρησης, που είναι ανεξάρτητο λειτουργικά, οργανωτικά και οικονομικά ενίοτε σύνολο και που δεν καλύπτει το σύνολο της επιχειρηματικής δραστηριότητας της οικονομικής μονάδας) ή τμήματος (δηλαδή απόσχισης μικρότερου και αυτοτελούς οργανικά και λειτουργικά μέρους της οικονομικής μονάδας) μιας επιχείρησης σε λειτουργούσα ή συνιστώμενη εταιρία νοείται η οικονομική εκείνη πράξη, κατά την οποία η επιχείρηση από την οποία αποσπάται κλάδος ή τμήμα, εξακολουθεί να υπάρχει και να λειτουργεί με τα υπόλοιπα παραγωγικά της τμήματα[8].

Τέλος, ως ολοκλήρωση (integration) καλείται η τεχνική της ουσιαστικής ενοποίησης των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων μετά τις τυπικές διαδικασίες

της συγχώνευσης[9], όπου με την έκφραση «ουσιαστική ενοποίηση» αποδίδεται ο συνδυασμός στην πράξη των επιμέρους στοιχείων που αποτελούν τις συγχωνευθείσες επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα να λειτουργούν ως μια ολοκληρωμένη και ενιαία οικονομική οντότητα, γεγονός, που για να επιτευχθεί, πρέπει να υπάρχει λεπτομερές επιχειρηματικό σχέδιο.

iii. **ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.**

1. **ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ.**

Το φαινόμενο της συγχώνευσης και της εξαγοράς επιχειρήσεων πρωτοεμφανίστηκε στα τέλη του 18ου αιώνα, και μετά διακυμάνσεις, όσον αφορά την ικανοποίηση διαφόρων αναγκών και συμφερόντων, παρουσίασε περιόδους άνθισης – κύματα – αρχικά μεταξύ ηπείρων (Αμερική, Ευρώπη, Ασία) και στη συνέχεια μεταξύ κρατών (ΗΠΑ, Μεγάλη Βρετανία, Ιαπωνία).

2. **ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΙΣ ΗΠΑ.**

Το πρώτο κύμα συγχωνευτικής δραστηριότητας στην αμερικανική ήπειρο ξεκίνησε το 1895 και ολοκληρώθηκε το 1904, με μάχες μεταξύ υφισταμένων και ομοειδών εταιριών, κυρίως για τον έλεγχο του σιδηροδρομικού δικτύου και την απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, παρά για την ανάπτυξη της λειτουργικής αποτελεσματικότητας αυτών. Η αντιπαλότητα αυτή οδήγησε στη δημιουργία της Standard Oil Trust, που αποτελεί και την κλασική προσπάθεια

δημιουργίας μιας μονοπωλιακής κατάστασης, μέσω της χρησιμοποίησης της τακτικής αυτής. Ως αποτέλεσμα της αντιπαλότητας αυτής, το Αμερικανικό Κογκρέσο από κοινού με το Αμερικανικό Υπουργείο Δικαιοσύνης προχώρησε στην θέσπιση του «the Sherman Act (1914)», της πρώτης αυτής επίσημης νομοθετικής ρύθμισης σχετικά με την προστασία του ανταγωνισμού από συγχωνεύσεις επιχειρήσεων[10].

Το δεύτερο κύμα συγχωνύσεων και εξαγορών στην αμερικανική ήπειρο σημειώθηκε μεταξύ 1922 –1929. Το κύμα αυτό αφορούσε ομοειδείς και πάλι επιχειρήσεις, οι οποίες όμως δεν οδηγούσαν σε μονοπωλιακές συνθήκες ανταγωνισμού[11].

Το τρίτο κύμα συγχωνύσεων και εξαγορών στην ήπειρο αυτή σημειώθηκε κατά την περίοδο των ετών 1940 – 1947, με μεγάλες διαφοροποιήσεις στον τρόπο πραγματοποίησης των συγχωνύσεων. Κατά την περίοδο αυτή υποστηρίχθηκαν πολλές θεωρίες σχετικά με τις συγχωνεύσεις. Κατά την επικρατέστερη από αυτές τις θεωρίες, το φαινόμενο των συγχωνύσεων συνδέεται συχνά με τις περιόδους άνθισης της οικονομίας και του χρηματιστηρίου[12]. Η θεωρία αυτή επιβεβαιώθηκε, εν μέρει, κατά τη διάρκεια των μεταγενέστερων περιόδων έξαρσης των συγχωνύσεων και των εξαγορών.

Το τέταρτο κύμα συγχωνύσεων και εξαγορών στην αμερικανική ήπειρο σημειώθηκε κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1960. Η βασική διαφορά του κύματος αυτού από τα προγενέστερα ήταν ότι αφορούσε επιχειρήσεις, που συνδέονταν μεταξύ τους μέσω συγχωνύσεων και εξαγορών διαγωνίως, μεταξύ

ετερογενών δηλαδή επιχειρήσεων. Τούτο οφειλόταν κυρίως στη διαφοροποίηση που παρουσίαζε κάθε επιχείρηση και στην ανάγκη επέκτασης αυτής σε νέα προϊόντα και νέες αγορές[13].

Τέλος, το πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αμερικανική ήπειρο, που άρχισε το 1976 και φτάνει μέχρι τις μέρες μας, χαρακτηρίζεται από την όλο και μεγαλύτερη προσπάθεια των εταιριών να διεθνοποιήσουν τις επιχειρηματικές δραστηριότητές τους. Οι εταιρίες κατά τη διάρκεια του κύματος αυτού, προσπαθούν να εδραιώσουν την παρουσία τους στις ανά τον κόσμο μεγάλες αγορές, με σκοπό να εκμεταλλευτούν σε όσο το δυνατό μεγαλύτερο βαθμό τις οικονομίες κλίμακας, για τις οποίες θα γίνει λόγος πιο κάτω. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα μετά το 1984, όταν το κύμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών έλαβε τεράστιες διαστάσεις, σε τέτοιο βαθμό ώστε να αποκαλείται «μανία συγχωνεύσεων» (mergermania)[14]. Αξίζει να σημειωθεί, ότι εδώ και είκοσι χρόνια περίπου οι μεγαλύτερες αμερικανικές επιχειρήσεις έχουν εισχωρήσει και στον ευρωπαϊκό χώρο, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, προκειμένου να καρπωθούν οφέλη, τόσο από την ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής αγοράς (1992), όσο και από την επικείμενη Οικονομική και Νομισματική Ένωση αυτής(ONE – 2001).

Εκτός από την αμερικανική ήπειρο, το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών έχει παρουσιαστεί από πολύ νωρίς και στην Ευρώπη, στην οποία όμως παρουσιάζεται σε χαμηλότερα σχετικά επίπεδα, σε σύγκριση με το φαινόμενο που παρουσιάζεται στις ΗΠΑ. Μοναδική ίσως εξαίρεση αποτελεί η

Μεγάλη Βρετανία, στην οποία το φαινόμενο αυτό παρουσιάστηκε από πολύ νωρίς και εκδηλώθηκε σε διάφορα κύματα.

3. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗ ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ.

Το πρώτο κύμα του φαινομένου στη Μεγάλη Βρετανία παρατηρήθηκε κατά τη δεκαετία του 1920, με κυριότερη συγκέντρωση, μεταξύ της Imperial Tobacco και της British-American Tobacco, η οποία έλαβε χώρα λίγο πριν το 1914[15]. Μια άλλη εξέλιξη του κύματος αυτού, χωρίς να συνιστά όμως κύμα συγχωνεύσεων, συνέβη κατά τη δεκαετία του 1930, καθώς δημιούργησε ένα νέο είδος συγχωνεύσεων, την καλούμενη αμυντική συγχώνευση (defensive merger), που βοήθησε στην εξάλειψη του πλεονάσματος στην παραγωγική δυναμικότητα, που δυνατόν να οδηγούσε την επιχείρηση στο να αξίζει περισσότερο σε χρηματιστηριακούς όρους, από ό,τι στην πραγματικότητα.

Το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, στη Μεγάλη Βρετανία, σημειώθηκε κατά τη δεκαετία του 1960. Αυτό οφειλόταν κυρίως στο ότι, μετά το δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, πολλές επιχειρήσεις παρουσίαζαν χαμηλή αξία ενεργητικού, με αποτέλεσμα και η χρηματιστηριακή τους αξία να είναι πολλή χαμηλή και να αποτελούν έτσι ένα κίνητρο εξαγοράς αυτών από άλλες ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις[16].

Το τρίτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στη χώρα αυτή, σημειώθηκε κατά τη δεκαετία του 1970. Χαρακτηριστικό του νέου αυτού κύματος, σε αντίθεση με τα άλλα που προηγήθηκαν, ήταν ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές γίνονταν για την απόκτηση μετρητών και όχι άλλες μορφές χρεογράφων, όπως είναι οι

προνομιούχες μετοχές και οι ομολογίες[17]. Πρέπει να σημειωθεί, ότι κατά τη διάρκεια του κύματος αυτού πολλές βρετανικές επιχειρήσεις, αλλά και επιχειρήσεις από άλλες ευρωπαϊκές χώρες (όπως από την Ιταλία, τη Δυτική Γερμανία, τη Σουηδία και τις Κάτω Χώρες) εκδήλωσαν ένα ενδιαφέρον ασυνήθιστο για την εξαγορά αμερικανικών επιχειρήσεων. Οι λόγοι για τη μεταστροφή τους αυτή ήταν δικαιολογημένοι, καθώς οι επιχειρήσεις αυτές διαισθάνονταν ότι η αμερικανική οικονομία μακροπρόθεσμα θα παρέμενε η πιο ισχυρή και η πιο υγιής στον κόσμο. Με βάση την άποψη αυτή, οι επενδύσεις στον αμερικανικό επιχειρησιακό κόσμο αποτελούσαν την ασφαλέστερη τοποθέτηση από οποιαδήποτε άλλη[18].

Το τέταρτο και μεγαλύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, το οποίο συνεχίζεται μέχρι και σήμερα, στη Μεγάλη Βρετανία, είναι αυτό που ξεκίνησε κατά τη δεκαετία του 1980. Κατά την περίοδο αυτή, οι διακρατικές συγχωνεύσεις και εξαγορές, που είχαν ξεκινήσει κατά τη δεκαετία του 1970, εντάθηκαν περισσότερο, έχοντας επικεφαλής τη Μεγάλη Βρετανία, η οποία με τη λήξη της δεκαετίας του 1980 και την έναρξη της δεκαετίας του 1990 έχει επεκταθεί στις ΗΠΑ, με την εξαγορά μεγάλου αριθμού αμερικανικών επιχειρήσεων[19].

4. ΤΕΛΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ.

Σύμφωνα με τα στοιχεία που δημοσίευσε η εταιρία παροχής συμβουλών και ανάλυσης για τις περιπτώσεις συγχωνεύσεων KPMG (Klyveld Peat Marwick Goerdeler's), και που περιέχονται στην ετήσια έκθεσή της για το 1999, «κατά τη διάρκεια των τελευταίων δέκα ετών, οι διασυνοριακές (cross-border)

συγχωνεύσεις και εξαγορές πενταπλασίασαν παγκοσμίως την αξία τους από \$159,60 δις το 1990 σε \$798,00 δις το 1999, ενώ ο μέσος όρος επίτευξης μιας συμφωνίας υπολογίζεται πλέον στα \$157,00 εκατ., από \$29,00 εκατ. που ίσχυε το 1990». Έτσι, με βάση τον πιο κάτω πίνακα 1 μπορούν να λεχθούν τα εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ
ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1995 – 1999

Έτος	Αριθμός συγχωνευόμενων επιχειρήσεων	Σύνολο επένδυσης (σε \$ δις)
1995	6000	237,00
1996	5984	263,00
1997	5193	332,55
1998	5153	544,32
1999 (9μηνο)	3852	608,00

Πηγή: Dealwatch, KPMG International, 1995 – 1999.

- α) Κατά τη διάρκεια των ετών 1995 και 1996, η αγορά διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών κυριαρχείτο από τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη Γερμανία, με όρους εσωτερικών και εξωτερικών επενδύσεων. Σε παγκόσμια κλίμακα, κατά τα έτη αυτά οι ΗΠΑ υπήρξαν ο κυριότερος προορισμός ξένων επενδύσεων, ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο επιβεβαίωσε την ισχύ του ως ο πιο δημοφιλής προορισμός στην Ευρώπη για υπερατλαντικές συγχωνεύσεις. Οι επόμενοι πιο δημοφιλείς προορισμοί κατά την περίοδο αυτή, σε παγκόσμιο επίπεδο, ήταν ύστερα από τις ΗΠΑ, η Κίνα, η Γαλλία, ο Καναδάς, η Γερμανία και η Αυστραλία. Κατά την περίοδο

αυτή, ο μεγαλύτερος αγοραστής υπερατλαντικών επιχειρήσεων υπήρξε η Μεγάλη Βρετανία. Τέλος, τα κεφάλαια εξαγοράς ιαπωνικών επιχειρήσεων από ξένους επενδυτές αυξήθηκαν σημαντικά από \$1,60 δις το 1995 σε 4,80 δις το 1996, ενώ τα κεφάλαια για εξαγορές ξένων επιχειρήσεων από ιαπωνικές επιχειρήσεις μειώθηκαν κατά το 1/3 και άγγιξαν τα \$126,00 δις το 1996.

Οι κυριότεροι τομείς δραστηριότητας, που παρουσίασαν το μεγαλύτερο όγκο συγχωνεύσεων και εξαγορών κατά τα έτη αυτά, ήταν οι τομείς παραγωγής και διανομής ηλεκτρικού ρεύματος και αερίου (με επενδύσεις της τάξεως των \$23,60 δις) ακολουθούμενοι από τον τομέα του πετρελαίου (με επενδύσεις \$21,40 δις) και τον τομέα της χρηματοοικονομικής και τραπεζικής δραστηριότητας (με επενδύσεις \$21,00 δις). Τέλος, οι μεγαλύτερες συμφωνίες κατά την περίοδο αυτή επιτεύχθηκαν στον τομέα της χημικής βιομηχανίας με συνολικές συναλλαγές της τάξεως των \$19,50 δις.

- β) Κατά το 1997, η Μεγάλη Βρετανία παρέμεινε ο υψηλότερος στόχος εξαγοράς από τους ξένους αγοραστές, παρά το υψηλό επίπεδο του αγγλικού νομίσματος (round) και την απόφαση της Κυβερνήσεως αυτής να μη συμμετάσχει στον πρώτο γύρο της ONE. Μάλιστα, το Ηνωμένο Βασίλειο, με τις συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών που πέτυχε κατά τη διάρκεια του έτους αυτού (\$53,04 δις το 1997 από \$39,21 δις το 1996), πλησίασε πολύ και απείλησε την πρωτοκαθεδρία των ΗΠΑ ως ο πιο δημοφιλής παγκοσμίως προορισμός για διεθνείς αγορές. Η δεύτερη πιο

δημοφιλής χώρα για τις ξένες επιχειρήσεις στην Ευρώπη κατά το 1997, παρέμεινε η Γαλλία, ενώ στην πιο κάτω θέση ακολούθησε η Γερμανία.

Κατά το 1997, το πιο σημαντικό γεγονός, το οποίο επηρέασε την μετέπειτα εξέλιξη του φαινομένου των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι η οικονομική κρίση, που σημειώθηκε στην Ασία. Η κρίση επηρέασε το κύμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Η Κίνα, η Μαλαισία και η Ιαπωνία παρουσίασαν σημαντική κάμψη όσον αφορά την προς τα έξω επενδυτική δραστηριότητα. Εξαιρέση στην περιοχή αυτή αποτελέσαν το Χονγκ-Κονγκ, η Ινδονησία και η Νότιος Κορέα, που παρουσίασαν μια μικρή άνοδο κατά τη διάρκεια του έτους.

Τέλος, ως αντιστάθμισμα της κρίσης που μάστιζε την Ασία, κατά το 1997, οι επιχειρήσεις έστρεψαν το ενδιαφέρον τους σε νέες αγορές, στο Μεξικό και στη Βραζιλία, με αποτέλεσμα να παρουσιάσουν διπλάσια και τριπλάσια άνοδο του φαινομένου, αντίστοιχα. Αυτό οφειλόταν κυρίως, στο ότι οι οικονομικοί αναλυτές παρακινούνταν από την οικονομική και πολιτική σταθερότητα, που επικρατούσε στις χώρες αυτές, σε συνδυασμό με τη φιλελεύθερη αγορά, που υπήρχε στις χώρες της Λατινικής Αμερικής και τις παρουσίαζαν ως αρκετά επωφελείς για επενδύσεις από τους ξένους επενδυτές.

- γ) Κατά το 1998, οι βρετανικές επιχειρήσεις έγιναν οι πρώτοι, σε παγκόσμια κλίμακα, αγοραστές ξένων επιχειρήσεων, μια θέση που παραδοσιακά διατηρούσαν οι ΗΠΑ. Μάλιστα οι βρετανικές επιχειρήσεις, κατά την περίοδο

αυτή άγγιξαν το 1/4 της παγκόσμιας συνολικής διασυνοριακής δραστηριότητας. Οι ΗΠΑ, λόγω της απώλειας της κορυφής και της πρώτης θέσης στην παγκόσμια αγορά, κατέληξαν στο να γίνουν ο πλέον καθαρός πωλητής επιχειρησιακού ενεργητικού (corporate assets). Πρέπει να σημειωθεί, ότι σημαντική δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών παρουσιάστηκε και στη Δυτική Ευρώπη (πέρα από την περίπτωση της Μεγάλης Βρετανίας), λόγω της επικείμενης ισχύος του Ευρώ, με πρωταγωνιστές τη Γαλλία, την Ολλανδία και το Βέλγιο.

Στην Ασία, οι αρνητικές συνθήκες, που είχαν δημιουργηθεί από το προηγούμενο έτος, διατηρήθηκαν και κατά το 1998, με μοναδική εξαίρεση την Ιαπωνία που αύξησε τις προς τα έσω συγχωνεύσεις και εξαγορές από ξένους επενδυτικούς ομίλους επιχειρήσεων. Τέλος, από τις νέες αγορές που προσφέρονταν για συγχωνεύσεις και εξαγορές, η μόνη χώρα, που διατήρησε και ενίσχυσε την παρουσία της ως τη μεγαλύτερη αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών για ξένους αγοραστές στην Λατινική Αμερική, ήταν η Βραζιλία, που διπλασίασε τις προς τα έσω συγχωνεύσεις, και άρχισε να ελπίζει για μεγαλύτερη επιτυχία στο μέλλον. Έτσι, με βάση τα στοιχεία, που δημοσίευσε η εταιρία παροχής συμβουλών προς τις επιχειρήσεις PwC (Price Waterhouse Coopers), οι δέκα μεγαλύτερες συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών κατά τα έτη 1996, 1997 και 1998 ήταν οι αναφερόμενες στον πίνακα 2, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 2
ΟΙ 10 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΕΣ ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ
ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1996, 1997 ΚΑΙ 1998

Σειρά	Ημερομηνία συγχώνευσης ή εξαγοράς	Εξαγοράζουσα επιχείρηση	Εξαγοραζόμενη επιχείρηση	Σύνολο επένδυσης (σε £ εκατ.)
1	11/1997	Merrill Lynch & Co (USA)	Mercury Asset Mgt. Group (UK)	3.108
2	06/1997	Zürich Versicherungs – Gesellschaft (SZE)	Scutter Stevens & Clark (USA)	1.209
3	11/1996	Invesco PLC (UK)	AIM Mgt. Group Inc (USA)	977
4	01/1998	Amvescap PLC (UK)	Liechtenstein Global Trust AG (INT)	660
5	06/1996	Franklin Resources Inc (USA)	Heine Securities Corporation (USA)	524
6	11/1997	PIMCO Advisors LP (USA)	Oppenheimer Capital LP (USA)	507
7	12/1997	US Bancorp Inc (USA)	Piper Jaffray Companies Inc (USA)	442
8	02/1998	Australian Mutual Provident (AUZ)	Henderson PLC (UK)	362
9	08/1997	Fleet Financial Group Inc (USA)	Columbia Mgt. Company (USA)	355
10	05/1998	Rabobank Nederland (NEE)	Weiss Peck & Greer LLC (USA)	351

Πηγή: PwC, Investment Management Survey 1998.

- δ) Το 1999, τελευταίο έτος της δεκαετίας του 1990 και του 20ου αιώνα, ο όγκος της διασυνωριακής δραστηριότητας ξεπέρασε κάθε προσδοκία, αγγίζοντας τα \$798 δις και παρουσιάζοντας αύξηση της τάξεως του 47% σε σχέση με

το 1998 (\$541 δις). Η αναπάντεχη αυτή αύξηση οφειλόταν στη συνέχιση της συγχωνευτικής δραστηριότητας στην Ευρώπη και στη Βόρειο Αμερική, και στη βαθμιαία ανάδυση της Ασία από την περίοδο της ύφεσης.

Κατά το έτος αυτό, οι ΗΠΑ ήταν η κυρίαρχη χώρα στις προς τα έσω συμφωνίες, με συμφωνίες συνολικής αξίας \$293 δις. Οι κυριότερες συμφωνίες ήταν αυτές της Vodafone Group PLC (Μεγάλη Βρετανία) με την Airtouch Communications INC (ΗΠΑ) αξίας \$69,30 δις και της BP Amoco (Μεγάλη Βρετανία) με την Arco Atlantic Richfield Co (ΗΠΑ) αξίας \$34,00 δις. Η Μεγάλη Βρετανία, το 1999, βρέθηκε στη δεύτερη θέση της παγκόσμιας κατάταξης. Ακολούθησε η Σουηδία.

Εξάλλου, η Μεγάλη Βρετανία, εξαιτίας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών της Vodafone με την Airtouch, και της Zeneca Group Plc (Μεγάλη Βρετανία) με την Astra AB (Σουηδία), παρέμεινε στην κορυφή της παγκόσμιας κατάταξης ως ο πρώτος αγοραστής διασυννοριακών επιχειρήσεων με συμφωνίες αξίας \$245 δις. Οι χώρες, που την ακολούθησαν ήταν οι ΗΠΑ, η Γερμανία, η Γαλλία και η Ολλανδία.

Μελετώντας κανείς τις συνθήκες, που επικράτησαν κατά το 1999, παρατηρεί ότι ενώ η Ευρώπη και η Βόρειος Αμερική βρέθηκαν στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος, ακολουθούμενες από τις χώρες της Ασίας (κυρίως από την Ιαπωνία και το Χονγκ-Κονγκ, που επέστρεψαν έπειτα από μακρά απουσία στο προσκήνιο των παγκόσμιων συγχωνεύσεων και εξαγορών, ως αγοραστές και πωλητές συγχρόνως), οι αγορές των λιγότερο

αναπτυγμένων χωρών (της Λατινικής Αμερικής, της Κεντρικής και της Ανατολικής Ευρώπης) παρέμειναν «έρημες», παρόλο που οι επενδύσεις τόσο στη Λατινική Αμερική, όσο και στην Κεντρική και την Ανατολική Ευρώπη αυξήθηκαν (από \$8 δις το 1998 σε \$12 δις το 1999 και από \$36 δις το 1998 σε \$39 δις το 1999 αντίστοιχα). Αυτό, διότι οι ανησυχίες των επενδυτών για την αξιοπιστία των αγορών αυτών δεν έχουν διαφευσθεί.

Οι τομείς δραστηριότητας των επιχειρήσεων, που προκάλεσαν το μεγαλύτερο ενδιαφέρον για το 1999, ήταν ο τομέας της παροχής τηλεφωνικών και ταχυδρομικών υπηρεσιών (με επενδύσεις αξίας \$159 δις), ο τομέας της χημικής βιομηχανίας (με επενδύσεις αξίας \$93 δις), ο τομέας της εξόρυξης πετρελαίου (με επενδύσεις αξίας \$75 δις), ο τομέας της παροχής χρηματοοικονομικών και τραπεζικών υπηρεσιών (με επενδύσεις αξίας \$59 δις) και ο τομέας της παραγωγής και διανομής ηλεκτρικού ρεύματος και αερίου (με επενδύσεις αξίας \$42 δις). Εξάλλου οι πιο δημοφιλείς τομείς συγχωνευτικής δραστηριότητας για ολόκληρη τη δεκαετία του 1990, σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία της PwC, ήταν: 1) ο τομέας της παροχής τηλεφωνικών και ταχυδρομικών υπηρεσιών (με επενδύσεις αξίας \$304 δις), 2) ο τομέας της εξόρυξης πετρελαίου (με επενδύσεις αξίας \$254 δις), 3) ο τομέας της χημικής βιομηχανίας (με επενδύσεις αξίας \$263 δις) και 4) ο τομέας της παροχής χρηματοοικονομικών και τραπεζικών υπηρεσιών (με επενδύσεις αξίας \$220 δις). Με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία της KPMG, οι δέκα μεγαλύτερες συγχωνεύσεις και εξαγορές, σε παγκόσμια κλίμακα, κατά το 1999 ήταν οι αναφερόμενες στον πίνακα 3, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3
ΟΙ 10 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΕΣ ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ
ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 1999

Σειρά	Εξαγοράζουσα επιχείρηση	Εξαγοραζόμενη επιχείρηση	Σύνολο επένδυσης (σε \$ δις)
1	Vodafone Group PLC (UK)	Airtouch Communications INC (USA)	69,30
2	Zeneca Group PLC (UK)	Astra AB (Sweden)	37,70
3	BP Amoco (UK)	Arco Atlantic Richfield (USA)	34,00
4	Mannesmann AG (Germany)	Orange PLC (UK)	28,54
5	Hoechst. (Germany)	Phone Poulenc SA (France)	22,00
6	Repsol SA (Spain)	YPF (Argentina)	15,45
7	Deutsche Telekom (Germany)	One to One (UK)	13,60
8	Total SA (France)	Petrofina (Belgium)	11,26
9	Scottish Power PLC (UK)	Pacificorp (USA)	10,80
10	Wal Mart Stores (USA)	Asda Group PLC (UK)	10,60

Πηγή: Dealwatch, KPMG International, 1999.

Κλείνοντας την παραπάνω ιστορική αναδρομή του φαινομένου των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, πρέπει να σημειώσουμε ότι το φαινόμενο αυτό έχει φτάσει και στην χώρα μας, αν λάβει κανείς υπόψη τις πρόσφατες συγχωνεύσεις και εξαγορές ελληνικών παραδοσιακών επιχειρήσεων από ξένα κυρίως οικονομικά συγκροτήματα. Η έκταση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, που συντελούνται στην Ελλάδα δεν είναι δυνατόν να εξακριβωθεί με ακρίβεια, διότι δεν έχουν δημοσιευθεί τα απαραίτητα, επίσημα οικονομικά στοιχεία. Μόνη ένδειξη για την έκταση του φαινομένου αυτού στην χώρα μας

αποτελούν οι δημοσιευμένες εξαγγελίες ή πραγματοποιήσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών στα οικονομικού περιεχομένου έντυπα.

Τέλος, σε μια προσπάθεια προσέγγισης του φαινομένου στην χώρα μας παραθέτουμε στο τρίτο μέρος της παρούσας μελέτης, την περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση της ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε. από την ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ (ΑΝΕΚ) Α.Ε., και προχωρούμε στην ανάλυση και στην εξαγωγή συμπερασμάτων ως προς τη διαδικασία, που ακολουθήθηκε.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Vice Anthony, The strategy of Takeovers, McGraw Hill, 1971, σελ. xi (preface).
2. Brigham – Weston – Besley, Essentials of Managerial Finance, 11th edition, The Dryden Press, 1996, σελ. 750.
3. Μούσης Σ. Νίκος, Ευρωπαϊκή Ένωση (Θεσμοί και Πολιτικές), 4^η έκδοση, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, 1995, σελ. 263 και 283.
4. Λεονταρής Κ. Μιλτιάδης, Μετατροπή – Συγχώνευση – Διάσπαση Εταιριών, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 2000, σελ. 125.
5. Brigham F. Eugene – Gapenski C. Louis, Intermediate Financial Management, 5th edition, The Dryden Press, 1996, σελ. 825.
6. Λεονταρής, ό.π., σελ. 133 –134.
7. Brealey A. Richard – Myers C. Stewart, Principles of Corporate Finance, 4th edition, International edition, McGraw Hill, 1991, σελ. 832.
8. Λεονταρής, ό.π., σελ. 353 –354.

9. Layoux Reed Alexandra, The Art of M&A Integration, McGraw Hill, 1997, σελ. 30 – 31.
10. Layoux Reed, ό.π., σελ. 4.
11. Cooke E. Terence, Mergers & Acquisitions, Basil Blackwell Editions Ltd, 1989, σελ. 19.
12. Brealey– Myers, ό.π., σελ. 848.
13. Sternand M. Joel – Chew JR H. Donald, The Resolution in Corporate Finance, Basil Blackwell Editions Ltd, 1986, σελ. 358.
14. Brigham – Weston – Besley, ό.π., σελ. 749.
15. Cooke, ό.π., σελ. 20 – 25.
16. Vice, ό.π., σελ. xii (preface).
17. Cooke, ό.π., σελ. 10 – 11.
18. Gussow Dow, The New Merge Game, International edition, McGraw Hill, 1978, σελ. 2.
19. Gussow, ό.π., σελ. 8.

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

1.1 ΓΕΝΙΚΑ.

Ορίσαμε πιο πάνω τις έννοιες της συγχώνευσης, της εξαγοράς και της διάσπασης επιχειρήσεων. Όμως, οι έννοιες αυτές δεν μπορούμε να πούμε, ότι ισχύουν υπό την ευρεία έννοιά τους για όλες τις επιχειρήσεις. Και τούτο, διότι κάθε επιχείρηση αναλόγως του είδους και των επιμέρους ειδών της οικονομικής πράξης στην οποία προχωρά, ακολουθεί διαφορετικούς τρόπους και υποκινείται από ειδικά γι' αυτήν οφέλη, προκειμένου να επιτύχει το μέγιστο δυνατό αποτέλεσμα (π.χ. αύξηση της ανταγωνιστικότητας της, αύξηση του μεριδίου αγοράς της, μεγιστοποίηση των κερδών της, μείωση του κόστους, κ.λ.π.).

1.2 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ, ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΔΙΑΣΠΑΣΗΣ.

1.2.1 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επιχειρήσεων έχει επικρατήσει να διακρίνονται σε 4 βασικές κατηγορίες, σύμφωνα με την έκταση που κατέχει η δραστηριότητα της απορροφούσας – εξαγοράζουσας επιχείρησης ως συγγενούς με τη δραστηριότητα της απορροφούμενης – εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Οι κατηγορίες αυτές είναι:

- (α) Οριζόντια συγχώνευση ή εξαγορά (horizontal merger). Οριζόντια συγχώνευση ή εξαγορά γίνεται, όταν μια επιχείρηση συνδυάζεται με άλλη ή άλλες, που έχουν κοινή επιχειρησιακή γραμμή. Δηλαδή, ως οριζόντια συγχώνευση ή εξαγορά (αν και στη βιβλιογραφία αναφέρεται και ως οριζόντια συγκέντρωση) [1], νοείται η συγχώνευση ή εξαγορά κατά την οποία ομοειδείς επιχειρήσεις συνασπίζονται κατά διάφορους τρόπους για να εξαφανίσουν τον μεταξύ τους ανταγωνισμό και να επιβληθούν, αν είναι δυνατόν μονοπωλιακώς, στην αγορά. Χαρακτηριστικό παράδειγμα οριζόντιας συγχώνευσης αποτελεί η απόκτηση από μια επιχείρηση διανομής ετοιμών προϊόντων μιας άλλης επιχείρησης διανομής ετοιμών προϊόντων.
- (β) Κάθετη συγχώνευση ή εξαγορά (vertical merger). Κάθετη συγχώνευση ή εξαγορά γίνεται, όταν μια επιχείρηση αγοράζει τους ίδιους τους

προμηθευτές της ή αντίστροφα. Δηλαδή, ως κάθετη συγχώνευση ή εξαγορά νοείται η συγχώνευση ή εξαγορά, κατά την οποία επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαδοχικά στάδια του κυκλώματος παραγωγή – κυκλοφορία αγαθών ή υπηρεσιών, συγχωνεύονται ή συνασπίζονται κατά ποικίλους τρόπους, προκειμένου να εξουδετερώσουν σοβαρά μειονεκτήματα που απορρέουν από τον καταμερισμό των εργασιών[2]. Χαρακτηριστικό παράδειγμα κάθετης συγχώνευσης αποτελεί η συγχώνευση μιας βιομηχανίας βαμβακουργίας με μια επιχείρηση νηματουργίας.

- (γ) Ομοκεντρική ή ομογενής συγχώνευση ή εξαγορά (congeneric merger).
Ομοκεντρική ή ομογενής συγχώνευση ή εξαγορά γίνεται σε συγγενείς επιχειρήσεις, αλλά όχι παραγωγούς του ίδιου προϊόντος (οριζόντια συγχώνευση) ή σε επιχειρήσεις με ένα «παραγωγού – διανομέα» κύκλωμα (κάθετη συγχώνευση)[3]. Με άλλα λόγια, πρόκειται για το είδος εκείνο συγχώνευσης ή εξαγοράς κατά το οποίο συγχωνεύονται επιχειρήσεις, που δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση μεταξύ τους, των οποίων όμως η δραστηριότητα αλληλοσυμπληρώνεται. Για παράδειγμα, ως ομογενής συγχώνευση θεωρείται ο συνασπισμός μιας ξενοδοχειακής επιχείρησης με μια συγκοινωνιακή επιχείρηση για τη μεταφορά τουριστών.
- (δ) Διαγώνια ή ανομοιογενής συγχώνευση ή εξαγορά (conglomerate merger).

Διαγώνια ή ανομοιογενής συγχώνευση ή εξαγορά γίνεται, όταν μη συγγενείς επιχειρήσεις συνδυάζονται. Με άλλα λόγια, η ανομοιογενής

συγχώνευση ή εξαγορά είναι αποτέλεσμα της συγχώνευσης επιχειρήσεων, που παράγουν διαφορετικά προϊόντα ή προσφέρουν διαφορετικές υπηρεσίες, με σκοπό τη διασφάλιση μιας ευρύτερης οικονομικής βάσης, καλύτερης οργάνωσης και διοίκησης και μεγαλύτερων δυνατοτήτων κέρδους[4]. Οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές του είδους αυτού, κατά την άποψη ορισμένων μελετητών, διακρίνονται στις εξής δύο κατηγορίες[5]: 1) στις επεκτατικές διαγωνίες της αγοράς (conglomerate market extension) συγχωνεύσεις ή εξαγορές, όπου οι συνασπιζόμενες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν τον χώρο δράσης τους στην αγορά, και 2) στις επεκτατικές διαγωνίες του προϊόντος (conglomerate product extension) συγχωνεύσεις ή εξαγορές, όπου οι συνασπιζόμενες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν τη διάθεση του προϊόντος που παράγουν ή να διαφοροποιήσουν την παραγωγή τους τελείως, προκειμένου να μην απωλέσουν την επιρροή τους στην αγορά.

1.2.2 ΤΑ ΕΙΔΗ ΔΙΑΣΠΑΣΗΣ.

Ο τρόπος με τον οποίο διασπώνται οι επιχειρήσεις, και ειδικότερα οι ανώνυμες εταιρίες στην Ελλάδα, σύμφωνα με το άρθρο 81 του ν. 2190/1920, ποικίλλει, καθώς η διάσπαση των επιχειρήσεων γίνεται με εκποιήσεις (sell-offs), ή με αποσκιρτήσεις (spin-offs), ή με κατατμήσεις (split-ups) ή με προθεσμιακή εκκαθάριση του ενεργητικού (outright liquidation of assets)[6]. Συγκεκριμένα:

- α) Η εκποίηση (sell-off) των στοιχείων του ενεργητικού με αντάλλαγμα μετρητά ή χρεόγραφα αποτελεί τη συνηθέστερη μορφή διάσπασης και αναφέρεται

στην πώληση ενός θυγατρικού τμήματος ή μιας θυγατρικής γραμμής παραγωγής από μια επιχείρηση σε μια άλλη. Η εκποίηση αποτελεί μια «αντίστροφη» συγχώνευση από τη πλευρά της διασπώμενης επιχείρησης, καθώς, όπως ειπώθηκε πιο πάνω, οι συγχωνεύσεις (κατά κανόνα) αυξάνουν τη συνολική αξία της επιχείρησης, για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, παρόλο που το κύριο μέρος των κερδών καρπώνονται συνήθως οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Αντίθετα, οι διασπάσεις προσφέρουν σημαντικά και θετικά αποτελέσματα στους πωλητές, αλλά και θετικά πλην ασήμαντα κέρδη στους αγοραστής[7].

- β) Η αποσκίρτηση (spin-off), στην καθαρότερη μορφή της, συμβαίνει, όταν γίνεται διαχωρισμός των λειτουργιών μιας θυγατρικής εταιρίας από τη μητρική αυτής σε ανεξάρτητες εταιρίες, χωρίς καμία μεταβολή στο καθεστώς της ιδιοκτησίας[8]. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση μπορεί να σχηματίσει μια θυγατρική εταιρία και να μεταφέρει το σύνολο των πιστοποιητικών κυριότητας των μετοχών. Τα νέα μερίδια διανέμονται, στη συνέχεια, στους αρχικούς μετόχους της μητρικής εταιρίας σε μια συγκεκριμένη αναλογική βάση¹, και η διοίκηση της θυγατρικής εταιρίας αναλαμβάνει την εξουσία λήψης αποφάσεων. Σχηματίζεται, δηλαδή, νέο διοικητικό συμβούλιο και προκύπτει νέα ξεχωριστή επιχείρηση[9]. Συνεπώς, η αποσκίρτηση δεν μεταβάλλει το ποσοστό ιδιοκτησίας των μετόχων στη μητρική και τη θυγατρική εταιρία, αλλά διαχωρίζει το μετοχικό κεφάλαιο της μητρικής και των θυγατρικών της εταιριών, για εμπορικούς λόγους.

¹ Μερικές φορές, ο όρος «αποσκίρτηση» αναφέρεται στην αρχική δημόσια προσφορά για το μετοχικό κεφάλαιο μιας θυγατρικής εταιρίας. Αν μικρότερο ποσοστό από το 100% των μεριδίων της θυγατρικής έχει πωληθεί, τότε το υπόλοιπο τυπικά διανέμεται στους μετόχους της μητρικής εταιρίας, μετά από την πάροδο ευλόγου χρόνου.

- γ) Οι κατατμήσεις (split-ups) σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στις αποσκιρτήσεις, αναφέρονται στο είδος εκείνο διάσπασης, κατά το οποίο μια επιχείρηση που διαλύθηκε, χωρίζεται σε διάφορα τμήματα – εταιρίες, και το κεφάλαιο αυτών διανέμεται στους μετόχους της διαλυθείσας επιχείρησης με την παράδοση των παλαιών μετοχών. Έτσι, η αρχική επιχείρηση παύει να υπάρχει. Πολλές φορές, όμως η κατάτμηση είναι δυνατόν να έχει τα ίδια αποτελέσματα με την αποσκίρτηση. Αυτό συμβαίνει, όταν ύστερα από κατάλληλη διαμόρφωση που έχει προηγηθεί, δύο ξεχωριστές εταιρίες παρουσιάζονται να βρίσκονται υπό το ίδιο ιδιοκτησιακό καθεστώς[10].
- δ) Η προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού (outright liquidation of assets). Αποτελεί μια ακραία μορφή εκποίησης στοιχείων ενεργητικού. Αναφέρεται στο είδος εκείνο διάσπασης, όπου τα στοιχεία του ενεργητικού ενός τμήματος της επιχείρησης πωλούνται ανά τεμάχιο και όχι ως μια ολόκληρη λειτουργική οντότητα. Συνεπώς, η εκκαθάριση αυτού του είδους δεν θα πρέπει να συνδέεται με τις αποφάσεις για τη διακοπή ή την εγκατάλειψη κάποιας λειτουργίας, αλλά με την πώληση στοιχείων ενεργητικού. Έτσι, τα στοιχεία του ενεργητικού πωλούνται σε μια άλλη επιχείρηση και τα κέρδη από την πώληση αυτή διανέμονται στους μετόχους, αντί να επενδύονται σε νέα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία[11]. Επομένως, όταν ένα τμήμα μιας επιχείρησης κρίνεται ότι δεν λειτουργεί αποδοτικά και ότι δεν μπορεί να αποδώσει κέρδη από την πώλησή του σε κάποια άλλη επιχείρηση, τότε η διοίκηση της επιχείρησης επιλέγει ως λύση του προβλήματος αυτού την προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού.

Τέλος, προκειμένου η επιχειρησιακή πολιτική, που ακολουθεί μια επιχείρηση, να οδηγήσει σε μια συνεχή αύξηση της αξίας της επιχείρησης, θα πρέπει να γίνεται σωστή επιλογή του είδους διάσπασης της επιχείρησης, που ταιριάζει στη συγκεκριμένη περίπτωση. Οι βασικοί κανόνες, που πρέπει να ακολουθούνται τότε είναι οι εξής τρεις:

- ◆ Όταν η λειτουργία μιας συγκεκριμένης επιχείρησης θα αξίζει περισσότερο ως μέρος μιας άλλης επιχείρησης ή άλλων επιχειρήσεων, τότε η διοίκηση της θα πρέπει να προχωρήσει στην εκποίηση αυτής.
- ◆ Όταν η πώληση μιας μη κερδοφόρας λειτουργίας δεν προσθέτει κατ' ανάγκην αξία στο κεφάλαιο των μετόχων της, τότε αγοραστές της μπορεί να αναμένονται μόνον αν διαβλέπουν σ' αυτή μια ευκαιρία κερδοφορίας, ή την είσπραξη ενός συγκεκριμένου ποσοστού απόδοσης επί της επένδυσής τους, ίσου τουλάχιστον ή μεγαλύτερου με το κόστος του κεφαλαίου τους. Έτσι, παρόλο που η πώληση από μόνη της μπορεί να προσφέρει ένα θετικό σημάδι στην αγορά, ότι δηλαδή η διοίκηση της επιχείρησης δείχνει μεγαλύτερη προσοχή στην κερδοφορία, οδηγεί την οικονομική αξία της επιχείρησης στο να αυξάνει μόνον αν η τιμή πώλησης είναι μεγαλύτερη από την αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών στον πωλητή.
- ◆ Όταν δεν εκδηλώνεται αγοραστικό ενδιαφέρον, και οι ελπίδες για μελλοντική κερδοφορία είναι αμυδρές, τότε η προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση ανά τεμάχιο λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού, είναι ίσως η καλύτερη λύση. Κι αυτό, διότι μερικές επιχειρήσεις έχουν αποδείξει ότι αξίζουν, όπως

λέγεται, «περισσότερο νεκρές παρά ζωντανές». Εξάλλου, αρκετοί μελετητές υποστηρίζουν, ότι ο καλύτερος τρόπος εξυπηρέτησης των συμφερόντων των μετόχων, είναι στις περιπτώσεις αυτές, η μερική ή ολική ρευστοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού.

1.2.3 ΟΙ ΜΟΡΦΕΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.

Πέρα από τα διάφορα είδη, στα οποία διακρίνονται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επιχειρήσεων, τα είδη αυτά συγκέντρωσης επιχειρήσεων παρουσιάζονται υπό τρεις βασικές μορφές, ανάλογα με τη συμπεριφορά που παρουσιάζουν οι διοικήσεις και οι ιδιοκτήτες των εμπλεκόμενων εταιριών – τις εξής:

- α) Οι φιλικές συγχωνεύσεις ή εξαγορές (friendly takeovers, ή friendly tender-offer). Τέτοιες είναι οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές, που προκύπτουν, ύστερα από συμφωνία μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και τη δημοσιοποίηση στους μετόχους αυτών ότι αυτές εγκρίνουν το είδος αυτό συγκέντρωσης, και συνιστούν στους μετόχους τους να εγκρίνουν κι αυτοί την παραπάνω πράξη[12], σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες.
- β) Οι εχθρικές συγχωνεύσεις ή εξαγορές (hostile takeovers), που αναφέρονται στις συγχωνεύσεις ή εξαγορές εκείνες, που προκύπτουν, όταν υπάρχει μεγάλη διαφορά απόψεων ως προς την τιμή εξαγοράς του μετοχικού κεφαλαίου μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της

εξαγοραζόμενης επιχείρησης, με συνέπεια να αντιδρούν προς ένα τέτοιο είδος συγκέντρωσης. Στην περίπτωση αυτή, η εξαγοράζουσα επιχείρηση προχωρά συνήθως με τους εξής τρόπους:

- 1) Μέσω δημόσιας προσφοράς (tender-offer) για να ξαναπροσεγγίσει τη διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, αλλά και τους μετόχους αυτής (εντός ορισμένου χρονικού ορίζοντα), ενώ από τη δική της πλευρά η υπό εξαγορά επιχείρηση, που αποτελεί και την επιχείρηση – στόχο (target company), συμβουλεύει τους μετόχους της να πράξουν τα αντίθετα, από ό τι τους προτείνει η άλλη επιχείρηση[13]. Αυτό, διότι, κατά την άποψη της οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης δεν θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους μόνο τα μετρητά, τις ομολογίες ή τις μετοχές που τους προσφέρει η εξαγοράζουσα επιχείρηση, αλλά και το πόσο θα πρέπει να εκτιμήσουν το όνομα που φέρει η επιχείρηση τους, την πελατεία που αυτή διαθέτει, καθώς και το ποιές θα είναι οι προοπτικές μετά τη συγκεκριμένη πράξη συγκέντρωσης. Στην περίπτωση, που οι μέτοχοι αυτοί αποδεχτούν την προσφορά της εξαγοράζουσας επιχείρησης και υπάρχει ασυμφωνία μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων της εξαγοραζόμενης, τότε αυτό θα οδηγήσει σε « εχθρική συγχώνευση ή εξαγορά με δημόσια προσφορά».
- 2) Με κατάληψη της επιχείρησης – στόχου, όπου ως κατάληψη νοείται η πράξη εκείνη, κατά την οποία η εξαγοράζουσα επιχείρηση καταλαμβάνει την εξαγοραζόμενη, αποκτώντας έτσι σιγά – σιγά και

αθόρυβα πακέτα μετοχών της εξαγοραζόμενης, που της δίνουν τελικά τον έλεγχο της επιχείρησης – στόχου[14].

γ) Οι στρατηγικές συμμαχίες (strategic alliances ή corporate alliances), οι οποίες προκύπτουν από συμφωνίες που ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο μεταξύ των επιχειρήσεων, που συμμετέχουν σ' αυτές και μεγιστοποιούν τα οφέλη που προσδοκούνται από τη συνεργασία αυτή. Τέλος, κατά την άποψη πολλών μελετητών, η μορφή αυτή συγχώνευσης και εξαγοράς θεωρείται το τελευταίο στάδιο πριν από τη συγχώνευση επιχειρήσεων[15].

1.3 ΤΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.

Η μεγάλη συχνότητα πραγματοποίησης συγχωνεύσεων και εξαγορών, πέρα από τις ειδικότερες συνθήκες που επικρατούν σε μια χώρα (ανταγωνισμός, οικονομική ευημερία, οικονομικές συγκυρίες, κ.λ.π.), οφείλεται συνήθως στο ότι πολλοί λόγοι ενθαρρύνουν τις επιχειρήσεις στο να προχωρούν στις μορφές αυτές ανάπτυξης. Θα αναφερθούμε στη συνέχεια στα κυριότερα κίνητρα, που ωθούν τις επιχειρήσεις σε συγκέντρωση μέσω συγχώνευσης ή εξαγοράς.

1.3.1 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ.

Οι οικονομίες κλίμακας διακρίνονται όταν το μέσο κόστος ανά μονάδα παραγωγής ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας μειώνεται, ενώ αυξάνεται ο όγκος της παραγωγής του. Οι οικονομίες κλίμακας σχετίζονται συνήθως με τις

οριζόντιες συγχωνεύσεις. Αυτό διότι, όταν ο όγκος της παραγωγής αυξάνει, η επιβάρυνση του σταθερού κόστους ανά παραγόμενη μονάδα προϊόντος ή υπηρεσίας μειώνεται, και έτσι αυξάνονται τα περιθώρια κέρδους της επιχείρησης από τα προϊόντα αυτά[16].

Οικονομίες κλίμακας, όμως, έχουν παρατηρηθεί, τόσο σε κάθετες συγχωνεύσεις, όσο και σε ανομοιογενείς συγχωνεύσεις. Στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων, οι οικονομίες κλίμακας προκύπτουν συνήθως από την από κοινού χρήση των υπηρεσιών της κεντρικής διοίκησης (του μάρκετινγκ, του λογιστηρίου, του οικονομικού ελέγχου, κ.λ.π.), ενώ στην περίπτωση των ανομοιογενών συγχωνεύσεων, οι οικονομίες κλίμακας προέρχονται από συνεργειακά οφέλη, που πηγάζουν από την παραγωγή σειράς διαφορετικών προϊόντων.

1.3.2 Η ΣΥΝΕΡΓΕΙΑ.

Η συνέργεια αποτελεί την κυριότερη μορφή υποκίνησης επιχειρήσεων για συγχώνευση, καθώς πρωταρχικός τους στόχος είναι η αύξηση της αξίας της επιχείρησης που θα προκύψει μετά τη συγχώνευση. Έτσι, αν οι επιχειρήσεις Α και Β συγχωνευθούν μεταξύ τους και συστήσουν μια νέα επιχείρηση, τη Γ, και εάν η αξία της Γ είναι μεγαλύτερη από την αξία της Α και της Β ως ξεχωριστών οικονομικών οντοτήτων, αυτό σημαίνει ότι υπάρχει συνέργεια, και ότι το σύνολο είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα των μερών ($1 + 1 = 3$ ή $2 + 2 = 5$)[17]. Με άλλα λόγια, η συγχώνευση αυτή δημιουργεί κέρδος ή και επιμέρους ωφέλειες για τους μετόχους τόσο της επιχείρησης Α, όσο και της επιχείρησης Β.

1.3.3 Η ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ.

Το κίνητρο αυτό για τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων παρατηρείται στις κάθετες συνήθως συγχωνεύσεις, όπου επιτυγχάνεται μείωση του κόστους παραγωγής, διευκολύνεται η διαδικασία διαχείρισης των αποθεμάτων και ο συντονισμός της παραγωγικής διαδικασίας, μειώνεται το κόστος της επικοινωνίας, καταργούνται οι διαπραγματεύσεις κατά την υπογραφή συμβάσεων, ενώ διευκολύνεται η εφαρμογή της τεχνολογίας και της επιδεξιότητας που αναπτύχθηκαν σε άλλο παραγωγικό τομέα[18].

1.3.4 Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΡΙΔΙΟΥ ΑΓΟΡΑΣ.

Μια επιχείρηση μπορεί να θελήσει να εξαγοράσει μια άλλη μαζί με το πελατολόγιο της, καθώς και την επωνυμία της, προκειμένου να μεγαλώσει το μερίδιο αγοράς της. Αυτό, διότι έτσι η επιχείρηση θα κερδίσει χρόνο, θα αποκτήσει έτοιμη νέα πελατεία, θα ενισχύσει το όνομα της στην αγορά ως μάρκα (brand) και θα μειώσει τον υπάρχοντα ανταγωνισμό.

1.3.5 ΟΙ ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ.

Άλλο κίνητρο, σύνηθες στις συγχωνεύσεις μικρών επιχειρήσεων με άλλες μεγάλες, είναι όταν μια επιχείρηση διαθέτει κάποιο στοιχείο που μια άλλη επιχείρηση το έχει ανάγκη. Τέτοια στοιχεία είναι συνήθως κάποια μοναδική πατέντα ή κάποιο μοναδικό προϊόν, που κατέχει μια μικρή επιχείρηση, η οποία όμως επιχείρηση δεν διαθέτει τους οικονομικούς πόρους και την υποδομή στο

μάρκετινγκ, που απαιτούνται για την εισαγωγή του προϊόντος στην αγορά και την εκμετάλλευση της πατέντας σε ευρεία κλίμακα. Τότε η μικρή επιχείρηση παρουσιάζει συγκριτικά πλεονεκτήματα στην τεχνολογία και συγκριτικά μειονεκτήματα στη διοίκηση. Προκειμένου, λοιπόν, η μικρή επιχείρηση να υπερπηδήσει τις αδυναμίες της αυτές, αποφασίζει και συνήθως προχωρεί σε συγχώνευση με μια μεγαλύτερη επιχείρηση, που εμφανίζει ώριμη και πλήρη διοικητική οργάνωση, διότι η συγχώνευση των δύο εταιριών μπορεί να οδηγήσει σε ευκαιρίες και οικονομικά οφέλη, που καμία από τις δύο δεν θα μπορούσε από μόνη της να επιτύχει, αφού το κόστος θα ήταν δυσβάσταχτο, οι πόροι της ανεπαρκείς και η αναγκαία τεχνογνωσία ανύπαρκτη[19].

1.3.6 Η ΔΙΑΦΟΡΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ.

Η διαφορική διοικητική αποτελεσματικότητα αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα κίνητρα συγχώνευσης ή εξαγοράς μεταξύ επιχειρήσεων, καθώς με αυτή η διαχείριση των πόρων των εταιριών, που συμμετέχουν στο είδος αυτό συγκέντρωσης, γίνεται πιο αποτελεσματική.

Πιο συγκεκριμένα, αν η διοίκηση της επιχείρησης Α είναι περισσότερο αποτελεσματική σε σχέση με τη διοίκηση της επιχείρησης Β, μετά την εξαγορά της Β από την Α, η διοικητική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης Β θα αυξηθεί σε τέτοιο βαθμό, ώστε να φθάσει στο επίπεδο αποτελεσματικότητας της επιχείρησης Α. Κι αυτό, διότι η επιχείρηση Β, μετά την εξαγορά, θα βρίσκεται υπό την ίδια διοίκηση με την Α.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η διαφορεική διοικητική αποτελεσματικότητα συναντάται κυρίως ως κίνητρο συγχωνεύσεων ή εξαγορών μεταξύ επιχειρήσεων, που ανήκουν είτε στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας (οριζόντιες συγχωνεύσεις), είτε σε συναφείς κλάδους (ομοκεντρικές συγχωνεύσεις). Αυτό, διότι οι επιχειρήσεις, που δραστηριοποιούνται στον ίδιο ή σε συναφείς κλάδους με αυτόν που ανήκει η ανεπαρκώς διοικούμενη επιχείρηση, παρουσιάζουν μεγαλύτερες πιθανότητες να είναι και οι υποψήφιοι αγοραστές της, αφού διαθέτουν πείρα για τον εντοπισμό εταιριών που παρουσιάζουν χαμηλότερες επιδόσεις και τιμές δεικτών κάτω του μέσου όρου του κλάδου τους, αλλά και διοικητική τεχνογνωσία για τη βελτίωση των επιδόσεων αυτών.

1.3.7 Η ΑΥΞΗΜΕΝΗ ΔΑΝΕΙΟΛΗΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ.

Η αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας αποτελεί ένα ακόμα κίνητρο για τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων, επειδή βοηθά τις συνδυαζόμενες επιχειρήσεις να αυξήσουν έτσι την αξία τους. Αυτό συμβαίνει, διότι με τη συγχώνευση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, των οποίων οι ταμειακές ροές δεν συσχετίζονται τέλεια, μειώνεται ο κίνδυνος της επιχείρησης και η διασπορά αυτού που γίνεται σε τέτοιο σημείο, ώστε να είναι μικρότερος από το άθροισμα των κινδύνων των δύο επιχειρήσεων, όταν λειτουργούσαν ξεχωριστά[20]. Αυτό συμβαίνει, διότι όσο πιο μεγάλος είναι ο όγκος της συνδυαζόμενης οντότητας, τόσο μεγαλύτερη είναι η ασφάλεια που νιώθουν οι δανειστές, αφού με τη συγχώνευση μειώνεται η πιθανότητα χρεοκοπίας καθεμιάς μεμονωμένα, με αποτέλεσμα οι δανειστές να επιτρέπουν στην προκύπτουσα νέα οντότητα την επίτευξη υψηλότερων τόκων και μεγαλύτερων φορολογικών απαλλαγών.

1.3.8 ΟΙ ΑΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΤΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΑΛΛΑΓΕΣ.

Το κίνητρο αυτό αναφέρεται στις πιθανές εκείνες φορολογικές απαλλαγές μιας επιχείρησης, που προέκυψαν λόγω συσσωρευμένων ζημιών αυτής σε προηγούμενες χρήσεις, και που εξαιτίας της αδυναμίας της να πραγματοποιήσει τα κέρδη που απαιτούνται για την ενεργοποίηση των φορολογικών απαλλαγών, αδυνατεί να κάνει χρήση αυτών. Στην περίπτωση αυτή, η επιχείρηση προκειμένου να εκμεταλλευτεί τις φοροαπαλλαγές αυτές, θα μπορεί να τις μεταβιβάσει σε μια άλλη επικερδή επιχείρηση, μέσω συγχώνευσης με αυτή. Κι αυτό, διότι εάν συγχωνευθούν οι δύο επιχειρήσεις, η ζημιά της μιας θα αφαιρεθεί από τα κέρδη της άλλης και έτσι η ενοποιημένη επιχείρηση θα παρουσιάζει μικρότερο φορολογικό εισόδημα, και μικρότερες επομένως φορολογικές επιβαρύνσεις[21].

1.3.9 Η ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ.

Η αναπροσαρμογή των αποσβέσεων αποτελεί ένα σημαντικό κίνητρο για τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων, καθώς αναφέρεται στην αύξηση της βάσης πάνω στην οποία υπολογίζεται η απόσβεση των παγίων στοιχείων της επιχείρησης. Η αύξηση αυτή προκύπτει όταν η τιμή που πληρώνει η εξαγοράζουσα επιχείρηση για τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, τα οποία υπόκεινται σε απόσβεση, ξεπερνά τη λογιστική τους αξία. Στην περίπτωση αυτή, η επιχείρηση αναπροσαρμόζει τη βάση των αποσβέσεων των αγοραζομένων παγίων στην αγοραία τους αξία και υπολογίζει τις αποσβέσεις, σύμφωνα με την υψηλότερη αυτή αξία. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, η μελλοντική

φορολογική επιβάρυνση (μετά φόρων) της νέας επιχείρησης να είναι χαμηλότερη από το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων (μετά φόρων) των επιχειρήσεων ως χωριστών επιχειρησιακών οντοτήτων.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί, ότι η αναπροσαρμογή της βάσης, πάνω στην οποία υπολογίζεται η απόσβεση των παγίων στοιχείων της επιχείρησης, δημιουργεί συχνά φορολογικά κέρδη για την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Τα κέρδη αυτά προέρχονται συνήθως από δύο πηγές. Πρώτον, από το ότι η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αναπροσαρμόζει την αξία των αγορασθέντων παγίων στην αντικειμενική τους αξία, όπως αυτή προσδιορίζεται από τη μεταβολή του πληθωρισμού, και δεύτερον από το ότι η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αποσβήνει και τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας και της αντικειμενικής αξίας, που συνιστά επιπρόσθετη αναπροσαρμογή και μπορεί να ωφελήσει ακόμα περισσότερο την ίδια.

1.3.10 Η ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΠΑΓΙΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΕ ΤΙΜΗ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΗ ΑΠΟ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΟΥΣ.

Το κίνητρο αυτό αναφέρεται στις περιπτώσεις, όπου το κόστος αντικατάστασης των παγίων στοιχείων μιας επιχείρησης σε τρέχουσες τιμές είναι πολύ υψηλότερο από το κόστος κτήσης τους (ιστορικό κόστος), οπότε συμφέρει την επιχείρηση να αποκτήσει την πρόσθετη παραγωγική δυναμικότητα ή τις εγκαταστάσεις που απαιτούνται για την παραγωγή ενός προϊόντος, μέσω εξαγοράς ή συγχώνευσης μιας άλλης επιχείρησης, που διαθέτει ήδη τις εγκαταστάσεις για την παραγωγή του προϊόντος αυτού[22]. Συνεπώς, όταν η

τρέχουσα αξία του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι μικρότερη από τη λογιστική της αξία, τότε η επιχείρηση αυτή είναι υποψήφια για πιθανή συγχώνευση.

1.3.11 Η ΤΑΧΕΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗ.

Ένα άλλο κίνητρο για συγχώνευση ή εξαγορά μεταξύ επιχειρήσεων είναι το κίνητρο της επίτευξης ταχείας ανάπτυξης. Κι αυτό, διότι μια επιχείρηση συχνά επιθυμεί να αναπτυχθεί πιο γρήγορα, χρησιμοποιώντας εξωγενείς παράγοντες παρά με παράγοντες εσωτερικής ανάπτυξης. Έτσι, εξαγοράζοντας η επιχείρηση αυτή κάποια άλλη μπορεί να πετύχει να εξαπλωθεί πιο γρήγορα σε νέα προϊόντα, νέες υπηρεσίες, νέες αγορές προϊόντων και να διευρύνει τα ήδη υπάρχοντα κανάλια διανομής και να ενισχύσει τη δομή και την οργάνωση της εν γένει.

1.3.12 Η ΕΝΤΑΞΗ ΝΕΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.

Στόχους κάθε ανεπτυγμένης ή αναπτυσσόμενης επιχείρησης αποτελούν πάντα η ανάπτυξη και η ένταξη νέων προϊόντων, νέων και φθηνότερων τρόπων παραγωγής προϊόντων. Αυτό, διότι μια μεγάλη επιχείρηση εξαγοράζοντας μια μικρότερη, που είναι εξειδικευμένη σε έναν ορισμένο τομέα δραστηριότητας, η τεχνολογία και τεχνογνωσία της μικρής επιχείρησης θα περάσει στον έλεγχο της μεγάλης επιχείρησης, η οποία θα αποφύγει την εξ αρχής δημιουργία κατάλληλης υποδομής, τόσο τεχνικής, όσο και φυσικής, για την εφαρμογή της

καινούργιας τεχνολογίας, που μπορεί να οδηγήσει σε οικονομίες κλίμακας, πετυχαίνοντας έτσι σημαντική μείωση του κόστους παραγωγής της επιχείρησης.

1.3.13 Η ΕΠΕΚΤΑΣΗ ΤΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΕ ΝΕΕΣ ΑΓΟΡΕΣ.

Η επέκταση της δραστηριότητας και των προϊόντων μιας επιχείρησης σε νέες αγορές αποτελεί συχνά ένα σημαντικό κίνητρο για τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων, καθώς με τον τρόπο αυτόν οι τελευταίες καταφέρνουν να κάνουν τα προϊόντα τους γνωστά σε νέους καταναλωτές και πετυχαίνουν έτσι την κυκλοφορία τους σε ευρύτερη αγορά. Βέβαια, τέτοιες συμφωνίες ή ενώσεις μεταξύ επιχειρήσεων δεν είναι εύκολες, καθώς οι συμφωνίες αυτές θα πρέπει να είναι σύμφωνες τόσο με το δίκαιο του ανταγωνισμού, που ισχύει σε κάθε περίπτωση, όσο και με το τι συμφέρει την ενδιαφερόμενη επιχείρηση[23].

1.3.14 Η ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ.

Το κίνητρο αυτό, το οποίο αποτελεί συνέχεια αυτού της ταχείας ανάπτυξης (που αναπτύχθηκε παραπάνω), ισχύει στις περιπτώσεις εκείνες, όπου μια επιχείρηση δεν διαθέτει τα αναγκαία μέσα για να αναπτυχθεί εσωτερικά ή ο κλάδος στον οποίο ανήκει χαρακτηρίζεται από πλεονάζουσα παραγωγική δυναμικότητα[24]. Στις περιπτώσεις αυτές, η επιχείρηση εκμεταλλεύομενη τα πλεονεκτήματα που προσφέρονται μέσω της συγκέντρωσης² επιχειρήσεων, προχωρεί σε συγχώνευση με κάποια άλλη επιχείρηση, που αποτελεί και το

αποτελεσματικότερο και συντομότερο μέσο για την επίτευξη διαφοροποίησης, δεδομένης και της ιδιαίτερης σημασίας του χρόνου[25].

1.3.15 Η ΔΥΣΚΟΛΗ ΕΙΣΟΔΟΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΝΕΩΝ Ή ΑΝΕΠΙΘΥΜΗΤΩΝ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΩΝ.

Η δύσκολη είσοδος νέων ανταγωνιστών ή η αποτροπή εισόδου ανεπιθύμητων ανταγωνιστών στην αγορά δραστηριοποίησης άλλων επιχειρήσεων αποτελεί συχνά ένα σημαντικό, αλλά έμμεσο κίνητρο για τη συγχώνευση και εξαγορά επιχειρήσεων. Πολλές φορές όμως, η τακτική αυτή δεν αποδίδει, καθώς οι επιχειρήσεις συχνά δεν είναι εντάσεως κεφαλαίου και τεχνολογίας, αλλά είναι εντάσεως εργασίας. Αυτό σημαίνει, ότι το εξειδικευμένο προσωπικό που εργάζεται σε μια μεγάλη επιχείρηση, η οποία κατέχει πολύ μεγάλο μερίδιο αγοράς, μπορεί να αποχωρήσει και να δημιουργήσει μια νέα και εξίσου ανταγωνιστική εταιρία στον κλάδο, και να διεκδικεί σημαντικό μερίδιο αγοράς.

Το εάν το κίνητρο αυτό, καθώς και ορισμένα άλλα που αναλύθηκαν πιο πάνω, είναι σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία, αυτό είναι ένα ζήτημα, το οποίο εξετάζεται στο δεύτερο μέρος της παρούσας μελέτης.

1.3.16 ΤΑ ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΟΦΕΛΗ ΤΩΝ MANAGERS.

Τα χρηματοοικονομικής φύσεως κίνητρα, που αναλύθηκαν πιο πάνω, συχνά δεν αποτελούν τους μόνους λόγους για τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων. Αυτό, διότι πολλοί από εκείνους, που έχουν και ασκούν την

²⁵ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε παραγράφους 1.3.1 – 1.3.13 του πρώτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

εξουσία στις επιχειρήσεις, αρέσκονται στο να αποκτούν περισσότερο έλεγχο πάνω σε άτομα και επιχειρήσεις, παρά να διοικούν μικρές εταιρίες[26]. Βέβαια, κανένας από τους managers αυτούς δεν παραδέχεται κάτι τέτοιο, πολλοί όμως μελετητές συγχωνεύσεων και εξαγορών υποστηρίζουν ότι η απόκτηση εξουσίας παίζει πρωταρχικό ρόλο σε πολλές περιπτώσεις τέτοιου είδους συγκέντρωσης επιχειρήσεων.

Εκτός από την «ανάγκη» απόκτησης ελέγχου και εξουσίας των διοικούντων, έχει παρατηρηθεί, ότι και οι υψηλοί μισθοί, καθώς και οι επιπρόσθετες αμοιβές σχετίζονται με το μέγεθος της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει, ότι όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση, τόσο υψηλότερες είναι και οι αποδοχές των διοικητικών υπαλλήλων των ανώτατων διοικητικών κλιμακίων. Συνεπώς, και τα μισθολογικά πλεονεκτήματα αποτελούν κίνητρο για την παρακίνηση των διοικούντων προς συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων, η οποία με τη σειρά της θα αυξήσει το μέγεθος, τον πλούτο, την ανάπτυξη της επιχείρησής τους, και το προσωπικό γόητρο των διοικούντων[27].

1.4 ΤΥΠΟΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.

Μια επιχείρηση μπορεί να εξαγοραστεί από μια άλλη, είτε με την αγορά από την εξαγοράζουσα των ενεργητικών περιουσιακών της στοιχείων, είτε με την αγορά από αυτή του κοινού μετοχικού της κεφαλαίου. Πιο συγκεκριμένα[28]:

1.4.1 ΕΞΑΓΟΡΑ ΜΕ ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ.

Μια εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει τον έλεγχο μιας άλλης επιχείρησης (εξαγοραζόμενης), αγοράζοντας το σύνολο ή ένα μέρος των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού της εξαγοραζόμενης, και δίνοντας ως αντάλλαγμα (τίμημα εξαγοράς) μετρητά ή ένα μέρος του μετοχικού της κεφαλαίου. Συχνά, όμως, η εξαγοράζουσα επιχείρηση αγοράζει μόνον τα στοιχεία του ενεργητικού της άλλης επιχείρησης και δεν αποδέχεται τις υποχρεώσεις της. Μετά την πραγματοποίηση της συναλλαγής αυτής, η εταιρία που πουλάει το ενεργητικό της παραμένει με στοιχεία ενεργητικού, που αποτελούνται μόνο από μετρητά ή από μετοχές της. Τα στοιχεία αυτά, η εξαγοραζόμενη επιχείρηση μπορεί να τα μοιράσει στους μετόχους της ως μέρος ρευστοποίησης των τίτλων τους, και να ακολουθήσει στη συνέχεια τη διαδικασία λύσης αυτής. Υπάρχει όμως και η δυνατότητα, η εξαγοραζόμενη επιχείρηση να διατηρήσει τα μετρητά, να τα επενδύσει κάπου αλλού και να συνεχίσει έτσι να δραστηριοποιείται. Αυτό, όμως, εξαρτάται από τη στρατηγική, την οποία ακολουθεί η διοίκηση της επιχείρησης σε κάθε περίπτωση.

1.4.2 ΕΞΑΓΟΡΑ ΜΕ ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.

Στην περίπτωση αυτή, μια επιχείρηση ενώνεται με μια άλλη, αποκτώντας το κοινό μετοχικό κεφάλαιο της τελευταίας. Έτσι, η εξαγοραζόμενη επιχείρηση παύει να υπάρχει και η εξαγοράζουσα αποδέχεται όλα τα ενεργητικά και

παθητικά περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης. Όμως, ο τρόπος πληρωμής για την αγορά της εταιρίας παραμένει ο ίδιος, πράγμα που σημαίνει ότι αυτός μπορεί να έχει είτε τη μορφή μετρητών, είτε τη μορφή μετοχών της αγοράστριας επιχείρησης.

Τέλος, μελετώντας κανείς τις εξαγορές επιχειρήσεων που έχουν σημειωθεί, μπορεί να πει ότι, ως επικρατέστερος από τους δύο παραπάνω τύπους συναλλαγής εμφανίζεται αυτός της απόκτησης ενεργητικών περιουσιακών στοιχείων. Κι αυτό, διότι με τον τρόπο αυτό οι επίδοξοι αγοραστές μιας επιχείρησης αποφεύγουν τον κίνδυνο να αντιμετωπίσουν απρόβλεπτες μελλοντικές υποχρεώσεις ή αξιώσεις τέτοιου είδους εναντίον της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, λόγω της μη αποδοχής των υποχρεώσεών της.

1.5 Η ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΚΑΙ Η ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Οι τρόποι με τους οποίους συγχωνεύονται οι ανώνυμες εταιρίες (Α.Ε) διαφέρουν σημαντικά από αυτούς που αφορούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές άλλων τύπων επιχειρήσεων (Ε.Π.Ε, Ο.Ε, κ.λ.π.). Πιο συγκεκριμένα:

1.5.1 ΠΟΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΡΥΘΜΙΖΟΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΕΙΜΕΝΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ.

Οι συγχωνεύσεις, που ρυθμίζονται από την ελληνική νομοθεσία είναι οι ακόλουθες[29]:

- α) Συγχώνευση εταιριών περιορισμένης ευθύνης (Ε.Π.Ε), είτε δια συστάσεως νέας Ε.Π.Ε, είτε δια απορροφήσεως από μια Ε.Π.Ε άλλης ή άλλων Ε.Π.Ε (άρθρα 54 και 55 του ν. 3190/1955 « Περί Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης»).
- β) Συγχώνευση ανωνύμων εταιριών, σύμφωνα με τα άρθρα 68 – 80 του ν. 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιριών», όπως τροποποιήθηκαν με το Π.Δ 498/1987, με το οποίο προσαρμόσθηκε το ημεδαπό δίκαιο προς την τρίτη οδηγία της Ε.Ο.Κ.

Με τις παραπάνω διατάξεις των νόμων 2190/1920 και 3190/1955 ρυθμίζονται οι συγχωνεύσεις μεταξύ Ε.Π.Ε και οι συγχωνεύσεις μεταξύ Α.Ε. Με βάση, όμως, τις ειδικές διατάξεις των πιο πάνω νόμων, είναι δυνατόν να ρυθμίζονται και οι ακόλουθες περιπτώσεις συγχωνεύσεων[30]:

1. Συγχώνευση ομόρρυθμης με ομόρρυθμη εταιρία, και ετερόρρυθμης με ετερόρρυθμη εταιρία.
2. Συγχωνεύσεις εταιριών διαφορετικού τύπου (π.χ. προσωπικές με Ε.Π.Ε ή με Α.Ε, κ.λ.π.).
3. Συγχωνεύσεις ατομικών επιχειρήσεων με προσωπικές εταιρίες ή με Ε.Π.Ε ή με Α.Ε.

1.5.2 ΤΡΟΠΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 68 §1 του ν. 2190/1920, « η συγχώνευση ανωνύμων εταιριών πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση, είτε με τη σύσταση νέας εταιρίας». Σύμφωνα, εξάλλου, με τη διάταξη του άρθρου 79 §1 του ίδιου νόμου, η εξαγορά ανωνύμων εταιριών από άλλη ανώνυμη εταιρία εξομοιώνεται με τη συγχώνευση με απορρόφηση. Έτσι, σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 2190/1920, η συγχώνευση ανωνύμων εταιριών είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί κατά από τους ακόλουθους τρόπους:

- A. Με την απορρόφηση μιας ή περισσότερων ανωνύμων εταιριών από άλλη ανώνυμη εταιρία, που διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 68 – 77 του ν. 2190/1920. Τον τρόπο αυτό συγχώνευσης αναπτύσσουμε στο κεφάλαιο 3 του πρώτου αυτού μέρους.

Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι ειδικότερη μορφή συγχώνευσης με απορρόφηση αποτελεί η περίπτωση, κατά την οποία η απορροφούσα επιχείρηση αποκτά το 100% των μετοχών της απορροφούμενης. Η περίπτωση αυτή διέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 78 του ν. 2190/1920. Τον ειδικότερο αυτό τρόπο συγχώνευσης με απορρόφηση αναπτύσσουμε πιο κάτω στο κεφάλαιο 4 του πρώτου αυτού μέρους.

- B. Με τη συγχώνευση μέσω λύσης δύο ή περισσότερων ανωνύμων εταιριών και τη σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας, που διέπεται από τις διατάξεις του

άρθρου 80 του ν. 2190/1920. Τον τρόπο αυτό συγχώνευσης αναπτύσσουμε πιο κάτω στο κεφάλαιο 5 του πρώτου αυτού μέρους.

Γ. Με την εξαγορά μιας ή περισσότερων ανωνύμων εταιριών από άλλη ανώνυμη εταιρία, που διέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 79 του ν. 2190/1920. Τον τρόπο αυτό συγχώνευσης αναπτύσσουμε πιο κάτω στο κεφάλαιο 6 του πρώτου αυτού μέρους.

Και στις τρεις αυτές μορφές συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών παρατηρείται το φαινόμενο της λήξης της υπάρξεως νομικού προσώπου μιας ή περισσότερων εταιριών, χωρίς να προηγηθεί διαδικασία εκκαθάρισης αυτών, και χωρίς να γίνει μεταβίβαση της περιουσίας (περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις) των εξαφανιζόμενων ανωνύμων εταιριών στην ανώνυμη εταιρία, που υπάρχει, ή που για πρώτη φορά ιδρύεται (καθολική διαδοχή).

Η κατά καθολική διαδοχή (γνήσια) συγχώνευση ανώνυμης εταιρίας είναι δυνατή, σύμφωνα με το νόμο (άρθρο 75 του ν. 2190/1920) , μόνο με άλλη ή άλλες ανώνυμες εταιρίες, όχι όμως και με άλλης μορφής εταιρίες, π.χ. με προσωπικές ή περιορισμένης ευθύνης εταιρίες[31]. Εάν επιδιώκεται συγχώνευση με καθολική διαδοχή εταιριών άλλης μορφής πλην της ανώνυμης, οι εταιρίες αυτές πρέπει, πριν τη συγχώνευση, να μετατραπούν σε ανώνυμες εταιρίες.

Τέλος, η χωρίς καθολική διαδοχή (καταχρηστική) συγχώνευση είναι δυνατή, ανεξάρτητα από τη νομική μορφή των εταιριών που συγχωνεύονται ή

προέρχονται από τη συγχώνευση[32]. Στις περιπτώσεις αυτές δεν λαμβάνει χώρα καθολική διαδοχή, καθώς δεν είναι δυνατή η κυριολεκτική συγχώνευση με αλλοδαπή εταιρία. Βέβαια, τα περιουσιακά στοιχεία της αλλοδαπής εταιρίας είναι δυνατόν να εισαχθούν και να εισέλθουν στην ημεδαπή εταιρία – που ιδρύεται ή που αυξάνει το κεφάλαιό της – ή να αγοραστούν απ' αυτή, αλλά κατά ειδική διαδοχή.

1.6 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ.

Για τις συγχωνεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων ίσχυαν παλιότερα οι διατάξεις των άρθρων 1 – 15 του ν. 2292/1953, οι οποίες καταργήθηκαν με το άρθρο 16 §18 του ν. 2115/1997. Σήμερα ισχύουν οι διατάξεις του άρθρου 16 του ν. 2515/1997, που αναφέρονται στη συγχώνευση (ανωνύμων) πιστωτικών ιδρυμάτων κατά την έννοια του άρθρου 2 §1 του ν. 2076/1992 [33].

1.6.1 ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΤΟΥ ΑΡΘΡΟΥ 16 ΤΟΥ Ν. 2515/1997.

Με τις διατάξεις του άρθρου 16 του ν. 2515/1997 ρυθμίζονται θέματα συγχώνευσης πιστωτικών ιδρυμάτων κατά την έννοια του άρθρου 2 §1 του ν. 2076/1992, όπου, κατά τη διάταξη της παραγράφου αυτής, ως «πιστωτικό ίδρυμα» νοείται «η επιχείρηση εκείνη, η δραστηριότητα της οποίας συνίσταται στην αποδοχή καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων από το κοινό, και στη χορήγηση πιστώσεων για λογαριασμό της». Οι διατάξεις του άρθρου αυτού

(άρθρο 16), σύμφωνα με τα οριζόμενα στην §3 αυτού, δεν εφαρμόζονται στα πιστωτικά ιδρύματα που αναφέρονται στο άρθρο 3 §§2-3 του ν. 2076/1992, δηλαδή στην Τράπεζα της Ελλάδος, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, την ΕΤΒΑ, το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, στα Πιστωτικά Ιδρύματα που εδρεύουν και λειτουργούν σε άλλα κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.) που έχουν ρητά εξαιρεθεί από τις κοινοτικές οδηγίες που αφορούν την ανάληψη και άσκηση δραστηριότητας πιστωτικού ιδρύματος, καθώς και στα πιστωτικά ιδρύματα που συνιστώνται και λειτουργούν με τη μορφή αμιγούς πιστωτικού συνεταιρισμού³ [34].

1.6.2 ΤΡΟΠΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ.

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 16 §1 του ν. 2515/1997, συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων κατά την έννοια του άρθρου 2 §1 του ν. 2076/1992 πραγματοποιείται με τους ακόλουθους τρόπους[35]:

- A. Με την απορρόφηση ενός ή περισσότερων (ανωνύμων) πιστωτικών ιδρυμάτων από άλλο πιστωτικό ίδρυμα, που διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 68 – 77 του ν. 2190/1920, με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 16 του ν. 2515/1997.
- B. Με τη συγχώνευση μέσω λύσης δύο ή περισσότερων (ανωνύμων) πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σύσταση νέου πιστωτικού ιδρύματος, που

³ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην Εγκύκλιο του Υπ. Οικονομικών με αριθμό 1082375/1997, πολ. 1220, «Περί κοινοποιήσεως του άρθρου 16 του ν. 2515/1997 για τη συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων».

διέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 80 του ν. 2190/1920, με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 16 του ν. 2515/1997.

Γ. Με την εξαγορά μιας ή περισσότερων (ανωνύμων) πιστωτικών ιδρυμάτων από άλλο πιστωτικό ίδρυμα, που διέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 79 του ν. 2190/1920, με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 16 του ν. 2515/1997.

Όσον αφορά τις ειδικότερες διαδικασίες και διατυπώσεις (στάδια), που ισχύουν σε καθένα από τους πιο πάνω τρόπους συγχώνευσης πιστωτικών ιδρυμάτων, μπορούμε να πούμε ότι εφαρμόζονται οι διατάξεις των άρθρων 68 – 80 του ν. 2190/1920, εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά στο άρθρο 16 του ν. 2515/1997. Επειδή, όμως, τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν μια ειδική κατηγορία ανωνύμων εταιριών, και οι διατάξεις που αφορούν τις συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων αποτελούν εξαιρέσεις στον κανόνα, στην παρούσα μελέτη θα ασχοληθούμε αποκλειστικά με τις ανώνυμες επιχειρήσεις ως σύνολο, και όχι ειδικά με τις συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων, που διέπονται, όπως ήδη αναφέρθηκε από τις διατάξεις του άρθρου 16 του ν. 2515/1997.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Σακκέλης Ι. Εμμανουήλ, Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως – Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων – Συγχωνεύσεις και Μετατροπές Εταιριών, 2^η έκδοση, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, 1994, σελ. 149.
2. Brigham F. Eugene – Gapenski C. Louis, Intermediate Financial Management, 5th edition, The Dryden Press, 1996, σελ. 829.
3. Brigham – Weston – Besley, Essentials of Managerial Finance, 11th edition, The Dryden Press, 1996, σελ. 748.
4. Brigham – Gapenski, ό.π., σελ. 829.
5. Σακκέλης, ό.π., σελ. 149.
6. Brigham – Gapenski, ό.π., σελ. 850.
7. Sternand M. Joel – Chew JR H. Donald, The Resolution in Corporate Finance, Basil Blackwell Editions Ltd, 1986, σελ. 428 – 436.
8. Sternand – Chew JR, ό.π., σελ. 423.
9. Van Horne C. James, Financial Management and Policy, 11th edition, Prentice Hall International Editions, 1998, σελ. 623.

10. Sternand – Chew JR, ό.π., σελ. 438.
11. Brigham – Gapenski, ό.π., σελ. 851.
12. Brigham – Gapenski, ό.π., σελ. 832.
13. Van Horne, ό.π., σελ. 605.
14. Sternand – Chew JR, ό.π., σελ. 372 – 374.
15. Brigham – Gapenski, ό.π., σελ. 848.
16. Sternand – Chew JR, ό.π., σελ. 361.
17. Van Horne, ό.π., σελ. 599.
18. Cooke E. Terence, Mergers & Acquisitions, Basil Blackwell Editions Ltd, 1989, σελ. 27 – 28.
19. Brealey A. Richard – Myers C. Stewart, Principles of Corporate Finance, 4th edition, International edition, McGraw Hill, 1991, σελ. 822.
20. Brealey – Myers, ό.π., σελ. 827 – 828.
21. Cooke, ό.π., σελ. 31 – 32.

22. Cooke, ό.π., σελ. 29 – 30.
23. Cooke, ό.π., σελ. 29.
24. Van Horne, ό.π., σελ. 601.
25. Van Horne, ό.π., σελ. 222 – 229.
26. Cooke, ό.π., σελ. 28.
27. Brigham – Gapenski, ό.π., σελ. 828.
28. Van Horne, ό.π., σελ. 592.
29. Σακκέλης, ό.π., σελ. 156.
30. Σακκέλης, ό.π., σελ. 157.
31. Λεβαντής Φ. Ελευθέριος, Το Δίκαιο των Εμπορικών Εταιριών (Τόμος Δ', Ανώνυμες Εταιρίες), Εκδόσεις ANT. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1989, σελ. 1563.
32. Λεονταρής Κ. Μιλτιάδης, Μετατροπή – Συγχώνευση – Διάσπαση Εταιριών, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 2000, σελ. 131.
33. Λεονταρής, ό.π., σελ. 146.

34. Λεονταρής, ό.π., σελ. 149.

35. Λεονταρής, ό.π., σελ. 147 – 148.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

2.1 ΓΕΝΙΚΑ.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την αξιολόγηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, καθώς και για τον καθορισμό του κόστους αυτής (όταν η συγχώνευση ή εξαγορά έχει χρηματοδοτηθεί με μετρητά ή μετοχές) είναι η εκτίμηση της αξίας των εμπλεκόμενων σ' αυτήν επιχειρήσεων, και ειδικότερα της επιχείρησης – στόχου (απορροφούμενης ή εξαγοραζόμενης). Έτσι, στις περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές, ο πωλητής (η υπό εξαγορά επιχείρηση) μπορεί να είναι σε θέση να εκτιμήσει την επιχείρηση που πουλά, αλλά και να μη γνωρίζει ακριβώς την τιμή εξαγοράς της. Από την άλλη πλευρά, ο υποψήφιος αγοραστής θα πρέπει να είναι σε θέση να δώσει κάποιες ενδείξεις για την τιμή εξαγοράς της επιχείρησης του πωλητή, ώστε να προκαλέσει το ενδιαφέρον αυτού κατά τα πρώτα στάδια της διαπραγμάτευσης (στηριζόμενος κυρίως σε μια σειρά παρελθοντικών οικονομικών καταστάσεων).

Βέβαια, πολλοί παράγοντες επηρεάζουν τον καθορισμό της τιμής εξαγοράς μιας ζωντανής και λειτουργούσας επιχείρησης. Όμως, οι τεχνικές διαπραγμάτευσης αυτής δεν διαφέρουν από τις τεχνικές διαπραγμάτευσης που χρησιμοποιούνται για την εξαγορά ενός οποιουδήποτε άλλου περιουσιακού στοιχείου. Έτσι, ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να υποστηρίξει ότι η τάση των κερδών της υπό εξαγορά επιχείρησης είναι φθίνουσα, ότι οι γραμμές παραγωγής παρουσιάζουν

δυσλειτουργίες, ή ότι επιπλέον κεφάλαιο κίνησης είναι απαραίτητο. Από την πλευρά του, ο πωλητής μπορεί να επιδεικνύει όλες τις δραστηριότητες και τις συνθήκες, οι οποίες αυξάνουν ή θα αυξήσουν τα μελλοντικά κέρδη και την παρούσα αξία της επιχείρησης. Κάποια στιγμή, όμως, οι δύο πλευρές θα συμφωνήσουν πιθανόν σε κάποιο κοινά αποδεκτό τίμημα εξαγοράς, προκειμένου οι προσπάθειές τους να έχουν κάποιο αποτέλεσμα.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι κατά τον προσδιορισμό της τιμής εξαγοράς, οι υποψήφιοι αγοραστής θα πρέπει να έχουν πάντοτε στο μυαλό τους ότι το κίνητρο που τους οδηγεί στην εξαγορά αυτή, θα επηρεάσει την τιμή της. Έτσι, αν αντικειμενικός τους σκοπός είναι η απόκτηση μιας δρώσας επιχείρησης και η συνέχιση της λειτουργίας αυτής, τότε η τιμή εξαγοράς που θα προκύψει, θα είναι διαφορετική από την τιμή που θα προκύψει, αν αντικειμενικός τους σκοπός είναι είτε η ρευστοποίηση ενός μέρους της εξαγοραζόμενης επιχείρησης ή η εξαγορά μόνο μιας παραγωγικής της γραμμής[1].

Με βάση, λοιπόν, το παραπάνω σκεπτικό, στις παραγράφους που ακολουθούν, θα ασχοληθούμε με τις μεθόδους και τα μέτρα σύγκρισης, που μπορούν να βοηθήσουν τον υποψήφιο αγοραστή στις παραπάνω προσπάθειές του, στηριζόμενοι στην υπόθεση ότι αυτός αποβλέπει στην απόκτηση μιας ζωντανής, λειτουργούσας οικονομικής μονάδας, την οποία προτίθεται να ενοποιήσει με την δική του. Τέλος, τις μεθόδους αυτές και τα μέτρα σύγκρισης καλό θα είναι να γνωρίζει και ο πωλητής, ώστε να είναι κι αυτός εξοικειωμένος με την εικόνα που παρουσιάζει η επιχείρηση του στην αγορά, και να μπορεί να

προχωρήσει σε προβλέψεις για το τι μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο συζήτησης, κατά τις αρχικές ή και τελικές διαπραγματεύσεις.

2.2 ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ.

2.2.1 Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ.

Η λογιστική αξία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, και ειδικότερα η καθαρή αξία αυτής, όπως εμφανίζεται στον ισολογισμό αυτής συμπεριλαμβανομένου και του λογαριασμού «μετοχικό κεφάλαιο», παίζει σημαντικό ρόλο κατά τον καθορισμό της τιμής εξαγοράς. Βέβαια, σε πολλές βιομηχανικές επιχειρήσεις, η λογιστική αξία μιας επιχείρησης μπορεί να παρουσιάζεται άλλοτε υποτιμημένη λόγω πληθωρισμού, και άλλοτε υπερτιμημένη λόγω αποσβέσεων, και εντός του πλαισίου που καθιερώνουν οι γενικά παραδεχτές λογιστικές αρχές (General Accepted Accounting Principles – GAAP)¹. Όμως, ανεξάρτητα από το αν η λογιστική αξία μιας επιχείρησης είναι χαμηλή ή υψηλή, η αξία αυτή ασκεί συνήθως μικρές πιέσεις στα κέρδη μιας (βιομηχανικής) ανώνυμης εταιρίας, ενώ το μέγεθος των κερδών της επιχείρησης αποτελεί ένα σημαντικό στοιχείο για τον καθορισμό μιας αρχικής τιμής εξαγοράς, κατά τις διαπραγματεύσεις.

2.2.2 Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ.

Η αποτίμηση της αξίας ενός εργοστασίου, του εξοπλισμού, των αποθεμάτων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων είναι πάντοτε χρήσιμη, και κάτω από ορισμένες

¹ Κατά το πλαίσιο αυτό, υποστηρίζεται ότι οι μέθοδοι διαχείρισης των αποθεμάτων (FIFO, LIFO) μπορούν να πληθωρίσουν ή να αποπληθωρίσουν την αξία της επιχείρησης, όπως εμφανίζεται στα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης.

περιστάσεις μπορεί να παίξει σημαντικό ρόλο στον τελικό καθορισμό της τιμής εξαγοράς. Έτσι, αν ο αγοραστής αποκτήσει μια υψηλά ανταγωνιστική επιχείρηση με αβέβαιες μελλοντικές προοπτικές, η ακριβής αποτίμηση των παγίων της περιουσιακών στοιχείων θα δείξει πόσο πραγματικά αξίζει η επιχείρηση αν αυτή ρευστοποιηθεί και, κατά συνέπεια, πόση θα είναι η μέγιστη ζημιά του αγοραστή εξαιτίας αυτής. Αντίθετα, στην περίπτωση που τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης υπερβαίνουν τα αναμενόμενα, η αποτίμηση θα δείξει στον υποψήφιο αγοραστή τι θα κερδίσει από την πώληση τέτοιων στοιχείων, ως αντιστάθμισμα της τιμής εξαγοράς[2].

2.2.3 ΟΙ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ ΜΕ ΆΛΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ.

Κατά την προσέγγιση αυτή, ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να συγκρίνει την αξία της επιχείρησης, που ενδιαφέρεται να αποκτήσει, με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Κι αυτό, διότι τέτοιες συγκρίσεις μπορούν να αποκαλύψουν το λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή των μετόχων της επιχείρησης, σε σχέση με τις συγκρινόμενες επιχειρήσεις, ενώ παράλληλα μπορούν να δώσουν την ευκαιρία στον αγοραστή να συγκρίνει την καθαρή απόδοση του κεφαλαίου του πωλητή, την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων, ή των παγίων περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τις άλλες επιχειρήσεις, που ανήκουν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας. Βέβαια, η αξία τέτοιων συγκρίσεων είναι σχετικά περιορισμένη, καθώς δύο επιχειρήσεις ποτέ δεν είναι όμοιες. Έτσι, παρόλο που τα προϊόντα δύο επιχειρήσεων μπορεί να είναι τα ίδια ή παραπλήσια, το μέγεθος τους ως επιχειρήσεων, οι διαφορές τους στον τρόπο διοίκησης,

παραγωγής, διανομής και άλλοι παράγοντες αποτελούν πάντα μια κάποια διαφορά στην αξία των δύο επιχειρήσεων.

2.2.4 Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.

Κατά τις προσπάθειες καθορισμού της τιμής εξαγοράς της επιχείρησης, και με την προϋπόθεση ότι τα δύο ενδιαφερόμενα μέρη (αγοραστής και πωλητής) είναι εισηγμένα ως εταιρίες σε ένα εθνικό χρηματιστήριο αξιών, ένα σημαντικό ρόλο παίζει η χρηματιστηριακή αξία που παρουσιάζει η κάθε επιχείρηση. Κι αυτό, η χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης αντανάκλα σημαντικά στοιχεία για την ίδια την επιχείρηση (όπως είναι τα δυνητικά κέρδη αυτής, η δυνατότητα διανομής μερισμάτων, ο επιχειρηματικός της κίνδυνος, η κεφαλαιακή της διάρθρωση, κ.α.), τα οποία μπορούν να μην φαίνονται εκ πρώτης όψεως.

Η μεγάλη επίδραση, όμως, της χρηματιστηριακής αξίας των διαπραγματευόμενων μετοχών, κατά τις διαπραγματεύσεις για την εξαγορά μιας επιχείρησης, εντοπίζεται συνήθως στις τιμές που προσφέρονται προς μετόχους για την αγορά των μετοχών τους (takeover bid)[3]. Αυτό, διότι η παραπάνω προσφορά που γίνεται προς τους μετόχους για την εξαγορά μιας επιχείρησης περιλαμβάνει συχνά «premiums»², τα οποία ξεπερνούν το 20% της χρηματιστηριακής αξίας του μετοχικού κεφαλαίου του πωλητή. Έτσι, ο υποψήφιος αγοραστής της επιχείρησης ενεργεί συνήθως κατά τον τρόπο αυτό, αφού γνωρίζει ότι αν δεν προσφέρει μια ουσιώδη διαφορά υπέρ το άρτιο, οι

² Ως «premium» νοείται: (α) η διαφορά μεταξύ τιμής τοις μετρητοίς και τιμής για μελλοντική ή προθεσμιακή παράδοση (στα χρηματιστήρια συναλλάγματος και εμπορευμάτων), (β) η διαφορά υπέρ το άρτιο μεταξύ της ονομαστικής αξίας μιας προνομιούχου μετοχής ή ομολογίας και της υψηλότερης τιμής που μπορεί να επιτύχει αυτή στην αγορά (στα χρηματιστήρια αξιών), (γ) η επιπλέον διαφορά μεταξύ της τρέχουσας τιμής και της αρχικής τιμής πώλησης (σε περιπτώσεις νέων ομολογιών ή μετοχών), και δ) Η διαφορά μεταξύ της τιμής εξαγοράς και της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης στην αγορά, πριν από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή εξαγοράς[4].

μέτοχοι της πωλήτριας εταιρίας δεν θα αποδεχτούν την προσφορά του για την αγορά του μετοχικού τους κεφαλαίου.

2.3 ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΝ ΜΕΡΕΙ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ.

Οι από χρηματοοικονομικής άποψης μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, που αναλύονται πιο κάτω, δεν είναι οι μοναδικές. Αποτελούν απλώς το βασικό θεωρητικό πλαίσιο, εντός του οποίου η αρχική τιμή εξαγοράς μιας δρώσας επιχείρησης μπορεί να εκτιμηθεί, αφού η αξία κάθε επιχείρησης είναι μοναδική, όπως μοναδική είναι και η ίδια η επιχείρηση. Έτσι, με βάση το παραπάνω σκεπτικό, οι μέθοδοι εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης είναι οι ακόλουθες:

2.3.1 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΩΝ (ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΩΝ) ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΤΟΥ ΛΟΓΟΥ ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ .

Η μέθοδος αυτή, που κατά πολλούς θεωρείται ως η πιο ενδεδειγμένη για την εκτίμηση της αξίας μιας υπό εξαγορά επιχείρησης και τον καθορισμό της ενδεικνυόμενης τιμής εξαγοράς της επιχείρησης αυτής περιλαμβάνει τα εξής βασικά στάδια: 1) το στάδιο του προσδιορισμού των αναμενόμενων μελλοντικών κερδών της υπό εξαγορά επιχείρησης, και 2) το στάδιο του καθορισμού του δείκτη «τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή», με τον οποίο θα

πρέπει να πολλαπλασιαστούν τα κέρδη αυτά προκειμένου να προκύψει η ενδεικνυόμενη τιμή εξαγοράς[5]. Ειδικότερα:

2.3.1.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΤΗΣ ΥΠΟ ΕΞΑΓΟΡΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.

Προκειμένου να προσδιοριστούν τα μελλοντικά κέρδη μιας υπό εξαγορά επιχείρησης – που αποτελούν ένα σημαντικό μέτρο κρίσης για τον υποψήφιο αγοραστή – ακολουθούνται συνήθως οι ακόλουθες διαδικασίες :

1) Η απομόνωση των εκτιμώμενων κερδών της επιχείρησης.

Κατά την προσπάθεια εκτίμησης των μελλοντικών κερδών της υπό εξαγορά επιχείρησης, ο αγοραστής θα πρέπει να θεωρεί ότι η υπό εξαγορά επιχείρηση δραστηριοποιείται ως μια μεμονωμένη οικονομική μονάδα και όχι ως ένα ενοποιημένο τμήμα της επιχείρησης αυτού. Δηλαδή, κατά την αρχική αυτή εκτίμηση των μελλοντικών κερδών, ο υποψήφιος αγοραστής δεν θα πρέπει να επηρεάζεται από την αυξανόμενη αγοραστική δύναμη (αν υπάρξει), η οποία μελλοντικά μπορεί να τον οδηγήσει σε επιχειρηματικές επιτυχίες. Συνεπώς, η προτροπή αντιμετώπισης της υπό εξαγορά επιχείρησης ως μεμονωμένης οικονομικής μονάδας, κατά την εκτίμηση των μελλοντικών κερδών αυτής, γίνεται προκειμένου ο αγοραστής της να μετριάσει τον φυσικό προσωπικό του ενθουσιασμό για τη συγκέντρωση ισχύος ή για τη συμπλήρωση της κυριαρχίας του, και να μειώσει όσο μπορεί το βαθμό επηρεασμού του πραγματικού ύψους των εκτιμώμενων μελλοντικών κερδών[6].

2) Η ανάλυση των παρελθόντων κερδών της υπό εξαγορά επιχείρησης.

Η ανάλυση των κερδών, που έχουν πραγματοποιηθεί κατά τις προηγούμενες χρήσεις, παρέχει μια ένδειξη περί του πώς συμπεριφέρθηκε η υποψήφια για εξαγορά επιχείρηση, κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες και επιρροές κατά τα προηγούμενα χρόνια. Έτσι, αναλύοντας κανείς, ως υποψήφιος αγοραστής, τα κέρδη των παρελθόντων ετών της επιχείρησης μπορεί να ανακαλύψει ποία ήταν η συνεισφορά της κάθε γραμμής παραγωγής, και να ενεργήσει ανάλογα για οποιοδήποτε κανονικό, αλλά και μη κανονικό (abnormal) παράγοντα, που μπορεί να επηρεάσει τα κέρδη.

Ο υποψήφιος αγοραστής ξεκινά την ανάλυση των παρελθόντων κερδών της υπό εξαγορά επιχείρησης με τη μελέτη των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης αυτής για ένα σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα. Αν υπάρχουν στοιχεία, ένα διάστημα δέκα ετών θεωρείται ως μια καλή ένδειξη της ιστορίας των κερδών αυτών, χωρίς κάτι τέτοιο να σημαίνει ότι οι καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως των προηγούμενων τριων, πέντε ή επτά ετών, δεν είναι σημαντικές. Πρέπει δε να τονισθεί, ότι οι καταστάσεις αυτές δεν θα πρέπει να αναφέρονται μόνο στο σύνολο των πραγματοποιηθέντων κερδών, αλλά και στα κέρδη που πραγματοποίησαν οι επιμέρους γραμμές παραγωγής. Κι αυτό, διότι αν ένας αγοραστής αποκτά μια επιχείρηση βάση των προβλεπόμενων μελλοντικών της κερδών, καλό είναι να γνωρίζει με κάθε λεπτομέρεια πόσα παρόμοια κέρδη πραγματοποιήθηκαν κατά το παρελθόν.

Πρέπει εδώ να σημειωθεί ότι η ανάλυση και η σύγκριση των παρελθόντων καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσεως θα πρέπει να γίνεται σε ετήσια βάση για καθένα από τα έτη που περιλαμβάνονται στο επιλεγμένο χρονικό διάστημα, προκειμένου να είναι δυνατό να προσδιορισθεί η τάση των παρελθόντων κερδών, η οποία θα αποτελέσει μια ένδειξη για τα κέρδη που μπορεί να προκύψουν στο μέλλον. Έτσι, α) από τη σύγκριση των μικτών πωλήσεων (ανά έτος) θα προκύψει η τάση, που παρουσιάζει το ύψος των συναλλαγών (τζήρου) της επιχείρησης, β) από τη σύγκριση της σχέσης του κόστους προς τις μικτές πωλήσεις θα προκύψει η τάση, που παρουσιάζει το κόστος αυτής, γ) από τη σύγκριση του κόστους της χρησιμοποιούμενης εργασίας (εργατικά) προς το κόστος της αγοράς (ή και της επεξεργασίας) πρώτων υλών θα προκύψουν οι τάσεις, που παρουσιάζουν η εργασία και η αποδοτικότητα του μηχανολογικού εξοπλισμού, και δ) από τη σύγκριση των δαπανών σε έρευνα και διαφήμιση θα προκύψουν οι τάσεις ανάπτυξης και επέκτασης της επιχείρησης, οι οποίες πρόκειται να αυξήσουν ή να μειώσουν τα κέρδη αυτής στο μέλλον[7].

- 3) Η ανάλυση και σύγκριση των παρελθόντων κερδών του κλάδου στον οποίο ανήκει η υπό εξαγορά επιχείρηση, ως σύνολο.

Η χρησιμότητα αυτής της ανάλυσης και σύγκρισης παρελθοντικών κερδών του κλάδου στον οποίο ανήκει η υπό εξαγορά επιχείρηση ως σύνολο έγκειται στο ότι ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί έτσι να εκτιμήσει τι κέρδη έχει πραγματοποιήσει η υπό εξαγορά επιχείρηση σε σχέση με τα κέρδη που πραγματοποίησε ολόκληρος ο κλάδος. Συγκρίσεις των γραμμών παραγωγής ως προς τις συνολικές καθαρές ετήσιες πωλήσεις, των κερδών

προ φόρων, του ποσοστού απόδοσης των καθαρά απασχοληθέντων στοιχείων ενεργητικού, της συνολικής άμεσης εργασίας και της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων αποτελούν σημαντικές ενδείξεις για τη γενικότερη χρηματοοικονομική κατάσταση της υπό εξαγορά επιχείρησης σε σχέση με τον κλάδο, στον οποίο ανήκει. Τέλος, ένα άλλο στοιχείο, που προκύπτει από τις πιο πάνω συγκρίσεις είναι ότι αυτές σηματοδοτούν με τα αποτελέσματά τους, τους τομείς στους οποίους πλεονεκτούσε ή μειονεκτούσε η επιχείρηση κατά το παρελθόν σε σχέση με τον κλάδο, στον οποίο ανήκει, και βοηθούν έτσι στην εκτίμηση των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης, δια της προσαρμογής των περιοχών ισχύος και αδυναμίας της επιχείρησης στις προβλέψεις του κλάδου[8].

4) Η εκτίμηση των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης από την πλευρά του υποψήφιου αγοραστή.

Η εκτίμηση των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης από την πλευρά του υποψήφιου αγοραστή είναι η πιο κρίσιμη διαδικασία, κατά τη μέθοδο αυτή. Κι αυτό, διότι η διαδικασία αυτή χρειάζεται φαντασία, όσο και ικανότητα από τον manager, ο οποίος με ορθολογικό τρόπο, και έχοντας υπόψιν του τα ιστορικά δεδομένα (που έχουν προκύψει από τις πιο πάνω διαδικασίες), αλλά και όποια τυχόν επιπρόσθετη βοήθεια του παρασχεθεί από τους μετόχους της υπό εξαγορά επιχείρησης, προσπαθεί να προβλέψει το μέλλον[9]. Με άλλα λόγια, πρόκειται για μια διαδικασία η οποία προϋποθέτει κρίση, πρόβλεψη και προσδοκία.

2.3.1.2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P/E ratio).

Προκειμένου να γίνει κατανοητή η σημασία και η χρησιμότητα του δείκτη τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή, κατά τον καθορισμό μιας αρχικής τιμής εξαγοράς, παραθέτουμε το ακόλουθο παράδειγμα:

Έστω ότι η επιχείρηση A επιδιώκει να εξαγοράσει την επιχείρηση B, με τη μέθοδο της ανταλλαγής μετοχών. Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία, που εμφανίζονται κατά τη στιγμή της εξαγοράς, είναι τα εξής:

	Επιχείρηση A	Επιχείρηση B
Κέρδη Χρήσεως	\$20.000.000	\$5.000.000
Μετοχές (τεμάχια)	5.000.000	2.000.000
Κέρδη ανά Μετοχή	\$4,00	\$2,50
Τιμή Μετοχής	\$64,00	\$30,00
P/E ratio	16	12

Υποθέτουμε επίσης ότι η επιχείρηση B έχει αποφασίσει να κάνει δεκτή μια προσφορά της επιχείρησης A, σύμφωνα με την οποία η A αγοράζει κάθε μετοχή της B αντί του ποσού των \$35,00 σε μορφή μετοχών της A, προκειμένου να εξαγοράσει τη B. Έτσι, αν τα κέρδη των δύο αυτών επιχειρήσεων παραμείνουν σταθερά μετά την εξαγορά, τα κέρδη της επιχείρησης A θα διαμορφωθούν ως εξής:

	Επιχείρηση A
Κέρδη Χρήσεως	\$25.000.000
Μετοχές (τεμάχια)	6.094.000
Κέρδη ανά Μετοχή	\$4,10

Από τα παραπάνω αποτελέσματα προκύπτει μια μικρή αύξηση των κερδών ανά μετοχή της επιχείρησης A ως άμεση συνέπεια της εξαγοράς. Οι μέτοχοι της επιχείρησης B για κάθε παλιά τους μετοχή τώρα έχουν 0,547 μετοχές της A. Συνολικά, δηλαδή θα πρέπει να δοθούν (εκδοθούν) στην B 1.094.000 μετοχές της A. Έτσι, τα κέρδη ανά μετοχή για κάθε παλιά μετοχή της B διαμορφώνονται σε $[(0,547) \times (4,10)]$, ή αλλιώς \$2,24. Εμφανίζονται δηλαδή μειωμένα σε σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή της B πριν την εξαγορά, που ήταν \$2,50.

Έστω, τώρα, ότι η τιμή εξαγοράς της επιχείρησης B αποφασίζεται σε \$45,00 για κάθε μετοχή της B σε μορφή μετοχών της A. Στην περίπτωση αυτή, η σχέση ανταλλαγής θα είναι $[45,00/64,00]$, ή περίπου 0,703 μετοχές της A για κάθε μετοχή της B. Συνολικά, δηλαδή θα πρέπει να δοθούν (εκδοθούν) στην B 1.406.250 μετοχές της A. Έτσι, τα κέρδη ανά μετοχή, μετά την εξαγορά, θα διαμορφωθούν ως εξής:

	Επιχείρηση A
Κέρδη Χρήσεως	\$25.000.000
Μετοχές (τεμάχια)	6.460.250
Κέρδη ανά Μετοχή	\$3,90

Στην περίπτωση αυτή, παρατηρούμε μια αρχική μείωση των κερδών ανά μετοχή της επιχείρησης A, μετά την εξαγορά της B. Συνεπώς, μείωση στα κέρδη ανά μετοχή της εναπομένουσας επιχείρησης παρατηρείται κάθε φορά, που ο δείκτης P/E που προσφέρεται στην ανταλλαγή είναι μεγαλύτερος από το δείκτη P/E της επιχείρησης που κάνει την εξαγορά[10]. Στο παράδειγμά μας, ο δείκτης P/E, στην πρώτη περίπτωση ήταν $\$35,00/\$2,50$ ή 14, ενώ στη δεύτερη περίπτωση ήταν $\$45,00/\$2,50$ ή 18. Κι επειδή ο δείκτης P/E της επιχείρησης A πριν την εξαγορά ήταν 16, παρατηρείται μια αύξηση των κερδών ανά μετοχή στην πρώτη περίπτωση και μια μείωση αυτών στη δεύτερη.

Συμπερασματικά, λοιπόν, μπορούμε να πούμε ότι τα κέρδη ανά μετοχή μετά τη διαδικασία της εξαγοράς μιας επιχείρησης μπορούν να αυξηθούν ή να μειωθούν. Το ποσό της αύξησης ή της μείωσης των κερδών αυτών είναι συνάρτηση: 1) του δείκτη P/E, και β) του συνολικού μεγέθους των εταιριών, που συμμετέχουν στην εξαγορά, εκφρασμένα σε όρους συνολικών κερδών[11]. Συνεπώς, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης P/E της επιχείρησης που κάνει την εξαγορά σε σχέση με το δείκτη P/E της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, και όσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη της εξαγοραζόμενης επιχείρησης σε σχέση με τα κέρδη της εξαγοράζουσας, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η αύξηση των κερδών ανά μετοχή της εξαγοράζουσας επιχείρησης, μετά από τη διαδικασία της εξαγοράς[12].

2.3.2 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.

Η μέθοδος της παρούσας αξίας των αναμενόμενων (προβλεπόμενων) καθαρών ταμιακών ροών³ αποτελεί μια συχνά χρησιμοποιούμενη τεχνική εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, η οποία απαιτεί καταρχήν τον προσδιορισμό ορισμένων βασικών στοιχείων, όπως είναι η πρόβλεψη των αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών, οι συντελεστές προεξόφλησης, ένα διάστημα πραγματοποίησης των προβλεπόμενων κερδών και η υπολειμματική αξία της οικονομικής μονάδας μετά την πραγματοποίηση των ταμιακών ροών. Πιο συγκεκριμένα:

α) Το πρώτο στάδιο της μεθόδου αυτής αναφέρεται στην εκτίμηση των ετήσιων καθαρών ταμιακών ροών του πωλητή, σε ένα πεπερασμένο (έστω 10 έτη) ή άπειρο χρονικό διάστημα. Η εκτίμηση των καθαρών ταμιακών ροών, κατά το στάδιο αυτό, μπορεί να γίνει με βάση όσα εκτέθηκαν για τα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη, στην προηγούμενη μέθοδο[13].

β) Το δεύτερο στάδιο της μεθόδου αυτής αναφέρεται στον υπολογισμό της παρούσας αξίας των προβλεπόμενων καθαρών ταμιακών ροών για καθένα από τα έτη της εκτίμησης αυτής και βάση ενός συγκεκριμένου συντελεστή

³ Πολλοί συγγραφείς, αντί του όρου «αναμενόμενες καθαρές ταμιακές ροές (ΚΤΡ)» χρησιμοποιούν τον όρο «μελλοντικά κέρδη (μετά φόρων)». Πρόκειται για μια άλλη παραλλαγή της μεθόδου αυτής, που κατά πολλούς υποστηρίζεται ότι δεν υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο χρηματοοικονομικών εργαλείων και των παραγόμενων απ' αυτά αποτελεσμάτων. Εμείς, πάντως, για τους λόγους που θα αναφερθούν στο τρίτο μέρος της μελέτης, θα προτιμήσουμε τις «αναμενόμενες καθαρές ταμιακές ροές», οι οποίες δίνονται από την ακόλουθη σχέση:

$$FCF = S - (COGS + SG\&A) - \text{Change in NWC} - T + D - NCE$$

όπου: FCF = αναμενόμενες καθαρές ταμιακές ροές, S = πωλήσεις, COGS = κόστος πωληθέντων, SG&A = έξοδα διοίκησης και διάθεσης, Change in NWC = μεταβολή στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης, T = φόροι που πληρώθηκαν σε μετρητά, D = αποσβέσεις, NCE = καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες

προεξόφλησης, ο οποίος μπορεί να είναι 10%, 15%, 20% ή οποιοσδήποτε άλλος. Πάντως, το πόσο θα είναι ο συντελεστής προεξόφλησης επί τη βάση του οποίου θα υπολογιστεί η παρούσα αξία των προβλεπόμενων καθαρών ταμιακών ροών, εξαρτάται συνήθως από το ποσοστό του κινδύνου που εμπεριέχεται για την πραγματοποίηση των ροών αυτών, καθώς και από τον τύπο της επιχείρησης που σχεδιάζει να αποκτήσει ο αγοραστής[14].

γ) Το τρίτο στάδιο αυτής αναφέρεται στην υπολειμματική αξία, που θα πρέπει να ορισθεί στην υπό εξαγορά επιχείρηση, αν χρησιμοποιείται ένα πεπερασμένο χρονικό διάστημα ετών για την εκτίμηση των καθαρών ταμιακών ροών. Έπειτα, η υπολειμματική αυτή αξία θα πρέπει να προεξοφληθεί σε μια παρούσα αξία, και τελικά να προστεθεί στο άθροισμα των παρούσων αξιών των προβλεπόμενων καθαρών ταμιακών ροών κατά την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης και τον καθορισμό μιας ενδεικτικής τιμής εξαγοράς[15].

δ) Στο τελευταίο στάδιο της μεθόδου αυτής, ο αγοραστής από το άθροισμα των παρούσων αξιών του συνόλου των αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών και της παρούσας αξίας της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης θα πρέπει να αφαιρέσει το ποσό των χρημάτων, που ο ίδιος θα χρειαστεί να δώσει ως προκαταβολή στην επιχείρηση, κατά τη στιγμή της εξαγοράς, για την αποπληρωμή των χρεών της εξαγοραζόμενης εταιρίας ή για άλλους συναφείς λόγους. Τέλος, το αποτέλεσμα που θα προκύψει από το στάδιο αυτό, θα πρέπει να δείχνει ποια μπορεί να είναι μια δίκαιη τιμή για την εξαγορά της επιχείρησης του πωλητή[16].

Για παράδειγμα: Αν υποθέσουμε ότι μια υποψήφια για εξαγορά επιχείρηση υπολογίζεται ότι θα έχει εκτιμώμενες καθαρές ταμιακές ροές για τα επόμενα δέκα χρόνια της τάξεως των \$8.550.000 και υπολειμματική αξία στο τέλος των δέκα ετών ίση με \$4.000.000, ότι το επιτόκιο προεξόφλησης των πιο πάνω ποσών θα είναι 10%, και ότι ο υποψήφιος αγοραστής θα πρέπει να προκαταβάλει μετρητά της τάξεως του \$1.000.000 για την αποπληρωμή χρεών της επιχείρησης, τότε στην περίπτωση αυτή θα έχουμε:

Έτος	Εκτιμώμενες ΚΤΡ	Παρούσα Αξία (με συντελ. προεξόφλησης 10%)
1 ^ο	\$ 680	\$ 618
2 ^ο	720	595
3 ^ο	750	563
4 ^ο	790	540
5 ^ο	830	515
6 ^ο	870	491
7 ^ο	910	467
8 ^ο	950	444
9 ^ο	1.000	424
10 ^ο	1.050	405
Μερικό σύνολο	<u>\$ 8.550</u>	<u>\$ 5.062</u>
<u>Συν:</u> υπολειμματική αξία	\$ 4.000	\$ 1.400
	<u>\$12.550</u>	<u>\$ 6.462</u>
<u>Μείον:</u> προκαταβολή για αποπληρωμή χρεών	\$ 1.000	\$ 1.000
Γενικό σύνολο	<u>\$11.550</u>	<u>\$ 5.462</u>

Αυτό σημαίνει ότι οι παρούσες αξίες των συνολικά εκτιμώμενων καθαρών ταμιακών ροών και της υπολειμματικής αξίας με συντελεστή προεξόφλησης 10% θα έχουν ως αποτέλεσμα τον καθορισμό μιας ενδεικτικής τιμής εξαγοράς από τον πωλητή, της τάξεως των \$5.452.000. Αντίθετα, αν η μέθοδος αυτή έχει ακολουθηθεί από την πλευρά του υποψήφιου αγοραστή, τότε το παραπάνω αποτέλεσμα σημαίνει ότι η μέγιστη τιμή, που θα πρέπει να πληρώσει αυτός για την εξαγορά της επιχείρησης, δε θα πρέπει να υπερβαίνει το ποσό των \$5.452.000.

Βέβαια, παρόλο που η πραγματική τιμή εξαγοράς της επιχείρησης θα καθορισθεί ύστερα από διαπραγματεύσεις, η παρούσα αξία της εξαγοράς αυτής θα πρέπει να λειτουργεί ως ένα ανώτερο όριο για την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Κι αυτό, διότι οποιοδήποτε ποσό παραπάνω από αυτήν θα επηρεάσει ολόκληρη την εξαγοράζουσα επιχείρηση, αφού η χρηματιστηριακή αξία ανά μετοχή της επιχείρησης θα αυξηθεί μακροπρόθεσμα μετά την εξαγορά. Αν δε η τιμή που θα πληρωθεί τελικά για την εξαγορά ξεπερνά την παρούσα αξία της εξαγοράς, τότε αυτό σημαίνει ότι το κεφάλαιο της επιχείρησης δεν είναι άριστα διανεμημένο[17].

Κριτική της Μεθόδου: Σε μια εξαγορά, παρουσιάζονται συχνά προβλήματα αξιοπιστίας ως προς την εκτίμηση των καθαρών ταμιακών ροών. Βέβαια, η μέθοδος της παρούσας αξίας των αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών είναι ευκολότερη από αυτήν, που εφαρμόζεται κατά το πρόγραμμα επιλογής κεφαλαιουχικών επενδύσεων (capital – budgeting), καθώς η επιχείρηση που εξαγοράζεται είναι δρώσα οικονομική οντότητα, πράγμα που σημαίνει, ότι η

εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν αγοράζει μόνο στοιχεία ενεργητικού, αλλά αποκτά μαζί και εμπειρία, οργανωσιακές δομές και αποδεδειγμένη αποδοτικότητα. Επίσης, το γεγονός ότι οι εκτιμήσεις του κόστους και των πωλήσεων στηρίζονται σε παρελθόντα οικονομικά αποτελέσματα, παρέχει μεγαλύτερη ακρίβεια απ' ό τι οι εκτιμήσεις για την επιλογή μιας νέας επένδυσης. Έτσι, με τη μέθοδο αυτή πετυχαίνεται λιγότερη αβεβαιότητα στις εκτιμήσεις, μικρότερη διασπορά για τα αναμενόμενα αποτελέσματα και μικρότερος κίνδυνος.

Πέρα απ' αυτά, όμως, σημαντικό πρόβλημα προκύπτει στην περίπτωση, που η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ενοποιείται με την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Κι αυτό, διότι κάτω από τις συνθήκες αυτές η εξαγορά δεν μπορεί να εκτιμηθεί ως ξεχωριστή λειτουργία, ως ξεχωριστή οντότητα. Συνεπώς, στην περίπτωση αυτή, οι συνεργειακές επιρροές θα πρέπει να λαμβάνονται πάντοτε υπόψη, παρόλο που η εκτίμηση τέτοιων επιρροών είναι ιδιαίτερα δύσκολη, αφού ο οργανισμός που προκύπτει από μια εξαγορά είναι πολλές φορές σύνθετος.

2.3.3 ΑΛΛΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ.

2.3.3.1 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ⁴ + ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΗΣ ΜΕΣΗΣ ΕΤΗΣΙΑΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ⁵ ΤΗΣ ΤΕΛΕΥΤΙΑΣ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ.

⁴ Πραγματική Καθαρή Θέση μιας επιχείρησης (Π.Κ.Θ.) ονομάζεται η διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών στοιχείων και του πραγματικού παθητικού (υποχρεώσεις προς τρίτους). Η Πραγματική Καθαρή Θέση δεν απεικονίζει την αξία της επιχείρησης, διότι δεν περιλαμβάνει σ' αυτήν το σύνολο των ασώματων στοιχείων, τα οποία προσδίδουν στην επιχείρηση την ικανότητα να πραγματοποιεί υπερκέρδη (υπερπρόσοδο) και τα οποία συνθέτουν την έννοια του goodwill (υπεραξία επιχείρησης – φήμη και πελατεία).

⁵ Υπερπρόσοδος ή υπερκέρδος (goodwill) θεωρείται το κέρδος, που πραγματοποιεί η επιχείρηση επιπλέον της κανονικής απόδοσης των κεφαλαίων που είναι επενδεδυμένο σε αυτήν. Το επιπλέον αυτό κέρδος είναι αποτέλεσμα

Κατά τη μέθοδο αυτή, τα επιμέρους περιουσιακά στοιχεία αποτιμούνται στην τρέχουσα αξία απόκτησής τους. Δηλαδή:

- α) Για τα πάγια προσδιορίζεται η τρέχουσα τιμή της απόκτησής τους ως καινούργιων, από την οποία εκπίπτονται οι αναλογούσες στο χρόνο χρησιμοποίησης τους αποσβέσεις,
- β) Τα αποθέματα (πρώτων υλών, ετοιμών προϊόντων κ.λ.π.) αποτιμούνται στις τρέχουσες τιμές απόκτησης τους, αν αυτές απέχουν σημαντικά από το κόστος κτήσης τους που αναγράφεται στα βιβλία της επιχείρησης,
- γ) Από τις απαιτήσεις εκπίπτονται τα πιθανολογούμενα ποσά απωλειών από επισφαλείς πελάτες,
- δ) Στις υποχρεώσεις προστίθενται και οι πιθανές υποχρεώσεις.

Στην κατά τον τρόπο αυτό προκύπτουσα καθαρή θέση προστίθεται η υπερπρόσοδος της επιχείρησης, και το άθροισμα αυτών δίνει τη συνολική αξία της επιχείρησης.

Η υπερπρόσοδος της επιχείρησης υπολογίζεται με βάση το μέσο όρο των οργανικών καθαρών κερδών της τελευταίας πενταετίας. Από τα κέρδη αυτά εκπίπτονται οι τόκοι των ιδίων κεφαλαίων, υπολογιζόμενοι με το τρέχον

πολλών παραγόντων, όπως είναι η υπεροχή στη διοίκηση (management), στην ποιότητα των προϊόντων, στην εγκατάσταση της επιχείρησης, στις καλές σχέσεις με τους πελάτες, τους προμηθευτές, τους δανειστές, στο επιτυχημένο μάρκετινγκ, κ.λ.π. Έτσι, το υπερκέρδος αυτό δημιουργεί στην επιχείρηση μια υπεραξία, που στη χώρα μας έχει επικρατήσει να ονομάζεται «υπερπρόσοδος», «υπεραξία της επιχείρησης», «αέρας» ή «φήμη και πελατεία».

επιτόκιο. Η τυχόν απομένουσα θετική διαφορά συνιστά την ετήσια υπερπρόσοδο, η οποία κεφαλαιοποιούμενη με το τρέχον επιτόκιο δίνει τη συνολική αξία της υπεραξίας (goodwill)[18]. Δηλαδή, σαν υπεραξία θεωρείται η αξία διηνεκούς ράντας, της οποίας ετήσιος όρος είναι η παραπάνω θετική διαφορά, και επιτόκιο το τρέχον. Επειδή όμως δεν είναι βέβαιο ότι η επιχείρηση θα εξακολουθήσει να πραγματοποιεί την ίδια ετήσια υπερπρόσοδο στο διηνεκές, συνιστάται να λαμβάνεται πάντα πρόσκαιρος, διάρκειας πέντε ετών.

2.3.3.2 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΟΡΟΥ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΚΩΝ ΕΤΗΣΙΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΤΗΣ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ.

Κατά τη μέθοδο αυτή, ο μέσος όρος των οργανικών κερδών της τελευταίας πενταετίας κεφαλαιοποιείται με το τρέχον επιτόκιο. Δηλαδή, η συνολική αξία της επιχείρησης ισούται με την αρχική αξία διηνεκούς σταθερής ράντας, της οποίας ο όρος είναι ο μέσος όρος των κερδών της τελευταίας πενταετίας.

Διευκρινίζεται ότι το καθαρό εισόδημα του μετόχου πρέπει να κεφαλαιοποιείται από τα οργανικά κέρδη της εταιρίας και πρέπει να συγκρίνεται με το ποσό του απασχολούμενου κεφαλαίου. Γι' αυτό, από τα οργανικά κέρδη της εταιρίας πρέπει να αφαιρείται ο φόρος μερισμάτων, και να κεφαλαιοποιούνται τα καθαρά κέρδη, που περιέχονται στο μέτοχο[19].

2.3.3.3 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ (ΕΛΛΑΔΑ).

Για την εκτίμηση της αξίας των μετοχών των εταιριών που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, και περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο των Αμοιβαίων κεφαλαίων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εφαρμόζει τον ακόλουθο τύπο[20]:

$$\text{Αξία Επιχ.} = \frac{\text{Π.Κ.Θ.} + [\text{Μέσος όρος οργανικών κερδών τελευταίας 5ετίας}] \times 12}{2}$$

2.4 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ.

Αν υποθέσουμε ότι είμαστε ο χρηματοοικονομικός διευθυντής της επιχείρησης Α και ότι θέλουμε να αναλύσουμε την πιθανή συγχώνευση της εταιρίας μας με την επιχείρηση Β, τότε το πρώτο πράγμα που πρέπει να εξετάσουμε είναι αν θα υπάρξουν οικονομικά κέρδη από τη συγχώνευση, αφού πρωταρχικός μας στόχος είναι η μεγιστοποίηση του τωρινού πλούτου των μετόχων της επιχείρησης Α. *Οικονομικά κέρδη υπάρχουν μόνο, όταν οι δύο επιχειρήσεις (η Α και η Β) αξίζουν περισσότερο μαζί παρά ως χωριστές οικονομικές οντότητες.* Συνεπώς, ως οικονομικό κέρδος μιας συγχώνευσης νοείται η διαφορά μεταξύ της συνολικής παρούσας αξίας των συγχωνευόμενων εταιριών (PV_{AB}) και του αθροίσματος των αξιών τους, εάν αυτές δεν συγχωνεύονται ($PV_A + PV_B$) [21].

Δηλαδή:

$$\text{Κέρδος} = \Delta PV = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) \quad (1)$$

Αν το κέρδος είναι θετικό, τότε υπάρχει οικονομική αντιστοιχία με τη συγχώνευση.

Έκτος, όμως, από το οικονομικό κέρδος που προκύπτει από τη συγχώνευση, θα πρέπει να ασχοληθούμε και με το κόστος της ίδιας της συγχώνευσης. Έτσι, ως κόστος μιας συγχώνευσης νοείται η διαφορά μεταξύ του ποσού που πληρώνεται για την εξαγοραζόμενη επιχείρηση και του ποσού που αξίζει η επιχείρηση αυτή ως χωριστή οικονομική οντότητα. Εξάλλου, αν υποθέσουμε ότι, στην περίπτωση μας, η πληρωμή γίνεται με μετρητά, τότε το κόστος της συγχώνευσης (ή εξαγοράς, εν γένει) της επιχείρησης B υπολογίζεται ως εξής[22]:

$$\text{Κόστος} = \text{Μετρητά} - PV_B \quad (2)$$

Συνεπώς, η Καθαρή Παρούσα Αξία (Net Present Value – NPV) της συγχώνευσης της B με την A μετριέται από τη διαφορά μεταξύ των κερδών και του κόστους αυτής. Δηλαδή:

$$NPV = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (\text{Μετρητά} - PV_B) \quad (3)$$

ή

$$NPV = \Delta PV - (\text{Μετρητά} - PV_B) \quad (4)$$

Εάν, τα κέρδη είναι μεγαλύτερα από το κόστος και συνεπώς η καθαρή παρούσα αξία είναι θετική, τότε η συγχώνευση είναι συμφέρουσα και μπορεί να πραγματοποιηθεί. Πολλές φορές, όμως, παρόλο που η σχέση (3) είναι θετική ($NPV = \text{Κέρδη} - \text{Κόστος} > 0$), μπορεί να μην είναι φανερό, ότι οι μέτοχοι της επιχείρησης πραγματοποιούν κέρδη από την οικονομική αυτή πράξη. Αν ισχύει κάτι τέτοιο, και δεν έχει υπάρξει ακόμα συγχώνευση, η συνολική αξία των μετοχών τους είναι PV_A . Αν στη συνέχεια η συγχώνευση πραγματοποιηθεί, τότε το καθαρό κέρδος τους, όπως προκύπτει από τη σχέση (3), θα είναι[23]:

$$\begin{aligned} \text{Καθαρό Κέρδος} &= PV_{AB} - \text{Μετρητά} - PV_A \\ &= \Delta PV + PV_A + PV_B - \text{Μετρητά} - PV_A \\ &= \Delta PV - (\text{Μετρητά} - PV_B) \end{aligned}$$

Για παράδειγμα: Έστω ότι η επιχείρηση Α αξίζει \$100 εκατ. και η επιχείρηση Β \$50 εκατ.. Η συγχώνευση των δύο αυτών επιχειρήσεων θα έχει ως αποτέλεσμα την εξοικονόμηση κόστους με παρούσα αξία \$25 εκατ., όπου αυτό θα είναι και το κέρδος από τη συγχώνευση. Συνεπώς:

$$PV_A = \$100.000.000$$

$$PV_B = \$50.000.000$$

$$\text{Κέρδος} = \$25.000.000$$

όπου, αν αντικαταστήσουμε τα πιο πάνω στη σχέση (1), έχουμε:

$$\text{Κέρδος} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) \Rightarrow$$

$$PV_{AB} = \text{Κέρδος} + (PV_A + PV_B) \Rightarrow$$

$$PV_{AB} = \$175.000.000$$

Έστω ότι η επιχείρηση B εξαγοράστηκε έναντι μετρητών αντί \$65 εκατ.. Στην περίπτωση αυτή, το κόστος από τη συγχώνευση είναι:

$$\text{Κόστος} = \text{Μετρητά} - PV_B = 65.000.000 - 50.000.000 = \$15.000.000$$

Στο σημείο αυτό, πρέπει να σημειωθεί ότι το κόστος της επιχείρησης A για να προχωρήσει στη συγχώνευση που ανέρχεται στο ποσό των \$15 εκατ. είναι το κέρδος των μετόχων της επιχείρησης B. Οι μέτοχοι δηλαδή της B έχουν καρπωθεί τα \$15 εκατ. από τα \$25 εκατ. που αποτελούν το συνολικό κέρδος από τη συγχώνευση. Συνεπώς, όταν θέλουμε να υπολογίσουμε την καθαρή παρούσα αξία της συγχώνευσης, από την πλευρά της εξαγοράζουσας επιχείρησης A, θα πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη μας μόνο εκείνο το μέρος των κερδών, τα οποία ανήκουν στους μετόχους της επιχείρησης A[24]. Θα πρέπει δηλαδή από τα συνολικά κέρδη, που προκύπτουν από τη συγχώνευση, να αφαιρέσουμε το κέρδος που καρπώνονται οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης B. Δηλαδή:

$$\text{Καθαρή Παρούσα Αξία} = 25.000.000 - 15.000.000 = \$10.000.000$$

Αν υποθέσουμε ότι οι επενδυτές δεν περιμένουν τη συγχώνευση της επιχείρησης A με τη B, τότε στην περίπτωση αυτή, η ανακοίνωση της

συγχώνευσης αυτής θα προκαλέσει την αύξηση της αξίας της B από \$50 εκατ. σε \$65 εκατ., αύξηση δηλαδή της τάξεως του 30%. Τέλος, εάν τα συνολικά κέρδη από τη συγχώνευση μοιραστούν μεταξύ των A και B, τότε η τρέχουσα αξία της επιχείρησης A θα αυξηθεί μόνον κατά \$10 εκατ., δηλαδή μόνον κατά 10%.

Από τα παραπάνω προκύπτει, ότι οι επιχειρήσεις που επιδιώκουν κάποιες συγχωνεύσεις θα πρέπει να λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους το τι πιστεύουν οι επενδυτές για το ποια θα είναι τα κέρδη από τη διαδικασία αυτή. Αφού, εάν η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης A μειωθεί με την ανακοίνωση μιας τέτοιας συμφωνίας, οι επενδυτές θα στείλουν το μήνυμα ότι τα κέρδη από τη συγχώνευση είναι αμφίβολα, ή ότι επιχείρηση A πληρώνει μεγάλο τίμημα για την απόκτηση της επιχείρησης B[25].

2.4.1 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ, ΟΤΑΝ ΑΥΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΕΙΤΑΙ ΜΕ ΜΕΤΡΗΤΑ.

Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, το κόστος μιας συγχώνευσης είναι η διαφορά μεταξύ του ποσού που πληρώνεται για την πωλούμενη επιχείρηση και του ποσού που αξίζει αυτή ως ξεχωριστή οικονομική οντότητα. Γενικά, η εκτίμηση του κόστους γίνεται χωρίς προβλήματα, όταν η συγχώνευση γίνεται με πληρωμή μετρητών. Παρόλα αυτά, πρέπει να σημειωθεί ότι όταν οι επενδυτές περιμένουν η επιχείρηση A να εξαγοράσει την επιχείρηση B, η τρέχουσα αξία της B (MV_B) μπορεί να είναι φτωχός δείκτης της αξίας της ως ξεχωριστής

οικονομικής οντότητας (PV_B). Συνεπώς, τότε η σχέση (1) της § 2.4 παίρνει την ακόλουθη μορφή[26]:

$$\text{Κόστος} = (\text{Μετρητά} - MV_B) + (MV_B - PV_B) \quad (5)$$

όπου:

$(\text{Μετρητά} - MV_B)$ = το πληρωτέο τίμημα, πάνω από την αξία της B που διαμορφώνεται στην αγορά, και

$(MV_B - PV_B)$ = η διαφορά μεταξύ της αξίας της επιχείρησης B που διαμορφώνεται στην αγορά και της αξίας αυτής ως ξεχωριστής οικονομικής οντότητας.

Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στη διαφορά μεταξύ της αξίας που διαμορφώνεται στην αγορά για την επιχείρηση και της αξίας της επιχείρησης ως ξεχωριστής οικονομικής οντότητας. Κι αυτό, διότι το πρόβλημα που προκύπτει, δεν είναι ότι η αξία της επιχείρησης B, όπως αυτή διαμορφώνεται στην αγορά, είναι λανθασμένη, αλλά το ότι μπορεί να μην αντιπροσωπεύει την αξία της B ως ξεχωριστής οικονομικής οντότητας. Με άλλα λόγια, το πρόβλημα που προκύπτει είναι ότι οι δύο αυτές αξίες σχεδόν ποτέ δεν συμπίπτουν.

Έστω ότι οι επενδυτές της επιχείρησης B αντιμετωπίζουν τις ακόλουθες δύο καταστάσεις:

Κατάσταση	Αξία των Μετοχών της Β
1. Χωρίς Συγχώνευση	$PV_B =$ αξία της Β ως χωριστής οικονομικής οντότητας
2. Με Συγχώνευση	$PV_B +$ μέρος των ωφελειών από τη συγχώνευση

Εάν η δεύτερη κατάσταση πραγματοποιηθεί, τότε η τρέχουσα αξία της επιχείρησης Β που διαμορφώνεται στην αγορά είναι μεγαλύτερη από την αξία της επιχείρησης ως ξεχωριστής οικονομικής οντότητας. Βέβαια, το γεγονός αυτό είναι αναμενόμενο, σε μια ανταγωνιστική όμως αγορά, συχνά δημιουργεί ιδιαίτερα προβλήματα στους χρηματοοικονομικούς αναλυτές[27].

Για παράδειγμα: Έστω ότι, πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης της επιχείρησης Α με την επιχείρηση Β, τα μεγέθη των δύο επιχειρήσεων είναι τα ακόλουθα:

	Επιχείρηση Α	Επιχείρηση Β
Τρέχουσα Τιμή Μετοχής	\$50,00	\$20,00
Αριθμός Μετοχών	100.000	50.000
Τρέχουσα Αξία Επιχείρησης	\$5.000.000	\$1.000.000

Υποθέτουμε επίσης ότι η επιχείρηση Α είναι διατεθειμένη να πληρώσει \$1.250.000 σε μετρητά για να αποκτήσει την επιχείρηση Β. Εάν $MV_B = PV_B$, τότε το κόστος της συγχώνευσης υπολογίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Κόστος} &= (\text{Μετρητά} - MV_B) + (MV_B - PV_B) \\ &= (1.250.000 - 1.000.000) + (1.000.000 - 1.000.000) \end{aligned}$$

$$= \$250.000$$

Έστω ότι, μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης, η τιμή της μετοχής της επιχείρησης B έχει αυξηθεί κατά \$2,00 ως αποτέλεσμα των φημών για μια πιο ευνοϊκή προσφορά για την επικείμενη συγχώνευση. Αυτό σημαίνει, ότι υπάρχει διαφορά μεταξύ των MV_B και PV_B , και ότι η MV_B υπερσχύει της PV_B κατά $(\$2,00 \times 50.000)$ ή \$100.000. Συνεπώς, η PV_B είναι \$900.000. Έτσι, στην περίπτωση αυτή, το κόστος της συγχώνευσης υπολογίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Κόστος} &= (\text{Μετρητά} - MV_B) + (MV_B - PV_B) \\ &= (1.250.000 - 1.000.000) + (1.000.000 - 900.000) \\ &= \$350.000 \end{aligned}$$

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι αν η διοίκηση της επιχείρησης A έχει εσωτερική πληροφόρηση, η οποία την οδηγεί στο συμπέρασμα, ότι η MV_B είναι υπερτιμημένη από την αγορά, και ότι στην πραγματικότητα η PV_B είναι υψηλότερη κατά 20% από την MV_B , τότε στην περίπτωση αυτή το κόστος της συγχώνευσης θα μειωθεί[28]. Δηλαδή:

$$\begin{aligned} \text{Κόστος} &= (\text{Μετρητά} - MV_B) + (MV_B - PV_B) \\ &= (1.250.000 - 1.000.000) + (1.000.000 - 1.200.000) \\ &= \$50.000 \end{aligned}$$

2.4.2 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ, ΟΤΑΝ ΑΥΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΕΙΤΑΙ ΜΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΜΕΤΟΧΕΣ).

Αν και η εκτίμηση του κόστους μιας συγχώνευσης, η οποία χρηματοδοτείται με μετρητά δεν παρουσιάζει ιδιαίτερες δυσκολίες, προβλήματα παρουσιάζονται ως προς την εκτίμηση του κόστους μιας συγχώνευσης, η οποία χρηματοδοτείται με ανταλλαγή μετοχών.

Ας υποθέσουμε ότι η επιχείρηση Α προσφέρει 25.000 μετοχές, πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης με την επιχείρηση Β, με τιμή \$50 ανά μετοχή έναντι \$1.250.000 μετρητών, και το MV_B παραμένει \$1.000.000 όπως στο παράδειγμα της § 2.4.1. Στην περίπτωση αυτή, το «εμφανές» κόστος (apparent cost) της συγχώνευσης είναι:

$$\text{Εμφανές Κόστος} = 50 \times (25.000) - 1.000.000 = \$250.000$$

Πολλές φορές, όμως, το «εμφανές» αυτό κόστος μπορεί να μην αντικατοπτρίζει και το πραγματικό κόστος της συγχώνευσης. Κι αυτό, διότι: 1) η πραγματική αξία της επιχείρησης Β μπορεί να μην είναι \$1.000.000, 2) οι μετοχές της επιχείρησης Α μπορεί να μην έχουν αποτιμηθεί σωστά και να μην αξίζουν \$50 καθεμιά απ' αυτές, και 3) ένα μέρος των ωφελειών, που προκύπτουν από τη συγχώνευση, μπορεί να θεωρηθούν ως δεδουλευμένες για τους μετόχους της επιχείρησης Β, αφού αυτοί θα είναι εταίροι της συγχωνευόμενης εταιρίας[29]. Συνεπώς, για τους λόγους αυτούς, το πραγματικό κόστος της συγχώνευσης υπολογίζεται από τις ακόλουθες σχέσεις[30]:

$$\text{Κόστος} = \vartheta PV_{AB} - PV_B \quad (6)$$

ή

$$\text{Κόστος} = (\vartheta PV_{AB} - MV_B) + (MV_B - PV_B) \quad (7)$$

όπου στη σχέση (6):

ϑ = το ποσοστό των συνδυαζόμενων επιχειρήσεων, το οποίο καταλήγει τελικά στην κατοχή (ιδιοκτησία) των μετόχων της επιχείρησης B.

και στη σχέση (7):

$(\vartheta PV_{AB} - MV_B)$ = η διαφορά μεταξύ της αξίας των μετοχών που έχουν, υπό την κατοχή τους, οι μέτοχοι της επιχείρησης B μετά τη συγχώνευση και της αξίας των μετοχών τους πριν τη συγχώνευση, και

$(MV_B - PV_B)$ = η διαφορά μεταξύ της αξίας της επιχείρησης B που διαμορφώνεται στην αγορά και της αξίας αυτής ως ξεχωριστής οικονομικής οντότητας.

Συνεχίζοντας με το παραπάνω παράδειγμα, υποθέτουμε και πάλι ότι η επιχείρηση A προσφέρει 25.000 μετοχές. Στην περίπτωση αυτή, οι μέτοχοι της επιχείρησης B, μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης, θα δικαιούνται το 1/5 των συνδυαζόμενων επιχειρήσεων. Δηλαδή :

$$g = \frac{25.000}{100.000 + 25.000} = \frac{1}{5}$$

Εάν οι αξίες που διαμορφώνονται στην αγορά, πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης, αντανακλούν επακριβώς τις αξίες των επιχειρήσεων ως ξεχωριστών οικονομικών οντοτήτων, και εάν τα οφέλη που προκύπτουν από τη συγχώνευση ανέρχονται σε \$500.000, ώστε:

$$\begin{aligned} PV_{AB} &= PV_A + PV_B + \Delta PV \\ &= 5.000.000 + 1.000.000 + 500.000 \\ &= \$6.500.000 \end{aligned}$$

τότε το πραγματικό κόστος της συγχώνευσης για της μετόχους της επιχείρησης A είναι:

$$\begin{aligned} \text{Κόστος} &= \frac{1}{5} \times (PV_{AB}) - PV_B \\ &= \frac{1}{5} \times (6.500.000) - 1.000.000 \\ &= \$300.000 \end{aligned}$$

Συνεπώς, το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι οι μέτοχοι της A θα μπορούσαν να προσφέρουν \$1.300.000 σε μετρητά, όπως προσφέρουν μετοχές αξίας \$1.250.000 πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης, αφού όσο μεγαλύτερα είναι τα οφέλη που προκύπτουν από τη συγχώνευση, τόσο υψηλότερο είναι και το πραγματικό κόστος που προκύπτει από τις προσφερόμενες 25.000 μετοχές.

Η διοίκηση της επιχείρησης Α προχωρά στους παραπάνω υπολογισμούς κατά την προσπάθεια της να εκτιμήσει την αξία των μετοχών της Β μετά τις διαπραγματεύσεις και την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Κι αυτό, διότι μετά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, η τιμή των 50.000 μετοχών της Β θα εκτιναχθεί στα \$26,00 ανά μετοχή, καθεμιά δηλαδή από τις μετοχές αυτές θα έχει κεφαλαιακό κέρδος \$6,00 πάνω από την αρχική τιμή των \$20,00 ανά μετοχή. Αυτό σημαίνει ότι η αγορά ουσιαστικά επαληθεύει τις αρχικές εκτιμήσεις ότι τα οφέλη από τη συγχώνευση θα ανέλθουν σε \$500.000.

Αν τώρα, η διοίκηση της επιχείρησης Α περίμενε έως ότου ανακοινωθεί η συγχώνευση, η εκτίμηση του κόστους θα ήταν ευκολότερη, αφού:

$$\text{Κόστος} = 26 \times (50.000) - 1.000.000 = \$300.000$$

Από τα παραπάνω προκύπτει η πρώτη βασική διαφορά μεταξύ της χρηματοδότησης μιας συγχώνευσης με μετρητά και της χρηματοδότησης μιας συγχώνευσης με μετοχές. Έτσι, συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι όταν προσφέρονται μετρητά, το κόστος της συγχώνευσης δεν επηρεάζεται από τα κέρδη της συγχώνευσης, ενώ όταν προσφέρονται μετοχές, το κόστος αυτής εξαρτάται από τα κέρδη της συγχώνευσης, καθώς τα κέρδη αυτά εμφανίζονται από τη μετά τη συγχώνευση τιμή ανά μετοχή[31].

Πρέπει επίσης να σημειωθεί, ότι η χρηματοδότηση μιας συγχώνευσης με μετοχές μειώνει τις συνέπειες που προκύπτουν από την υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση της αξίας καθεμιάς από τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις. Κι αυτό, διότι αν η επιχείρηση Α υπερεκτιμήσει την αξία της Β ως ξεχωριστής

οικονομικής οντότητας, εξαιτίας του ότι δεν έλαβε υπόψη της κάποιες επιμελώς κρυμμένες υποχρεώσεις της Β, θα προχωρήσει σε μια γενναιόδωρη προσφορά για τη Β. Έτσι, αν όλες οι άλλες μεταβλητές της συγχώνευσης παραμείνουν οι ίδιες, οι μέτοχοι της Α θα έχουν περισσότερα οφέλη και λιγότερους κινδύνους αν προχωρήσουν σ' αυτήν με προσφορά μετοχών παρά μετρητών. Διότι με μια προσφορά μετοχών, τα ενδεχόμενα όχι ευχάριστα νέα για την αξία της επιχείρησης Β θα μοιραστούν κατά ένα μέρος και στους μετόχους της Β[32].

Η δεύτερη βασική διαφορά μεταξύ των δύο αυτών τύπων χρηματοδότησης μιας συγχώνευσης έγκειται στο ότι οι managers της επιχείρησης Α έχουν συνήθως πρόσβαση σε επιπλέον πληροφόρηση, για τις προσδοκίες που έχει η Α, και η οποία δεν είναι διαθέσιμη σε πρόσωπα εκτός αυτής. Οι οικονομολόγοι ονομάζουν συχνά την πληροφόρηση αυτή ως «ασύμμετρη πληροφόρηση»[33]. Όμως, σε καμιά περίπτωση, οι managers της Α δεν πρέπει να στηρίζονται αποκλειστικά στην ασύμμετρη πληροφόρηση, καθώς τόσο οι μέτοχοι της Β, όσο και οι εξωτερικοί επενδυτές καταλαβαίνουν αν κάτι συμβαίνει. Για παράδειγμα, έστω ότι εσείς διαπραγματεύεστε προς το συμφέρον της επιχείρησης Β, και ανακαλύπτετε ότι οι managers της Α προτείνουν συνεχώς να χρηματοδοτηθεί η συγχώνευση με μετοχές. Το γεγονός ότι οι managers της Α επιδιώκουν τη συγχώνευση με ανταλλαγή μετοχών υποδηλώνει σαφώς την απαισιοδοξία τους για την αξία της επιχείρησής τους, και ενισχύει την άποψή σας ότι οι μετοχές τους δεν αξίζουν όσο αρχικά δήλωσαν οι ίδιοι, πράγμα που σας δίνει σημαντικό πλεονέκτημα έναντι αυτών κατά τις διαπραγματεύσεις.

Συμπερασματικά, λοιπόν, μπορούμε να πούμε, ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι αυτή που πολλές φορές εξηγεί, γιατί οι τιμές των μετοχών των εξαγοράζουσων επιχειρήσεων μειώνονται, όταν ανακοινώνονται συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών. Αυτό επιβεβαιώνεται και από μια πρόσφατη μελέτη των Asquith, Brunet και Mullins πάνω στο θέμα αυτό, από την οποία προκύπτει ότι η κατά μέσο όρο πτώση των μετοχών των εξαγοράζουσων επιχειρήσεων για την περίοδο 1973 –1983 ανερχόταν σε 2,5%, ενώ οι συμφωνίες με την καταβολή μετρητών παρουσίαζαν ένα κέρδος της τάξεως του 0,8% κατά την ίδια χρονική περίοδο[34].

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Scharf A. Charles, Acquisitions, Mergers, Sales and Takeovers (A Handbook With Forms), 9th printing, Prentice-Hall Inc, 1977, σελ. 50.
2. Scharf, ό.π., σελ. 51.
3. Draper Paul – Paudyal Krishina, “Corporate Takeovers: Mode of Payment, Returns and Trading Activity”, Journal of Business Finance and Accounting, June / July 1999, σελ. 522.
4. Ross A. Stephen – Westerfield W. Randolph – Jaffe Jeffrey, Corporate Finance, 4th edition, Irwin – McGraw Hill Inc, 1996, σελ. 768.
5. Scharf, ό.π., σελ. 52.
6. Scharf, ό.π., σελ. 53.
7. Scharf, ό.π., σελ. 54.
8. Scharf, ό.π., σελ. 55.
9. Scharf, ό.π., σελ. 56.

10. Van Horne C. James, Fundamentals of Financial Management, 4th edition, Prentice – Hall Inc, 1980, σελ. 569.
11. Mead J. Walter, “Instantaneous Merger Profit as a Conglomerate Merger Motive”, Western Economics Review, December 1969, σελ. 295 – 306.
12. Cooke E. Terence, Mergers & Acquisitions, Basil Blackwell Editions Ltd, 1989, σελ. 135 – 136.
13. Scharf, ό.π., σελ. 63.
14. Ross – Westerfield – Jaffe, ό.π., σελ. 783.
15. Scharf, ό.π., σελ. 64.
16. Scharf, ό.π., σελ. 64.
17. Van Horne, ό.π., σελ. 575.
18. Σακκέλης Ι. Εμμανουήλ, Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως – Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων – Συγχωνεύσεις και Μετατροπές Εταιριών, 2^η έκδοση, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, 1994, σελ. 139.
19. Σακκέλης, ό.π., σελ. 139 –140.

20. Σακκέλης, ό.π., σελ. 124.
21. Myers C. Stewart, Modern Developments in Financial Management, 1st edition, Praeger Publishers Inc, 1976, σελ. 634.
22. Brealey A. Richard – Myers C. Stewart, Principles of Corporate Finance, 4th edition, International edition, McGraw Hill, 1991, σελ. 818.
23. Myers, ό.π., σελ. 635.
24. Brealey – Myers, ό.π., σελ. 819.
25. Brealey – Myers, ό.π., σελ. 820.
26. Myers, ό.π., σελ. 641.
27. Brealey – Myers, ό.π., σελ. 822.
28. Myers, ό.π., σελ. 642.
29. Myers, ό.π., σελ. 642.
30. Myers, ό.π., σελ. 644 – 645.
31. Brealey – Myers, ό.π., σελ. 830.

32. Myers, ό.π., σελ. 643.

33. Brealey – Myers, ό.π., σελ. 830.

34. Brealey – Myers, ό.π., σελ. 831.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ

3.1 ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ.

Στη συγχώνευση με απορρόφηση μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες (που καλούνται απορροφούμενες) διαλύονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση αυτών, παύουν να υπάρχουν ως νομικά πρόσωπα και το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) μεταβιβάζεται σε άλλη υφιστάμενη εταιρία (που καλείται απορροφούσα), ενώ στους μετόχους των απορροφούμενων εταιριών δίνονται μετοχές της απορροφούσας και ενδεχομένως ένα χρηματικό ποσό[1].

Την έννοια της συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών με απορρόφηση δίνει η διάταξη του άρθρου 68 §2 του ν. 2190/1920, σύμφωνα με την οποία «συγχώνευση με απορρόφηση είναι η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες, οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους έναντι απόδοσης στους μετόχους τους μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρία και, ενδεχομένως, καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που αποδίδονται στους μετόχους των

απορροφούμενων εταιριών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών, την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιριών».

Από τη διάταξη αυτή προκύπτει ότι συγχώνευση ανωνύμων εταιριών με απορρόφηση συντελείται όταν συντρέχουν οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- 1) *Να υφίσταται μια ανώνυμη εταιρία, η οποία να αποκτά κατά κυριότητα το σύνολο της περιουσίας μιας ή περισσότερων ανώνυμων εταιριών. Η εταιρία αυτή (απορροφούσα) πρέπει να υφίσταται κατά το χρόνο της συγχώνευσης για να υπάρξει αυτή η μορφή συγκέντρωσης. Αν δεν υπάρχει, όμως, ανώνυμη εταιρία και συνιστάται κατά τη συγχώνευση, έχουμε την άλλη μορφή συγκέντρωσης, τη συγχώνευση με τη σύσταση νέας εταιρίας, την οποία εξετάζουμε σε επόμενο κεφάλαιο[2].*
- 2) *Να υφίστανται, κατά το χρόνο της συγχώνευσης, μια ή περισσότερες άλλες ανώνυμες εταιρίες, οι οποίες λύνονται και, χωρίς να υπαχθούν σε εκκαθάριση, μεταβιβάζουν ολόκληρη την περιουσία τους στην απορροφούσα. Ο νόμος δεν αξιώνει οι εταιρίες αυτές (απορροφούμενες) να είναι ομοειδείς με την απορροφούσα ή να έχουν τα ίδια με εκείνη χαρακτηριστικά¹ ή την ίδια έδρα[3].*

¹ Μολονότι ο νόμος δεν απαιτεί κάτι τέτοιο, όμως στην πράξη αυτό είναι σύνηθες, αφού το αντίθετο θα παρουσίαζε πρακτικές δυσχέρειες, όταν τα εισφερόμενα στοιχεία δεν είναι μετρητά. Πράγματι, απορροφούσα και απορροφούμενες πρέπει να έχουν το ίδιο αντικείμενο για τους εξής λόγους: α) Τα ενεργητικά στοιχεία της απορροφούμενης εταιρίας δεν έχουν την ίδια χρησιμότητα και αξία για την απορροφούσα εταιρία, όση είχαν στην απορροφούμενη αν η απορροφούσα δεν αξιοποιεί λειτουργικά τα στοιχεία που αποκτά με την απορρόφηση. Λειτουργική όμως αξιοποίηση αυτών προϋποθέτει ομοειδές αντικείμενο απορροφούσας – απορροφούμενων, β) Αν οι μεταβιβαζόμενες στην απορροφούσα υποχρεώσεις των απορροφούμενων εταιριών είναι μη χρηματικές (π.χ. εκτέλεση τεχνικών έργων, παραγγελιών), η απορροφούσα πρέπει να έχει το ίδιο με τις απορροφούμενες εταιρίες αντικείμενο, για να είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις αυτές.

- 3) Να γίνεται μεταβίβαση στην απορροφούσα του συνόλου της περιουσίας καθεμίας απορροφούμενης εταιρίας. Δεν είναι δυνατόν να απορροφηθεί τμήμα της εταιρίας και κατά το υπόλοιπο η εταιρία να εξακολουθεί να λειτουργεί. Αυτό ορίζεται ρητά στο νόμο, αλλά συνάγεται και από τις διατάξεις περί εκκαθάρισης, περί ισότητας των μετόχων, περί δικαιωμάτων των πιστωτών, διατάξεις που είναι τελείως ασυμβίβαστες με οποιοδήποτε έννοια τμηματικής απορρόφησης[4].
- 4) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρίας με έκδοση νέων μετοχών και ενδεχόμενη καταβολή μετρητών στους μετόχους των απορροφούμενων εταιριών, σύμφωνα με τη συμφωνημένη και εγκριμένη σχέση ανταλλαγής των μετοχών απορροφούσας – απορροφούμενων εταιριών. Ο νόμος με τη διάταξη αυτή (άρθρο 68 §2) προσδιορίζει, αφενός το ανώτατο όριο των μετρητών και αφετέρου το ανώτατο όριο των μετρητών και της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που η απορροφούσα μπορεί να δώσει στους μετόχους της απορροφούμενης εταιρίας[5]. Συγκεκριμένα:
- α) Το ποσό των μετρητών δεν μπορεί να υπερβεί το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που η απορροφούσα μπορεί να δώσει στους μετόχους της απορροφούμενης εταιρίας. Ο προσδιορισμός αυτός αποσκοπεί, προφανώς, στο να μη μεταβάλλεται η απορρόφηση σε εξαγορά της εταιρίας. Δηλαδή:

$$\boxed{\text{Ποσό Μετρητών}} \leq \boxed{\text{Ονομαστική Αξία Μετοχών} \times 10\%}$$

- β) Το ποσό των μετρητών προστιθέμενο στην ονομαστική αξία των μετοχών της απορροφούσας, που δίνει στους μετόχους της απορροφούμενης εταιρίας, δεν μπορεί να υπερβεί την αξία της καθαρής θέσης της απορροφούμενης εταιρίας, όπως αυτή προσδιορίστηκε από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων². Δηλαδή:

$$\boxed{\text{Ονομαστική Αξία Νέων Μετοχών}} + \boxed{\text{Ποσό σε Μετρητά που καταβάλλεται στους Μετόχους της Απορροφούμενης}} \leq \boxed{\text{Καθαρή Θέση της Απορροφούμενης}}$$

Ο νόμος, όμως, δε θέτει κατώτερο όριο της ονομαστικής αξίας των νέων αυτών μετοχών, που μπορεί να οριστεί σε ποσό μικρότερο του ανώτατου ορίου που προαναφέραμε, δηλαδή ο νόμος επιτρέπει την έκδοση νέων μετοχών υπέρ το άρτιο. Αντίθετα, δεν είναι δυνατόν να εκδοθούν μετοχές υπό το άρτιο, αφού, όπως είπαμε, ο νόμος θέτει ως ανώτατο όριο της ονομαστικής αξίας των νέων μετοχών την πραγματική καθαρή θέση της απορροφούμενης εταιρίας. Έτσι, αν λ.χ. η επιχείρηση Β, που απορροφάται από την Α, έχει μετοχικό κεφάλαιο 8 εκατ. δρχ., και η πραγματική καθαρή θέση αυτής προσδιορίζεται από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων σε 10 εκατ. δρχ., τότε η συνολική ονομαστική αξία των νέων μετοχών, που η επιχείρηση Α θα εκδώσει και θα δώσει στους μετόχους της Β, δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των 10 εκατ. δρχ., γιατί αν το υπέρβαινε θα είχαμε έκδοση μετοχών υπό το άρτιο.

² Η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων ορίζεται από τον Υπουργό Εμπορίου (ή τον αρμόδιο Νομάρχη), έπειτα από κοινή αίτηση των συγχωνευόμενων εταιριών, μέσα σε δεκαπέντε ημέρες από την υποβολή της αίτησης, και απαρτίζεται από τρία μέλη, τα οποία είναι: ένας ή δύο δημόσιοι υπάλληλοι, πτυχιούχοι Ανωτάτης Σχολής με τριετή τουλάχιστον υπηρεσία στο Δημόσιο, ή ένας ή δύο Ορκωτοί Λογιστές του Σ.Ο.Λ. και ένας εμπειρογνώμονας εκπρόσωπος του αρμοδίου Επιμελητηρίου, κατά περίπτωση[6].

Πρέπει να σημειωθεί ότι οι μετοχές, που εκδίδονται λόγω της απορρόφησης, προορίζονται αποκλειστικά για τους μετόχους της απορροφούμενης εταιρίας. Οι παλαιοί μέτοχοι της απορροφούσας δεν έχουν δικαίωμα προτίμησης, όπως έχουν σε κάθε άλλη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (άρθρο 13 §5), ούτε μπορούν να μετάσχουν στην αύξηση αυτή του κεφαλαίου που γίνεται για την απορρόφηση εταιρίας.

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

Τέλος, πρέπει να τονισθεί ότι στην πραγματική καθαρή θέση, τόσο της απορροφούσας, όσο και της απορροφούμενης εταιρίας, όπως αυτές προσδιορίζονται από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων, δεν περιλαμβάνεται η υπεραξία (goodwill) καθεμιάς από τις εταιρίες αυτές. Συνεπώς, για την υπεραξία της απορροφούμενης εταιρίας δεν εκδίδονται μετοχές της απορροφούσας. Η υπεραξία αμφοτέρων των εταιριών, απορροφούσας και απορροφούμενων, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών. Όμως, για αυτήν θα γίνει λόγος σε επόμενη παράγραφο.

3.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΤΥΠΩΣΕΙΣ (ΣΤΑΔΙΑ) ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ.

Η συγχώνευση με απορρόφηση μιας ή περισσότερων ανώνυμων εταιριών από άλλη είναι ο συνηθέστερος τρόπος συγχώνευσης ανώνυμων εταιριών. Ο νόμος αναπτύσσει τον τρόπο αυτό συγχώνευσης λεπτομερώς, και τον χρησιμοποιεί ως βάση – υπόδειγμα για να θεμελιώσει με ορισμένες παρεκκλίσεις από αυτόν τους άλλους τρόπους συγχώνευσης (συγχώνευση ανώνυμης εταιρίας από άλλη που κατέχει το 100% των μετοχών της, συγχώνευση με εξαγορά που εξομοιώνεται με τη συγχώνευση με απορρόφηση, και συγχώνευση με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας)[7].

Η νομοθεσία απαιτεί σειρά διατυπώσεων και ενεργειών για την πραγματοποίηση της απορρόφησης εταιριών. Την όλη διαδικασία, που ομολογουμένως είναι εξαντλητική, μπορούμε, για λόγους απλοΰστευσης, να τη διαχωρίσουμε στα ακόλουθα στάδια:

3.2.1 ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΕΓΓΡΑΦΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΕΚΘΕΣΕΩΝ ΤΩΝ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΙΩΝ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟ ΣΧΕΔΙΟ ΑΥΤΟ. ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ .

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

A) Τα Διοικητικά Συμβούλια (Δ.Σ.) όλων των εταιριών που συγχωνεύονται (απορροφούσας και απορροφούμενων) καταρτίζουν εγγράφως ένα σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης.

Το έγγραφο του σχεδίου σύμβασης δεν απαιτείται να γίνεται ενώπιον συμβολαιογράφου, όπως απαιτείται για την κύρια σύμβαση συγχώνευσης.

Το σχέδιο της συγχώνευσης είναι δυνατό να καταρτίζεται και με ιδιωτικό έγγραφο[8]. Και στις δύο όμως περιπτώσεις, το σχέδιο της συγχώνευσης πρέπει να έχει το ελάχιστο περιεχόμενο, που ορίζεται σαφώς από τις διατάξεις του άρθρου 69 §2. Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου αυτού, το σχέδιο συγχώνευσης πρέπει να περιέχει τουλάχιστον τα ακόλουθα στοιχεία:

1. Την ειδικότερη μορφή, την επωνυμία, και την έδρα των εταιριών που συγχωνεύονται, καθώς και τον αριθμό μητρώου τους.
2. Τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών και ενδεχομένως, το ύψος του χρηματικού ποσού μετρητών που προβλέπει το άρθρο 68 του νόμου, για το οποίο έγινε λόγος πιο πάνω στην παράγραφο 3.1.
3. Τις διατυπώσεις παράδοσης των νέων μετοχών, που εκδίδει η απορροφούσα εταιρία.
4. Την ημερομηνία από την οποία οι μετοχές, που παραδίδονται στους μετόχους της ή των απορροφούμενων εταιριών, παρέχουν δικαίωμα

συμμετοχής στα κέρδη της απορροφούσας εταιρίας, καθώς και κάθε ειδικό όρο σχετικό με το δικαίωμα αυτό.

5. Την ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της ή των απορροφούμενων εταιριών θεωρούνται, από λογιστική άποψη, ότι γίνονται για λογαριασμό της απορροφούσας εταιρίας, και την τύχη των οικονομικών αποτελεσμάτων της ή των απορροφούμενων εταιριών, που θα προκύψουν από την ημερομηνία αυτή μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης.
6. Τα δικαιώματα που εξασφαλίζει η απορροφούσα εταιρία στους μετόχους που έχουν ειδικά δικαιώματα στην ή στις απορροφούμενες εταιρίες, καθώς και στους κατόχους άλλων τίτλων, πλην μετοχών, ή τα μέτρα που προτείνονται γι' αυτούς.
7. Όλα τα ιδιαίτερα πλεονεκτήματα που, ενδεχομένως, παρέχονται στα μέλη του Δ.Σ. και στους τους τακτικούς ελεγκτές των συγχωνευομένων εταιριών.

B) Το Δ.Σ. καθεμιάς από τις προς συγχώνευση εταιρίες καταρτίζει έκθεση επεξήγησης και δικαιολόγησης, από νομική και οικονομική άποψη, του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης.

Ειδικότερα, ο νόμος απαιτεί όπως στην έκθεση αυτή αναλύεται και δικαιολογείται η σχέση ανταλλαγής των μετοχών της ή των απορροφούμενων εταιριών προς τις μετοχές, που εκδίδει και παραδίδει η

απορροφούσα εταιρία στους μετόχους των απορροφούμενων εταιριών. Στην έκθεση αυτή, πρέπει να αναφέρονται επίσης, οποιεσδήποτε ειδικές δυσχέρειες που τυχόν εμφανίστηκαν ή θα εμφανιστούν, κατά την εκτίμηση των περιουσιών των συγχωνευομένων εταιριών[9]. Τέλος, το Δ.Σ. καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρίες υποχρεούται να καταχωρεί την υπό συζήτηση έκθεση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών (Μ.Α.Ε.) , και να την υποβάλει στη γενική συνέλευση των μετόχων που καλείται να αποφασίσει για το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης(άρθρο 69 §4).

- Γ) Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης υποβάλλεται σε δημοσιότητα. Ειδικότερα, δύο μήνες τουλάχιστον πριν από την ημερομηνία συνεδρίασεως της γενικής συνέλευσης που θα κληθεί να αποφασίσει για το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης, το σχέδιο αυτό υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας που προβλέπονται από το άρθρο 7β του νόμου (άρθρο 69 §3), και η οποία συνίσταται:
1. Στην καταχώρηση του σχεδίου στο Μ.Α.Ε., που τηρείται από την υπηρεσία του Υπουργείου Εμπορίου ή της Νομαρχίας της έδρας της εταιρίας, και
 2. Στη δημοσίευση, με επιμέλεια της αρμόδιας υπηρεσίας, και με τις δαπάνες της εταιρίας, στο τεύχος Ανωνύμων Εταιριών και Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως, ανακοίνωσης για την καταχώρηση στο οικείο Μ.Α.Ε. του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης.

Τέλος, περίληψη του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης, με την επιμέλεια των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών, δημοσιεύεται σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα[10]. Η δημοσίευση αυτή πρέπει να γίνει μέσα δέκα (10) ημέρες από την ολοκλήρωση των αμέσως πιο πάνω διατυπώσεων δημοσιότητας (άρθρο 70 §1 του νόμου).

3.2.2 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ, ΚΑΘΩΣ ΚΑΙ ΕΚΦΡΑΣΗ ΓΝΩΜΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΧΕΣΗ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΩΝ.

Στο δεύτερο αυτό στάδιο, υπάγονται οι ακόλουθες ενέργειες:

A) Εκτίμηση της αξίας των περιουσιών των συγχωνευόμενων εταιριών από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων.

Ο νόμος επιβάλλει την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων εταιριών, δηλαδή τόσο της απορροφούσας όσο και των απορροφούμενων, από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 του ν. 2190/1920. Ο νόμος αυτός, με τη διάταξη του άρθρου 71 §1 ορίζει ότι «για την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιριών, συντάσσεται έκθεση από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9».

Στην έκθεση αυτή πρέπει να αναφέρεται η αξία της εισφερόμενης εταιρικής περιουσίας στο σύνολό της (ενεργητικό και παθητικό) για τη μεταβολή του

κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρίας, την οποία συνεπάγεται η συγχώνευση, και τα στοιχεία που προβλέπονται στο άρθρο 9 §2β, ήτοι:

1. Περιγραφή κάθε προσφοράς,
2. Διατύπωση των μεθόδων αποτίμησης που εφαρμόστηκαν, και
3. Πιστοποίηση εάν οι αξίες, που προκύπτουν από την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης, αντιστοιχούν στον αριθμό και στην ονομαστική αξία των μετοχών που θα εκδοθούν έναντι των εισφορών αυτών ή σε περίπτωση που δεν είναι γνωστή η ονομαστική τους αξία, στη λογιστική τους αξία, αφού ληφθεί υπόψη και η διαφορά υπέρ το άρτιο που είναι πιθανό να προκύψει από την έκδοση των μετοχών.

Πέρα όμως απ' αυτά, ο νόμος δεν καθορίζει σε ποιες αξίες η Επιτροπή Εμπειρογνωμόνων πρέπει να αποτιμήσει τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις των συγχωνευόμενων εταιριών. Είναι προφανές ότι δεν λαμβάνονται υπόψη οι τιμές αποτίμησης που καθιερώνει ο νόμος για τη σύνταξη του ισολογισμού τέλους χρήσης, αφού δε συντρέχει η βασική προϋπόθεση εφαρμογής αυτών, δηλαδή της δρώσας επιχείρησης (going concern)[11]. Κι αυτό, διότι με βάση τις διατάξεις του ν. 2166/1993, επί συγχώνευσης δεν γίνεται εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων, αλλά διαπίστωση της λογιστικής αξίας αυτών από φοροτεχνικούς εμπειρογνώμονες ή από Ορκωτό Ελεγκτή[12].

Τέλος, το Accounting Principles Board (APB) του American Institute of Certified Public Accountants, με το Opinion No 16 «Business Combinations» (Αύγουστος 1970) επιβάλλει όπως τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις εκτιμούνται στην ακριβοδίκαιη αξία τους (fair value). Για τον προσδιορισμό της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και την εκτίμηση των υποχρεώσεων, το Ορίσιον δίνει τις ακόλουθες γενικές οδηγίες³[13]:

- α) Τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα αποτιμούνται στην καθαρή τρέχουσα ρευστοποιήσιμη αξία τους.
- β) Οι απαιτήσεις αποτιμούνται στην παρούσα αξία των ποσών που θα εισπραχθούν, προσδιορισμένων με το κατάλληλο τρέχον ποσοστό τόκου, μειωμένων με τις επισφάλειες και, αν είναι απαραίτητο, με το κόστος είσπραξής τους.
- γ) Τα αποθέματα:
- Οι πρώτες ύλες αποτιμούνται στο τρέχον κόστος αντικατάστασης.
 - Η παραγωγή σε εξέλιξη αποτιμάται στην εκτιμώμενη τιμή πώλησης των ετοιμών προϊόντων μειωμένη κατά το κόστος που απαιτείται για την ολοκλήρωσή τους, το κόστος διάθεσής τους, και ένα λογικό ποσοστό κέρδους που αναλογεί στην προσπάθεια πώλησης, που θα καταβάλει η αποκτούσα επιχείρηση, ο υπολογισμός του οποίου βασίζεται στο κέρδος των όμοιων έτοιμων προϊόντων.

³ Σημειώνεται ότι η υπεραξία (goodwill) της εκτιμώμενης επιχείρησης, καθώς κι αυτό που τυχόν η επιχείρηση εμφανίζει στα βιβλία της ως περιουσιακό στοιχείο, που προφανώς προήλθε από την αγορά ή απόκτηση άλλης επιχείρησης, δεν

- Τα έτοιμα προϊόντα και τα εμπορεύματα αποτιμούνται στην εκτιμώμενη τιμή πώλησής τους, μειωμένη κατά το κόστος διάθεσης, και ένα λογικό ποσοστό κέρδους που αναλογεί στην προσπάθεια πώλησης, που θα καταβάλει η αποκτούσα επιχείρηση.

δ) Τα μηχανήματα και οι εγκαταστάσεις:

- Τα μέλλοντα να χρησιμοποιηθούν από την αποκτούσα επιχείρηση μηχανήματα και εγκαταστάσεις αποτιμούνται στο τρέχον κόστος αντικατάστασης στοιχείων όμοιας ικανότητας, εκτός εάν η αναμενόμενη μελλοντική χρήση των στοιχείων υποδεικνύει μια χαμηλότερη αξία για την αποκτούσα επιχείρηση.
- Τα μέλλοντα να χρησιμοποιηθούν ή να παραμείνουν μάλλον για μελλοντική πώληση παρά για χρήση μηχανήματα και εγκαταστάσεις αποτιμούνται στην τρέχουσα καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία τους.

ε) Τα αναγνωρίσιμα ασώματα στοιχεία, δηλαδή τα άυλα στοιχεία που μπορούν να αναγνωριστούν και να κατονομαστούν, περιλαμβανομένων των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, αποτιμούνται στην εκτιμώμενη αξία τους.

στ) Τα άλλα στοιχεία ενεργητικού, περιλαμβανομένων των γηπέδων, των φυσικών πηγών και των μη εμπορεύσιμων χρεογράφων αποτιμούνται στην εκτιμώμενη αξία τους.

ζ) Οι πληρωτέοι λογαριασμοί και τα γραμμάτια, τα μακροπρόθεσμα δάνεια και οι λοιπές υποχρεώσεις αποτιμούνται στην παρούσα αξία των ποσών που θα πληρωθούν, προσδιοριζόμενη με ένα κατάλληλο τρέχον ποσοστό τόκου.

η) Οι υποχρεώσεις και οι προβλέψεις (π.χ. αποζημιώσεων προσωπικού) αποτιμούνται στην παρούσα αξία των ποσών που θα πληρωθούν, προσδιορισμένα με ένα κατάλληλο τρέχον ποσοστό τόκου.

B) Εκτίμηση της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιριών από την Επιτροπή Εμπειρογνωμόνων.

Η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, όπως είπαμε και πιο πάνω, καθορίζεται ελεύθερα από τους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιριών.

Η Επιτροπή Εμπειρογνωμόνων καλείται όχι να καθορίσει, αλλά να εκφράσει απλώς τη γνώμη της, εάν η σχέση αυτή είναι *δίκαιη* και *λογική*. *Δίκαιη* πρέπει να θεωρείται η σχέση, όταν δε δημιουργεί αδικίες μεταξύ των μετόχων των συγχωνευόμενων εταιριών, και *λογική*, όταν αυτή προσδιορίζεται με μια από τις επιστημονικά παραδεκτές μεθόδους[14].

Επειδή υπάρχουν και εφαρμόζονται πολλές μέθοδοι για την εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης, ο νόμος (άρθρο 71) υποχρεώνει την Επιτροπή Εμπειρογνωμόνων να αναφέρει στην έκθεσή της και τα ακόλουθα στοιχεία[15]:

1. Τη μέθοδο ή τις μεθόδους, που υιοθετήθηκαν για τον καθορισμό της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών.

2. Δήλωση για το αν η μέθοδος ή οι μέθοδοι, που υιοθετήθηκαν για τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών, είναι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση, τις αξίες που προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθόδου, και γνώμη για τη βαρύτητα που αποδόθηκε σε ορισμένες μεθόδους για τον προσδιορισμό των αξιών αυτών, καθώς και περιγραφή των τυχόν δυσκολιών που προέκυψαν κατά την εκτίμηση.

Επιβάλλεται να τονίσουμε, για να διαλυθεί η σύγχυση που επικρατεί στη χώρα μας, ότι ο νόμος δεν επιβάλλει η σχέση των μετοχών να είναι ανάλογη με την πραγματική καθαρή θέση των συγχωνευόμενων εταιριών. Μια τέτοια σχέση ενδεχομένως να μην είναι δίκαιη και λογική, και ασφαλώς δεν είναι στις περιπτώσεις που συγχωνεύονται επιχειρήσεις των οποίων η συνεισφορά στα μελλοντικά κέρδη της απορροφούσας εταιρίας δεν είναι ανάλογη προς την καθαρή περιουσία καθεμιάς εταιρίας. Αυτός είναι ακριβώς ο λόγος που ο νόμος αφήνει στους συμβαλλόμενους μετόχους τον προσδιορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών και επιβάλλει στην Επιτροπή Εμπειρογνομόνων να εκφράσει απλώς τη γνώμη της για το «δίκαιο» και «λογικό» της σχέσης αυτής.

Κατά τη γνώμη μας, η γνώμη της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων για τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιριών δεν είναι υποχρεωτική για τους μετόχους των εταιριών αυτών. Κι αυτό, διότι αυτοί έχουν το συμφέρον, αλλά και κατά τεκμήριο είναι σε θέση να εκτιμήσουν ακριβοδίκαια τη συμβολή καθεμιάς συγχωνευόμενης εταιρίας στην

κερδοφόρα μελλοντική πορεία της απορροφούσας εταιρίας, και συνεπώς να προσδιορίσουν ορθότερα τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών απ' ό,τι η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων⁴.

3.2.3 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΣΕ ΗΜΕΡΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗ ΕΓΓΥΗΣΕΩΝ ΣΤΟΥΣ ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Στο τρίτο αυτό στάδιο, υπάγονται οι ακόλουθες ενέργειες:

A) Το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης, μετά την καταχώρησή του στα Μ.Α.Ε. των συγχωνευόμενων εταιριών, και με την επιμέλεια των συγχωνευόμενων εταιριών, δημοσιεύεται σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα που πληρεί τις προϋποθέσεις του άρθρου 26 § 2 του νόμου[16].

Η δημοσίευση αυτή πρέπει να γίνει μέσα σε δέκα (10) ημέρες από την ολοκλήρωση των διατυπώσεων δημοσιότητας, που προβλέπονται από τη διάταξη του άρθρου 69 §3, που αναφέρθηκαν στην παράγραφο 3.2.1 (πρώτο στάδιο της διαδικασίας).

B) Χορήγηση εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιριών.

Τούτο, διότι η λύση των συγχωνευόμενων εταιριών, που δεν τίθενται στο στάδιο της εκκαθάρισης, αποτελεί δυσμένεια για τους πιστωτές των εταιριών αυτών και εύνοια προς τις εταιρίες και τους μετόχους τους.

⁴ Με την ορθή αυτή άποψη συντάσσεται και το Υπουργείο Εμπορείου στο έγγραφο του Κ3 40.234/10.6.1988, με θέμα «Συγχώνευση Α.Ε. μετά το Π.Δ. 498/1987, ύστερα από σχετικό ερώτημα της Νομαρχίας Αθηνών / Διεύθυνση Εμπορίου.

Ο νόμος επιθυμεί να διασφαλίσει τα συμφέροντα των πιστωτών των συγχωνευόμενων εταιριών, οι απαιτήσεις των οποίων γεννήθηκαν πριν από τη δημοσίευση της περιλήψεως του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης στην ημερήσια οικονομική εφημερίδα, για την οποία έγινε λόγος αμέσως πιο πάνω. Η διασφάλιση αυτή των πιστωτών επιβάλλεται, διότι η θέση ορισμένων απ' αυτούς, από άποψη εξασφάλισης, είναι δυνατό μετά τη συγχώνευση να καταστεί χειρότερη σε σχέση με τη θέση τους πριν από αυτήν. Αυτό μπορεί να συμβαίνει στις περιπτώσεις, που η οικονομική κατάσταση και η κερδοφόρα πορεία μιας ή περισσότερων από τις συγχωνευόμενες εταιρίες είναι χειρότερη σε σύγκριση με την οικονομική κατάσταση και την κερδοφόρα πορεία των υπόλοιπων συγχωνευόμενων εταιριών[17]. Είναι προφανές ότι με τη συγχώνευση η θέση των πιστωτών των τελευταίων εταιριών αποδυναμώνεται, ενώ ενδυναμώνεται η θέση των πιστωτών της πρώτης κατηγορίας. Επίσης, η παροχή εγγυήσεων είναι δυνατό να δικαιολογείται στις περιπτώσεις, που οι συγχωνευόμενες εταιρίες έχουν σημαντικά διαφορετικό βαθμό δανειακής επιβάρυνσης[18].

Ο νόμος, με τη διάταξη του άρθρου 70 §2, ορίζει ότι μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση του σχεδίου σύμβασης σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα, οι παραπάνω πιστωτές, οι απαιτήσεις των οποίων δεν είχαν καταστεί ληξιπρόθεσμες κατά το χρόνο της δημοσίευσης του σχεδίου, έχουν δικαίωμα να ζητήσουν να λάβουν *επαρκείς εγγυήσεις* για την κανονική

είσπραξη των απαιτήσεών τους. Οι πιστωτές έχουν δικαίωμα να ζητήσουν εγγυήσεις, εφόσον συντρέχουν οι ακόλουθες προϋποθέσεις[19]:

1. Οι απαιτήσεις των πιστωτών να γεννήθηκαν πριν από τη δημοσίευση του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης, γιατί οι πιστωτές της κατηγορίας αυτής χορήγησαν τις πιστώσεις τους στην εταιρία με βάση την οικονομική της κατάσταση, και αγνοώντας τις προθέσεις της εταιρίας για συγχώνευση της με άλλες εταιρίες χειρότερης πιθανόν οικονομικής κατάστασης.
2. Οι απαιτήσεις των πιστωτών να μην έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες κατά το χρόνο δημοσίευσης του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης. Αν οι απαιτήσεις των πιστωτών έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες κατά την ημερομηνία αυτή (π.χ. έχει λήξει η συναλλαγματική), οι πιστωτές μπορούν να ζητήσουν την είσπραξη των απαιτήσεών τους, και έχουν στη διάθεσή τους όλα τα μέσα που προβλέπουν οι διατάξεις του κοινού δικαίου (ασφαλιστικά μέτρα, εγγραφή υποθηκών, κ.λ.π.).
3. Η οικονομική κατάσταση των συγχωνευομένων εταιριών να καθιστά απαραίτητη την προστασία των πιστωτών με την παροχή εγγυήσεων (εμπράγματος – υποθήκης, προσημειώσεις, ενέχυρα – ή προσωπικών). Τούτο, διότι κατά το πνεύμα του νόμου πρέπει να εκτιμάται η συνολική καθαρή θέση των εταιριών που συγχωνεύονται, αφού, μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχώνευσης, η

απορροφούσα εταιρία υποκαθίσταται σε όλα γενικά τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των απορροφούμενων εταιριών.

4. Οι πιστωτές, προκειμένου να ζητήσουν την παροχή εγγυήσεων για την κανονική είσπραξη των απαιτήσεών τους, πρέπει να μην έχουν λάβει επαρκείς εγγυήσεις (προσωπικές ή εμπράγματος) από τις εταιρίες που συγχωνεύονται. Έτσι, δεν δικαιούνται της συζητούμενης προστασίας ο ενυπόθηκος δανειστής μιας απορροφούσας εταιρίας, όταν η υποθήκη που έχει εγγραφεί για την εξασφάλιση της απαίτησής του κρίνεται υπερεπαρκής.

Επειδή δε, κάθε εταιρία που συγχωνεύεται έχει διαφορετική οικονομική κατάσταση, οι εγγυήσεις που θα χορηγηθούν στους πιστωτές της απορροφούσας εταιρίας μπορεί να είναι διαφορετικές (σε μορφή και σε έκταση) από αυτές που θα χορηγηθούν στους πιστωτές των απορροφούμενων εταιριών. Δεν απαιτείται δηλαδή ίση μεταχείριση των πιστωτών απορροφούσας και απορροφούμενων εταιριών.

Σε περίπτωση, που ο πιστωτής μιας συγχωνευόμενης εταιρίας δεν συμφωνεί με τις παρεχόμενες σ' αυτόν εγγυήσεις, έχει το δικαίωμα να διατυπώσει εγγράφως τις αντιρρήσεις του κατά της συγχώνευσης, οι οποίες κοινοποιούνται στις συγχωνευόμενες εταιρίες μέσα σε προθεσμία ενός μηνός από τη δημοσίευση του σχεδίου συγχώνευσης[20]. Προκειμένου, όμως, να αποκλειστεί η περίπτωση καταχρηστικής άσκησης του δικαιώματος των πιστωτών περί προβολής αντιρρήσεων κατά της

συγχώνευσης, ο νόμος (άρθρο 70 §3) παρέχει το δικαίωμα στην οφειλέτρια εταιρία, αλλά και σε οποιαδήποτε από τις συγχωνευόμενες εταιρίες, να καταφύγει με αίτησή της στο Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας της και να ζητήσει από αυτό να επιτρέψει τη συγχώνευση, παρά τις αντιρρήσεις του πιστωτή ή των πιστωτών. Το δικαστήριο αυτό, το οποίο δικάζει κατά τη διαδικασία των άρθρων 682 και επόμενα του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, μπορεί να επιτρέψει τη συγχώνευση, παρά τις αντιρρήσεις του πιστωτή ή των πιστωτών, αν κρίνει ότι η οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιριών, ή οι εγγυήσεις που έχουν ήδη λάβει οι πιστωτές αυτοί, ή που τους προσφέρονται δε δικαιολογούν τις αντιρρήσεις τους[21]. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου δεν υπόκειται σε τακτικά και έκτακτα ένδικα μέσα[22].

Γ) Έγκριση της συγχώνευσης από τους ομολογιούχους δανειστές των συγχωνευομένων εταιριών.

Αυτό, διότι στην περίπτωση, που υπάρχουν ομολογιούχοι δανειστές, τουλάχιστον σε μια από τις συγχωνευόμενες εταιρίες, η απόφαση της εταιρίας αυτής για συγχώνευση απαιτεί και την έγκριση των δανειστών αυτών.

Η έγκριση αυτή παρέχεται με απόφαση της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών, που συγκροτείται μόνο για το ζήτημα αυτό, και λαμβάνεται με τα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας, που καθορίζονται από τα άρθρα 29 §§1-2 και 31 §1 του νόμου, τα οποία υπολογίζονται στο

σύνολο των ομολογιακών δανείων κάθε εταιρίας[23]. Αντίθετα, σε περίπτωση μη έγκρισης της απόφασης για συγχώνευση από την ειδική αυτή συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών, εφαρμόζονται αναλόγως τα όσα εκτέθηκαν πιο πάνω για το δικαίωμα προσφυγής στο Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας της για τις αντιρρήσεις των πιστωτών[24].

Τέλος, αν η απορροφούμενη εταιρία έχει εκδώσει άλλους, μη μετοχικούς τίτλους (όπως είναι οι ιδρυτικοί τίτλοι), η απορροφούσα εταιρία οφείλει να παραχωρήσει στους κομιστές τους δικαιώματα τουλάχιστον ισοδύναμα με αυτά που είχαν στην απορροφούμενη εταιρία, εκτός αν κάθε κομιστής ενέκρινε την τροποποίηση ή κατάργηση των δικαιωμάτων του (άρθρο 70 §5).

3.2.4 ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΣΧΕΔΙΟ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Κατά το στάδιο αυτό, προκειμένου να αποφασίσουν οι μέτοχοι των συγχωνευόμενων εταιριών για την υπό μελέτη συγχώνευση, πρέπει να έχουν την αναγκαία πληροφόρηση και μάλιστα έγκαιρα, ώστε στη γενική συνέλευση εγκρίσεως του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης να είναι σε θέση να λάβουν τις κατάλληλες αποφάσεις. Την πληροφόρηση αυτή των μετόχων επιδιώκει ο νόμος, με τη διάταξη του άρθρου 73, κατά την οποία ορίζεται ότι «ένα μήνα τουλάχιστον, πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της Γενικής Συνέλευσης που καλείται να αποφασίσει για το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης, κάθε

μέτοχος έχει δικαίωμα να λαμβάνει γνώση, στην έδρα της εταιρίας, τουλάχιστον των ακόλουθων εγγράφων[25]:

1. Του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης.
2. Των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων (δηλαδή του Ισολογισμού, της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως, του Πίνακα Διαθέσεως Αποτελεσμάτων, και του Προσαρτήματος), καθώς και των εκθέσεων διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου των τριών τελευταίων χρήσεων των εταιριών που συγχωνεύονται».
3. Μιας λογιστικής κατάστασης (προσωρινού ισολογισμού) της εταιρίας με ημερομηνία κλεισίματος όχι προγενέστερη του τριμήνου από την ημερομηνία του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης.
4. Των εκθέσεων των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών περί του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης, για τις οποίες έγινε λόγος πιο πάνω στην παράγραφο 3.2.1.
5. Της έκθεσης της Εκτιμητικής Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, για την οποία έγινε λόγος πιο πάνω στην παράγραφο 3.2.2.

3.2.5 ΕΓΚΡΙΣΗ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΓΕΝΙΚΕΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Η συγχώνευση, όπως θα αναπτυχθεί πιο κάτω, επιφέρει συνταρακτικές συνέπειες στις συγχωνευόμενες εταιρίες. Η εταιρία ή εξαφανίζεται (απορροφούμενη) ή αναλαμβάνει νέες ευθύνες (απορροφούσα) και γενικά μεταβάλλει το καθεστώς αυτής, ενώ η θέση των μετόχων αλλοιώνεται. Συνεπώς, δεν είναι δυνατό να επέλθουν οι σοβαρές αυτές συνέπειες χωρίς την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης (Γ.Σ.) των μετόχων της εταιρίας.

Η πρόσκληση της συνέλευσης δεν μπορεί να γίνει από κανένα άλλο όργανο εκτός από το Δ.Σ., το οποίο εκπροσωπεί την εταιρία στις σχέσεις της με τρίτους, και το οποίο δικαιούται να μεταβάλει τους όρους της απόφασης της συνέλευσης. Πρέπει να σημειωθεί ότι το Δ.Σ. δικαιούται, και ενδεχομένως υποχρεούται, αν τα γεγονότα το επιβάλλουν, να συγκαλέσει νέα Γ.Σ. των μετόχων της εταιρίας[26].

Εξάλλου, ο νόμος με τη διάταξη του άρθρου 72 §1 ορίζει ότι «για τη συγχώνευση απαιτείται απόφαση της Γενικής Συνέλευσης καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρίες. Η απόφαση αυτή αφορά την έγκριση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης και, κατά περίπτωση, τις τροποποιήσεις του καταστατικού για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης». Τούτο, διότι η απόφαση της Γ.Σ. αποτελεί τη βούληση της εταιρίας για την κατάρτιση της σύμβασης συγχώνευσης με βάση το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης που έχει γίνει κατ' αρχήν δεκτό από όλες τις ενδιαφερόμενες εταιρίες, και το οποίο

καθορίζει τουλάχιστον τα ουσιώδη στοιχεία της σύμβασης. Πρέπει να σημειωθεί, ότι η απόφαση της Γ.Σ. δεν δεσμεύει την εταιρία προς τους τρίτους, παρά μόνο αφότου γίνει από αυτούς δεκτή, κατά τις αρχές της σύμβασης[27].

Αναφορικά με το δικαίωμα σύγκλισης της Γ.Σ., τη συγκρότηση και τη δημιουργία αυτής, την παροχή πληροφοριών, τον τρόπο λήψης των αποφάσεών της και το κύρος αυτών, ισχύουν οι κοινές διατάξεις του νόμου που αναφέρονται στα θέματα αυτά. Όμως, στη διάταξη του εν λόγω άρθρου (άρθρο 72 §3) επισημαίνονται ειδικότερα, οι διατάξεις του άρθρου 29 §3 και του άρθρου 31 §2 του νόμου, οι οποίες, για τη λήψη απόφασης συγχώνευσης της εταιρίας απαιτούν τη μείζονα απαρτία για τη νόμιμη συγκρότηση της Γ.Σ. (2/3 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου) και τη μείζονα πλειοψηφία (3/5 των ψήφων που εκπροσωπούνται στη συνέλευση), καθώς και η διάταξη του άρθρου 29 §4, σύμφωνα με την οποία για τις επαναληπτικές Γ.Σ., τις σχετιζόμενες με θέματα που απαιτείται αυξημένη απαρτία, η συνέλευση θεωρείται έγκυρη όταν εκπροσωπείται κατ' αυτήν το 1/3 τουλάχιστον του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου[28].

Τέλος, ο νόμος, επιθυμώντας να διασφαλίσει τα δικαιώματα των επιμέρους κατηγοριών μετόχων (π.χ. προνομιούχων), στη διάταξη του άρθρου 72 §2 ορίζει ότι « αν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετόχων, η απόφαση της Γ.Σ. για τη συγχώνευση τελεί υπό την έγκριση της ή των κατ' ιδίαν κατηγοριών μετόχων , που θίγονται από τη συγχώνευση⁵»[29].

⁵ Μέτοχοι των οποίων τα συμφέροντα θίγονται από τη συγχώνευση είναι π.χ. οι προνομιούχοι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Αντίθετα, τα δικαιώματα των προνομιούχων μετόχων της απορροφούσας δεν καταργούνται, ούτε αυτά των προνομιούχων μετόχων της απορροφούμενης αν προβλέπεται η χορήγηση σ' αυτούς προνομιούχων μετόχων της απορροφούσας.

3.2.6 ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

Η απόφαση της Γ.Σ. καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρίες εκφράζει τη βούληση αυτής για τη συγχώνευση, σύμφωνα με τους όρους που περιλαμβάνονται στο σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης. Η υλοποίηση της απόφασης αυτής προϋποθέτει σύμπτωση των βουλήσεων των συγχωνευόμενων εταιριών, δηλαδή προϋποθέτει κατάρτιση σύμβασης, όπου συμβαλλόμενοι, στην προκειμένη περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση, είναι η απορροφούσα και η απορροφούμενη.

Η ανώνυμη εταιρία, για τη σύναψη της σύμβασης εκπροσωπείται από το Δ.Σ. αυτής ή από ένα ή περισσότερα μέλη αυτού ή από άλλα πρόσωπα, στις περιπτώσεις που τα πρόσωπα αυτά μπορούν νόμιμα να συνάψουν τη σύμβαση συγχώνευσης. Το Δ.Σ., εφόσον επιτρέπει σχετικώς το καταστατικό, μπορεί ακόμα με ειδική απόφασή του να εξουσιοδοτήσει ένα μέλος του ή άλλο πρόσωπο, για τη σύναψη της σύμβασης που αποφασίστηκε από τη Γ.Σ. των μετόχων[30].

Η σύμβαση συγχώνευσης καταρτίζεται πάντοτε με συμβολαιογραφικό έγγραφο (άρθρο 74 §1), στο οποίο προσαρτάται υπεύθυνη δήλωση του άρθρου 8 του ν. 1599/1986 των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών[31], στην οποία δηλώνεται ότι δεν προβλήθηκαν εκ μέρους των πιστωτών αντιρρήσεις (για τις οποίες έγινε λόγος πιο πάνω στην παράγραφο 3.2.3), ή ότι οι αντιρρήσεις που τυχόν προβλήθηκαν, επιλύθηκαν ήδη μέχρι του χρόνου κατάρτισης της σύμβασης συγχώνευσης (άρθρο 74 §2).

3.2.7 ΕΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΠΟ ΤΟΝ ΥΠΟΥΡΓΟ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

Στο τελευταίο αυτό στάδιο της διαδικασίας συγχώνευσης με απορρόφηση, υπάγονται οι ακόλουθες ενέργειες:

A) Η έγκριση της συγχώνευσης από την Εποπτεύουσα Αρχή.

Προκειμένου να ολοκληρωθεί η συγχώνευση, η αρμόδια Νομαρχία (στην οποία υπάγεται η απορροφούσα εταιρία) ή ο Υπουργός Εμπορίου (αν υπάγεται σ' αυτήν απ' ευθείας η απορροφούσα) οφείλει, καταρχάς, να εξετάσει και να εγκρίνει όλες τις πράξεις και τις διατυπώσεις, που επιβάλλει ο νόμος για την πραγματοποίηση αυτής, και στη συνέχεια να παράσχει τη σχετική άδεια προς το σκοπό αυτό (άρθρο 74 §2). Η Εποπτεύουσα Αρχή δεν δικαιούται να ελέγξει τη σκοπιμότητα της συγχώνευσης. Αν, τέλος, η απόφαση του Υπουργού ή της αρμόδιας Νομαρχίας είναι αρνητική, αυτή θα πρέπει να είναι αιτιολογημένη, και σε κάθε περίπτωση υπόκειται στον έλεγχο του Συμβουλίου Επικρατείας[32].

B) Η δημοσιότητα της συγχώνευσης εταιριών με απορρόφηση.

Κατά το άρθρο 74 §1 «οι αποφάσεις των Γ.Σ. για τη συγχώνευση, που λαμβάνονται σύμφωνα με το άρθρο 72, μαζί με τη σχετική σύμβαση, που καταρτίζεται με συμβολαιογραφικό έγγραφο, στο οποίο προσαρτάται υπεύθυνη δήλωση του άρθρου 8 του ν. 1599/1986 ότι δεν προβλήθηκαν οι κατά την §2 του άρθρου 70 αντιρρήσεις ή ότι οι τυχόν προβληθείσες επιλύθηκαν, και μετά από έγκριση του Υπουργού Εμπορίου,

υποβάλλονται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β για καθεμιά από τις συγχωνευόμενες εταιρίες».

Σύμφωνα, λοιπόν, με τη διάταξη αυτή, καθεμιά από τις συγχωνευόμενες εταιρίες (απορροφούσα και απορροφούμενες) πρέπει να υποβάλουν στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του νόμου[33]:

1. Την απόφαση της Γ.Σ. των μετόχων της, που λαμβάνεται σύμφωνα με το άρθρο 72 του νόμου, δηλαδή την απόφαση έγκρισης του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης και, κατά περίπτωση, τροποποίησης του καταστατικού της εταιρίας.
2. Τη σύμβαση συγχώνευσης.
3. Την απόφαση του Υπουργού (ή της αρμόδιας Νομαρχίας) για την έγκριση της απόφασης της Γ.Σ. για την έγκριση του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης, της τροποποίησης του καταστατικού της εταιρίας και της σύμβασης συγχώνευσης.

Η δημοσιότητα πρέπει να γίνει σύμφωνα με τα όσα προβλέπει το άρθρο 7β του νόμου, όπου καθεμιά από τις συγχωνευόμενες εταιρίες οφείλει:

- α) Να καταχωρίσει τα πιο πάνω στοιχεία στο Μ.Α.Ε. που τηρείται στη Νομαρχία της έδρας της, και

- β) Να δημοσιεύσει τα πιο πάνω στοιχεία, με την επιμέλεια της αρμόδιας υπηρεσίας της Νομαρχίας και με δαπάνες της εταιρίας, στο τεύχος Ανωνύμων Εταιριών και Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως.

3.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ.

Το άρθρο 75 του ν. 2190/1920, που προστέθηκε στο νόμο με το Π.Δ. 498/1987, ορίζει ότι τα αποτελέσματα της συγχώνευσης επέρχονται αυτοδίκαια και ταυτόχρονα από την καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. της διοικητικής απόφασης (του Υπουργού ή του αρμόδιου Νομάρχη) περί εγκρίσεως της σύμβασης συγχώνευσης. Καμία άλλη διατύπωση δεν απαιτείται για την επέλευση των αποτελεσμάτων της συγχώνευσης, τόσο για τις συγχωνευόμενες εταιρίες, όσο και έναντι τρίτων.

Εφόσον τα επερχόμενα από τη συγχώνευση αποτελέσματα αφορούν όλες τις συγχωνευόμενες εταιρίες, είναι αυτονόητο ότι η εγκριτική απόφαση της συγχώνευσης πρέπει να καταχωρείται στο Μ.Α.Ε. καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρίες και στην περίπτωση που αυτές ανήκουν σε διαφορετικές νομαρχίες, τόσο στο Μ.Α.Ε. της Νομαρχίας, στην οποία υπάγεται η απορροφούσα, όσο και στο Μ.Α.Ε. της Νομαρχίας της απορροφούμενης[34]. Εξάλλου, τα συμφέροντα των τρίτων, τους οποίους ενδιαφέρει η συγχώνευση, εξασφαλίζονται με τις διάφορες δημοσιεύσεις, που επιβάλλουν οι

προαναφερθείσες διατάξεις στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και άλλα έντυπα. Επίσης, πρέπει να τονιστεί ιδιαίτερα, ότι τα αποτελέσματα της συγχώνευσης επέρχονται από τη στιγμή της καταχώρισης της εγκριτικής απόφασης στο Μ.Α.Ε., και όχι από τη δημοσίευση αυτής στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. Η τελευταία είναι επικουρική ενέργεια δημοσιότητας της συγχώνευσης και αποβλέπει, προφανώς, στην ευρύτερη κοινοποίηση του γεγονότος για την πληροφόρηση και προστασία του κοινού (τρίτων)[35].

Επίσης, κατά το νόμο, τα αποτελέσματα της συγχώνευσης επέρχονται αυτοδίκαια, χωρίς να απαιτείται άλλη διατύπωση, και γι' αυτό δεχόμαστε πως τυχόν παραλείψεις στη σύμβαση συγχώνευσης, που αφορούν τη μεταβίβαση κινήτων πραγμάτων δεν επηρεάζουν αυτήν, ενώ για τα ακίνητα και όσα από τα κινήτά απαιτεί ο νόμος ιδιαίτερες διατυπώσεις, αυτές πρέπει να τηρηθούν.

Τα επερχόμενα με τη συγχώνευση αποτελέσματα, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 75, αφορούν: α) Τις συγχωνευόμενες εταιρίες, β) Τους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιριών, γ) Τους τρίτους (δανειστές, οφειλέτες, προσωπικό συγχωνευόμενων εταιριών). Ειδικότερα:

3.3.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ.

Κατά το άρθρο 75 §1α, «η απορροφούσα εταιρία υποκαθίσταται σε όλα γενικά τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της ή των απορροφούμενων εταιριών, και η μεταβίβαση αυτή (της περιουσίας της ή των απορροφούμενων) εξομοιώνεται με

καθολική διαδοχή⁶». Έτσι, η μεταβίβαση περιλαμβάνει όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της ή των απορροφούμενων εταιριών και μάλιστα ανεξάρτητα από το εάν στη σύμβαση συγχώνευσης γίνεται ειδικός λόγος περί αυτού. Όμως, κατά την §3 του ίδιου άρθρου, οι προβλεπόμενες από την ισχύουσα νομοθεσία ιδιαίτερες διατυπώσεις για τη μεταβίβαση ορισμένων περιουσιακών στοιχείων (ακίνητα, αυτοκίνητα, πλοία, κ.α.) εφαρμόζονται και στην περίπτωση συγχώνευσης⁷. Πιο συγκεκριμένα[36]:

1. *Μεταγραφή στο Υποθηκοφυλακείο* κάθε ακινήτου της απορροφούμενης, που εισφέρεται στην απορροφούσα, είναι απαραίτητη για τη μεταβίβαση της κυριότητας.
2. *Καταχώριση στο οικείο Νηολόγιο* κάθε πλοίου της απορροφούμενης, που εισφέρεται κατά τα άνω είναι, επίσης, απαραίτητη.

Επίσης, πρέπει να σημειωθεί ότι η ευθύνη της απορροφούσας εταιρίας προς τους δανειστές της απορροφούμενης δεν περιορίζεται μέχρι το ύψος της αξίας της μεταβιβασθείσας περιουσίας της τελευταίας, αλλά καταλαμβάνει ολόκληρη την περιουσία της απορροφούσας. Έτσι, οι εκκρεμείς δίκες της απορροφούμενης συνεχίζονται αυτοδικαίως από την απορροφούσα ή κατ' αυτής, χωρίς καμία ειδικότερη διατύπωση, και χωρίς να επέρχεται βίαιη διακοπή (άρθρο 75 §2), καθώς η απορροφούσα εταιρία αποκτά ως ομάδα τη συνολική

⁶ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 1.5.2 του πρώτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

⁷ Για τη μεταβίβαση ορισμένων δικαιωμάτων της απορροφούμενης εταιρίας μπορεί να απαιτηθεί και τροποποίηση σχετικού άρθρου του καταστατικού της απορροφούσας (όπως για τη μεταβίβαση της επωνυμίας, του διακριτικού τίτλου, κ.λ.π. της απορροφούμενης).

περιουσία της απορροφούμενης εταιρίας, και την καθιστά άμεση διάδοχο στις εκκρεμείς δίκες[37].

Μετά από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, και συγκεκριμένα από την κατά τα άνω καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. της εγκριτικής απόφασης της συγχώνευσης, το νομικό πρόσωπο της απορροφούμενης δεν έχει λόγο ύπαρξης(άρθρο 75 §1γ). Τούτο, διότι ολόκληρη η περιουσία της μεταβιβάστηκε στην απορροφούσα, χωρίς να μεσολαβούν τα στάδια εκκαθάρισης και διανομής, όπου θα δικαιολογείτο η συνέχιση ύπαρξης του νομικού προσώπου αυτής. Συνεπώς, η απορροφούμενη εταιρία αποθνήσκει, και η απορροφούσα εταιρία ισχυροποιείται και καθίσταται ως ένας μεγαλύτερος οικονομικός οργανισμός, αφού αποκτά πρόσθετη περιουσία έναντι μετοχών, που η ίδια εκδίδει.

3.3.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Οι μέτοχοι της ή των απορροφούμενων εταιριών γίνονται μέτοχοι της απορροφούσας εταιρίας (άρθρο 75§1β). Χάνουν δηλαδή τα μετοχικά τους δικαιώματα στην απορροφούμενη (που με τη συγχώνευση παύει να υφίσταται) και αποκτούν ανάλογα δικαιώματα ως μέτοχοι της απορροφούσας. Αυτό επιτυγχάνεται με την ανταλλαγή των τίτλων στην αναλογία που έχει καθορισθεί στη σύμβαση συγχώνευσης. Κάθε μέτοχος της απορροφούμενης εταιρίας παραδίδει τις μετοχές αυτής που κατέχει (και οι οποίες ακυρώνονται) και λαμβάνει τις αναλογούσες μετοχές της απορροφούσας.

Οι μέτοχοι της απορροφούμενης εταιρίας μπορεί να έχουν μετοχές αυτής διαφόρων ειδών (ανώνυμες, ονομαστικές, προνομιούχες), τις οποίες θα ανταλλάξουν με μετοχές, που θα εκδώσει η απορροφούσα, ομοειδείς ή άλλου είδους, ανάλογα με το τι προβλέπεται από τη σύμβαση συγχώνευσης[38]. Πάντως, υπόψιν θα πρέπει να λαμβάνεται η διάταξη του άρθρου 72 §2, κατά την οποία, «εάν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετόχων, η απόφαση της Γ.Σ. για τη συγχώνευση πρέπει να εγκριθεί και από τις κατ' ιδίαν κατηγορίες μετόχων της ή των απορροφούμενων εταιριών, τα δικαιώματα των οποίων θίγονται από τη συγχώνευση». Έτσι, στους προνομιούχους μετόχους της απορροφούμενης πρέπει να δοθούν προνομιούχες, με τα ίδια προνόμια, μετοχές της απορροφούσας. Μπορούν, όμως, να δοθούν στους προνομιούχους μετόχους και κοινές μετοχές ή προνομιούχες με λιγότερα προνόμια, εφόσον το δεχθούν οι ίδιοι οι προνομιούχοι μέτοχοι σε ιδιαίτερη συνέλευσή τους[39].

3.3.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΤΡΙΤΟΥΣ.

A) Δανειστές.

Ένα από τα αποτελέσματα της συγχώνευσης είναι ότι από την ολοκλήρωσή της, οι πιστωτές της ή των απορροφούμενων εταιριών καθίστανται πιστωτές της απορροφούσας. Κατά τεκμήριο, η απορροφούσα εταιρία, μετά την απόκτηση νέων περιουσιακών στοιχείων (της απορροφούμενης) και την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου (ενδεχομένως και με πρόσθετες εισφορές μετρητών), γίνεται ισχυρότερη με συνέπεια να βελτιωθεί και η θέση των πιστωτών από πλευράς εξασφάλισης[40]. Αυτό, όμως, μπορεί να μη συμβαίνει πάντοτε – όταν π.χ.

όλες οι συγχωνευόμενες εταιρίες δεν έχουν τον ίδιο βαθμό φερεγγυότητας. Για την περίπτωση αυτή, ο νόμος (άρθρο 70) προνόησε το δικαίωμα των πιστωτών να ζητήσουν και να λάβουν επαρκείς εγγυήσεις⁷⁸. Το δικαίωμα αυτό, το έχουν όλοι οι πιστωτές όλων των συγχωνευόμενων εταιριών (απορροφούσας και απορροφούμενων).

B) Οφειλέτες.

Οι οφειλέτες των απορροφούμενων εταιριών καθίστανται οφειλέτες της απορροφούσας.

Γ) Εργασιακές συμβάσεις με προσωπικό και τρίτους.

Τόσο από τις σχετικές διατάξεις του εσωτερικού εργατικού δικαίου, όσο και από τις αντίστοιχες του κοινοτικού δικαίου (άρθρο 12 Τρίτης Οδηγίας Ε.Ο.Κ.), αλλά και από τη νομολογία, η προστασία των δικαιωμάτων του προσωπικού των συγχωνευόμενων εταιριών είναι πλήρης. Έτσι, το προσωπικό της απορροφούμενης εταιρίας συνεχίζει την εργασιακή σχέση του με το νέο εργοδότη (απορροφούσα εταιρία), και ο χρόνος προϋπηρεσίας του στην πρώτη συνυπολογίζεται για τις μισθολογικές αυξήσεις, τον υπολογισμό της αποζημίωσης σε περίπτωση καταγγελίας της σύμβασης εργασίας από την απορροφούσα, κ.λ.π. [41].

Διατηρούνται, επίσης, όλες οι συμβάσεις μίσθωσης έργου ή ανεξάρτητων υπηρεσιών, που είχε συνάψει η απορροφούμενη εταιρία με διάφορα φυσικά ή νομικά πρόσωπα, οι οποίες σχετίζονται με την απορροφούσα.

⁷⁸ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.3 του κεφαλαίου αυτού.

Δ) Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου απορροφούσας εταιρίας.

Όπως σημειώθηκε πιο πάνω (στην παράγραφο 3.1), με τη συγχώνευση «δια απορροφήσεως» επέρχεται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρίας κατά το ποσό που ρητώς αναφέρεται στη σύμβαση συγχώνευσης. Για το ποσό της αύξησης αυτής θα εκδοθούν νέες μετοχές, όπως αναφέρεται στην ίδια σύμβαση, οι οποίες θα δοθούν στους μετόχους της απορροφούμενης με ανταλλαγή των μετοχών της τελευταίας, που κατέχει ο κάθε μέτοχος.

Εφόσον, λοιπόν, έχουμε αύξηση κεφαλαίου της απορροφούσας, είναι ανάγκη να τηρηθούν οι προβλεπόμενες από το ν. 2190/1920 διαδικασίες, που είναι οι εξής[42]:

1. Πιστοποίηση της καταβολής της αύξησης του κεφαλαίου (δηλαδή της εισφοράς των περιουσιακών στοιχείων της απορροφούμενης) σε ειδική συνεδρίαση του Δ.Σ. της απορροφούσας (άρθρο 11). Η συνεδρίαση αυτή πρέπει να πραγματοποιηθεί εντός διμήνου από της ολοκλήρωσης της συγχώνευσης (καταχώρησης στο Μ.Α.Ε. της εγκριτικής διοικητικής απόφασης).
2. Εντός της ίδιας δίμηνης προθεσμίας, ο Πρόεδρος του Δ.Σ. της απορροφούσας υποχρεούται να υποβάλει στο Υπουργείο Εμπορείου ή την οικεία Νομαρχία αντίγραφο της πιο πάνω συνεδρίασης.

3. Δημοσίευση ανακοίνωσης στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως για την καταχώρηση του πρακτικού συνεδρίασης του Δ.Σ της απορροφούσας στο Μ.Α.Ε. περί πιστοποίησης της καταβολής της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφούσας, που επήλθε με τη συγχώνευση.

Τέλος, όσον αφορά την ανταλλαγή μετοχών, σε άλλη συνεδρίαση του Δ.Σ. της απορροφούσας, που πρέπει να συνέλθει μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης και όσο το δυνατόν πιο σύντομα, θα καθορισθεί ο τόπος, ο χρόνος και ο τρόπος με τον οποίο θα γίνει η ανταλλαγή των μετοχών, όπου, δηλαδή, οι μέτοχοι της απορροφηθείσας εταιρίας θα προσκομίσουν τους τίτλους των μετοχών αυτής που κατέχουν, και θα λάβουν τον αναλογούντα στον κάθε ένα αριθμό μετοχών της απορροφούσας[43]. Το πρακτικό της συνεδρίασης αυτής του Δ.Σ. της απορροφούσας δεν υποβάλλεται σε καμιά δημοσιότητα.

3.4 ΑΚΥΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

3.4.1 ΛΟΓΟΙ ΑΚΥΡΩΣΕΩΣ.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 77 του ν. 2190/1920 , που προστέθηκε στο νόμο με το άρθρο 12 του Π.Δ. 489/1987, οι λόγοι ακυρώσεως συγχωνεύσεων ανωνύμων εταιριών είναι δύο. Έτσι, η συγχώνευση κηρύσσεται

άκυρη, όχι αυτοδικαίως, αλλά με απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου, μόνον εάν:

- α) Δεν τηρήθηκαν οι διατάξεις του άρθρου 74. Οι διατάξεις αυτές προβλέπουν πως οι αποφάσεις των Γ.Σ. για τη συγχώνευση, η συμβολαιογραφική σύμβαση συγχώνευσης, στην οποία προσαρτάται και υπεύθυνη δήλωση του άρθρου 8 του ν. 1599/1986 ότι δεν προβλήθηκαν αντιρρήσεις από τους πιστωτές ή ότι οι τυχόν προβληθείσες επιλύθηκαν και η εγκριτική απόφαση της συγχώνευσης υποβάλλονται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β.
- β) Αποδειχθεί ότι η απόφαση της Γ.Σ. μιας από τις εταιρίες που συγχωνεύθηκαν και που ενέκρινε τη συγχώνευση είναι άκυρη ή ακυρώσιμη κατά τις διατάξεις των άρθρων 35α §1 και 35β §1. Οι διατάξεις αυτές ορίζουν ότι οι αποφάσεις της Γ.Σ. είναι άκυρες, όταν: αα) Ελήφθησαν κατά παράβαση των διατάξεων περί συγκρότησης ή περί απαρτίας και πλειοψηφίας των Γ.Σ., ββ) Με το περιεχόμενο τους θίγουν διατάξεις του καταστατικού, που έχουν τεθεί για την προστασία των δανειστών, γγ) Απόφαση της Γ.Σ. με την οποία απορρίπτεται αίτηση παροχής πληροφοριών, στηριζόμενη στο νόμο ή το καταστατικό, μπορεί να ακυρωθεί από το δικαστήριο.

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 77 §3, το αρμόδιο δικαστήριο παρέχει στις ενδιαφερόμενες εταιρίες εξάμηνη προθεσμία για την άρση των λόγων ακυρότητας της συγχώνευσης, όταν η άρση αυτή είναι εφικτή[44]. Στην

περίπτωση, που η άρση αυτή δεν είναι εφικτή ή δεν πραγματοποιηθεί από τις ενδιαφερόμενες εταιρίες, η δικαστική απόφαση που εκδίδεται και που κηρύσσει την ακυρότητα της συγχώνευσης, υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β.

3.4.2 ΑΣΚΗΣΗ ΤΡΙΤΑΝΑΚΟΠΗΣ.

Η τριτανakoπή κατά της απόφασης, που κηρύσσει την ακυρότητα της συγχώνευσης (άρθρο 77 §5), μπορεί να ασκηθεί μέσα σε προθεσμία έξι μηνών από την υποβολή της δικαστικής απόφασης στις διατυπώσεις δημοσιότητας[45], όπως αυτές περιγράφονται στην αμέσως προηγούμενη παράγραφο (3.4.1).

3.4.3 ΠΟΤΕ Η ΑΓΩΓΗ ΓΙΑ ΑΚΥΡΩΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΚΡΙΝΕΤΑΙ ΩΣ ΑΠΑΡΑΔΕΚΤΗ.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι, κατά τις διατάξεις του νόμου (άρθρο 77 §2), η πιο πάνω αγωγή για την ακύρωση της συγχώνευσης κρίνεται ως απαράδεκτη, εάν[46]:

1. Πέρασαν έξι μήνες από την ημερομηνία καταχώρισης στο Μ.Α.Ε. της διοικητικής απόφασης που εγκρίνει τη συγχώνευση.
2. Έπαψαν να υφίστανται οι λόγοι για τους οποίους θα μπορούσε να γίνει η ακύρωση.

3.4.4 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟΡΡΟΦΟΥΣΑΣ ΚΑΤΑ ΤΗ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ.

Η κηρύσσουσα την ακυρότητα της συγχώνευσης δικαστική απόφαση δεν θίγει το κύρος των υποχρεώσεων, που γεννήθηκαν σε όφελος ή σε βάρος της απορροφούσας εταιρίας στην περίοδο που μεσολαβεί μεταξύ: α) Της ημερομηνίας καταχώρησης της εγκριτικής απόφασης της συγχώνευσης στο Μ.Α.Ε., και β) Της υποβολής της απόφασης περί ακυρότητας της συγχώνευσης στη δημοσιότητα του άρθρου 7β[47]. Η τελευταία περιλαμβάνει όχι μόνο καταχώρηση στο Μ.Α.Ε., αλλά και δημοσίευση στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (άρθρο 77 §6)[48].

Οι εταιρίες, που έλαβαν μέρος στη συγχώνευση, ευθύνονται «εις ολόκληρον» για τις υποχρεώσεις της απορροφούσας, όπως αυτές περιγράφονται πιο πάνω στη μεταβατική περίοδο (άρθρο 77 §7).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Λεβαντής Φ. Ελευθέριος, Το Δίκαιο των Εμπορικών Εταιριών (Τόμος Δ', Ανώνυμες Εταιρίες), Εκδόσεις ΑΝΤ. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1989, σελ.1472.
2. Σακκέλης Ι. Εμμανουήλ, Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως – Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων – Συγχωνεύσεις και Μετατροπές Εταιριών, 2^η έκδοση, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, 1994, σελ. 159.
3. Σακκέλης, ό.π., σελ. 160.
4. Σακκέλης, ό.π., σελ. 160.
5. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1472.
6. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1480.
7. Λεονταρής Κ. Μιλτιάδης, Μετατροπή – Συγχώνευση – Διάσπαση Εταιριών, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 2000, σελ. 173.
8. Σακκέλης, ό.π., σελ. 165.
9. Λεονταρής, ό.π., σελ. 175.
10. Λεονταρής, ό.π., σελ. 175.

11. Σακκέλης, ό.π., σελ. 170.
12. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1510.
13. Σακκέλης Ι, ό.π., σελ. 171 – 172.
14. Λεονταρής, ό.π., σελ. 176.
15. Σακκέλης, ό.π., σελ. 173.
16. Λεονταρής, ό.π., σελ. 194 – 195.
17. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1501 – 1503.
18. Σακκέλης, ό.π., σελ. 167.
19. Σακκέλης, ό.π., σελ. 167 – 168.
20. Λεονταρής, ό.π., σελ. 177.
21. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1505 – 1506.
22. Λεονταρής, ό.π., σελ. 196.
23. Λεονταρής, ό.π., σελ. 196.

24. Λεονταρής, ό.π., σελ. 197.
25. Ρόκας Κ. Νικ., Εμπορικές Εταιρίες, 4^α έκδοση, Εκδόσεις ANT. N. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1996, σελ. 309.
26. Σακκέλης, ό.π., σελ. 181.
27. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1516.
28. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1519.
29. Λεονταρής, ό.π., σελ. 197.
30. Λεονταρής, ό.π., σελ. 203 – 204.
31. Σακκέλης, ό.π., σελ. 182.
32. Σακκέλης, ό.π., σελ. 183.
33. Λεονταρής, ό.π., σελ. 211.
34. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1562.
35. Λεονταρής, ό.π., σελ. 211 – 212.

36. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1564 – 1565.

37. Ρόκας, ό.π., σελ. 312.

38. Σακκέλης, ό.π., σελ. 191.

39. Λεονταρής, ό.π., σελ. 213.

40. Σακκέλης, ό.π., σελ. 191 – 192.

41. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1567.

42. Λεονταρής, ό.π., σελ. 214.

43. Λεονταρής, ό.π., σελ. 215.

44. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1570 – 1571.

45. Ρόκας, ό.π., σελ. 313.

46. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1572.

47. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1573 – 1574.

48. Λεονταρής, ό.π., σελ. 216.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΠΟΥ ΚΑΤΕΧΕΙ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ

4.1 ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗΣ ΚΑΘΟΛΙΚΑ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 78 §1 του ν. 2190/1920, « η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες εταιρίες μεταβιβάζουν, μετά τη λύση τους χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) σε άλλη εταιρία, που κατέχει το σύνολο των μετοχών τους, είτε η ίδια είτε δια μέσου προσώπων, που κατέχουν τις μετοχές στο όνομά τους αλλά για λογαριασμό της», υπόκειται στις διατάξεις των άρθρων 69 έως και 77, με εξαίρεση τις διατάξεις των άρθρων 69 §2 περιπτώσεις β', γ' και δ', 69 §4, 71, 73 §1 περιπτώσεις δ' και ε', 75 §1 περίπτωση β', και 76».

Από τη διάταξη αυτή προκύπτει ότι και στην εξεταζόμενη περίπτωση έχουμε συγχώνευση με απορρόφηση, αφού μεταβιβάζεται στην απορροφούσα επιχείρηση το σύνολο της περιουσίας της απορροφούμενης εταιρίας, χωρίς η τελευταία αυτή να διέρχεται από το στάδιο της εκκαθάρισης, με τη βασική όμως διαφορά ότι η απορροφούσα δεν αυξάνει το κεφάλαιό της, αφού η απαίτησή της ως μετόχου της απορροφούμενης για νέες μετοχές αποσβένεται «δια συγχύσεως»[1] με την υποχρέωση της για έκδοση και διανομή νέων μετοχών, η

οποία υποχρέωση πηγάζει από την απορρόφηση. Παρόλα αυτά όμως, η εν λόγω διάταξη του 78 §1 του νόμου απαλλάσσει τις συγχωνευόμενες εταιρίες από ορισμένες διατυπώσεις, υπό την προϋπόθεση ότι η απορροφούσα εταιρία είναι μητρική εταιρία και κύρια του συνόλου (100%) των μετοχών της θυγατρικής της εταιρίας, άσχετα εάν ένα μέρος αυτών κατέχεται από τρίτο πρόσωπο, αλλά για λογαριασμό της απορροφούσας μητρικής εταιρίας (π.χ. λόγω νομής, εγγυήσεως, προς φύλαξη, κ.λ.π.). Έτσι, στις περιπτώσεις που οι συγχωνευόμενες με απορρόφηση εταιρίες συνδέονται με κεφαλαϊκή δέσμευση[2], δηλαδή όταν η απορροφούσα (μητρική) εταιρία είναι ο μοναδικός μέτοχος της απορροφούμενης (θυγατρικής), και επομένως υπάρχει ολική εξάρτηση της δεύτερης από την πρώτη, ο νόμος απαλλάσσει τις συγχωνευόμενες εταιρίες από ορισμένες διατυπώσεις.

Η διαδικασία που εφαρμόζεται είναι αυτή που προβλέπουν τα άρθρα 69 – 77 για τις περιπτώσεις συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών, γενικώς, αλλά με αρκετές εξαιρέσεις, που απλοποιούν πολύ τις σχετικές διατυπώσεις. Εισαγωγικά, σημειώνουμε ότι στην περίπτωση της απορρόφησης Α.Ε. από άλλη Α.Ε. που κατέχει το σύνολο (100%) των μετοχών της, δεν ισχύουν τα ακόλουθα δύο στάδια, που είναι αναγκαία στην κοινή συγχώνευση με απορρόφηση:

α) Δεν απαιτείται εκτίμηση των περιουσιών απορροφούσας και απορροφούμενων εταιριών, επειδή δεν αυξάνεται το κεφάλαιο της απορροφούσας, και συνεπώς δεν εκδίδονται νέες μετοχές. Για να υπαχθεί, όμως, η συγχώνευση στις ευεργετικές φορολογικές διατάξεις του ν.

1297/1972, απαιτείται εκτίμηση της περιουσίας των απορροφούμενων εταιριών από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων¹[3].

- β) Δεν απαιτείται καταρχήν να ληφθούν αποφάσεις από τις Γ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών, απορροφούσας και απορροφούμενων, εφόσον τηρηθούν ορισμένες προϋποθέσεις που προβλέπονται από το νόμο (άρθρο 78 §2 περιπτώσεις α' και β')[4], για τις οποίες γίνεται λόγος στην επόμενη παράγραφο.

4.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΚΑΙ ΔΙΑΤΥΠΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΚΑΘΟΛΙΚΑ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Οι διατυπώσεις και ενέργειες για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης της εξεταζόμενης μορφής μπορούν, για λόγους συστηματικούς, να ταξινομηθούν και να υπαχθούν στα ακόλουθα στάδια²:

4.2.1 ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΕΓΓΡΑΦΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ ΑΥΤΟΥ.

A) Κατάρτιση σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης.

Όπως γίνεται σε όλες τις περιπτώσεις συγχώνευσης Α.Ε., η όλη διαδικασία θα ξεκινήσει, ύστερα από τις αναγκαίες διαπραγματεύσεις των προς

¹ Βλέπετε σχετικό έγγραφο του Υπουργείου Οικονομικών 1005161/10014/Β0012/24.8.1989.

² Βλέπετε και έγγραφο του Υπουργείου Εμπορείου (Δ/ση Α.Ε. Πίστης) με αριθμό πρωτοκόλλου Κ3/3615/13.5.1988.

συγχώνευση εταιριών, με αποφάσεις των Δ.Σ. απορροφούσας και απορροφούμενων εταιριών για την κατάρτιση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης.

Το σχέδιο συγχώνευσης θα καταρτίσουν από κοινού τα Δ.Σ. των συγχωνευομένων εταιριών, και θα περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία που αναφέρθηκαν πιο πάνω στην παράγραφο 3.2.1, εκτός από τα στοιχεία για την ανταλλαγή των μετοχών, για τις διατυπώσεις παράδοσης των νέων μετοχών της απορροφούσας στους μετόχους της απορροφούμενης, και για την ημερομηνία από την οποία οι μετοχές αυτές παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της απορροφούσας εταιρίας[5]. Όλα αυτά τα στοιχεία παραλείπονται, γιατί περιττεύουν, αφού με την επερχόμενη συγχώνευση, η απορροφούσα εταιρία δεν αυξάνει το κεφάλαιό της και επομένως δεν εκδίδονται νέες μετοχές (άρθρο 69 §2 περιπτώσεις β', γ' και δ'). Συνεπώς, στο σχέδιο συγχώνευσης, πλέον, θα περιέχονται τουλάχιστον τα ακόλουθα στοιχεία:

1. Η ειδικότερη μορφή, η επωνυμία, και η έδρα των εταιριών που συγχωνεύονται, καθώς και ο αριθμός μητρώου τους.
2. Η ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της ή των απορροφούμενων εταιριών θεωρούνται, από λογιστική άποψη, ότι γίνονται για λογαριασμό της απορροφούσας εταιρίας, και η τύχη των οικονομικών αποτελεσμάτων της ή των απορροφούμενων εταιριών, που θα

προκύψουν από την ημερομηνία αυτή μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης.

3. Τα δικαιώματα που εξασφαλίζει η απορροφούσα εταιρία στους μετόχους, που έχουν ειδικά δικαιώματα στην ή στις απορροφούμενες εταιρίες, καθώς και στους κατόχους άλλων τίτλων, πλην μετοχών, ή τα μέτρα που προτείνονται γι' αυτούς.
4. Όλα τα ιδιαίτερα πλεονεκτήματα που, ενδεχομένως, παρέχονται στα μέλη του Δ.Σ. και στους τους τακτικούς ελεγκτές των συγχωνευομένων εταιριών.

Ως απόρροια των πιο πάνω, τα Δ.Σ. των συγχωνευομένων εταιριών δεν χρειάζεται να προχωρήσουν στη σύνταξη της προβλεπόμενης από το άρθρο 69 §4 έκθεσης[6], όπου δικαιολογείται από νομική και οικονομική άποψη η συγχώνευση και ειδικά η σχέση ανταλλαγής μετοχών.

B) Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης υποβάλλεται σε δημοσιότητα.

Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β, από καθεμιά από τις συγχωνευόμενες εταιρίες, δύο τουλάχιστον μήνες³ πριν από τη Γ.Σ. των μετόχων (κάθε εταιρίας) που καλείται να εγκρίνει το σχέδιο αυτό. Η δημοσιότητα περιλαμβάνει:

³ Η προθεσμία αυτή μπορεί να συντομευθεί, αφού ο νόμος επιτρέπει να παραληφθεί η έγκριση της Γ.Σ., αφού τηρηθούν οι προϋποθέσεις που θέτει η §2 του άρθρου 7β[7].

1. Υποβολή του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης (και του πρακτικού του Δ.Σ. που το έχει εγκρίνει) για καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. του Υπουργείου Εμπορίου ή της Νομαρχίας (όπου υπάγεται κάθε εταιρία).
2. Δημοσίευση στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως σχετικής ανακοίνωσης.

Μέσα σε δέκα ημέρες από την ολοκλήρωση των πιο πάνω διατυπώσεων δημοσιότητας (με την επιμέλεια των συγχωνευόμενων εταιριών) δημοσιεύεται περίληψη του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα (άρθρο 70 §1).

4.2.2 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Κατά τη ρητή διάταξη του άρθρου 78 §1, δεν εφαρμόζεται το άρθρο 71, που προβλέπει την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιριών από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων.

Η Διοίκηση, ωστόσο, έχει την άποψη ότι, όταν η συγχώνευση με απορρόφηση από Α.Ε. που κατέχει το 100% των μετοχών της απορροφούμενης γίνεται και με βάση τις διατάξεις του αναπτυξιακού φορολογικού νόμου 1297/1972⁴, απαιτείται εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της απορροφούμενης από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων⁵[8].

⁴ Ανάλυση του νόμου αυτού γίνεται στο πρώτο κεφάλαιο του δευτέρου μέρους.

⁵ Σχετικά, το υπ' αριθμόν 1005/10014/Β0012/24.8.1989 έγγραφο του Υπουργείου Οικονομικών προς το Υπουργείο Εμπορίου αναφέρει, μεταξύ άλλων, και τα εξής:

4.2.3 ΠΑΡΟΧΗ ΕΓΓΥΗΣΕΩΝ ΣΤΟΥΣ ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Η απορροφούσα και οι συγχωνευόμενες εταιρίες στην εξεταζόμενη περίπτωση αποτελούν, από οικονομική άποψη, ένα και τον αυτό οργανισμό. Τα συμφέροντα, συνεπώς, των επιμέρους συγχωνευόμενων εταιριών δεν επηρεάζονται από τη συγχώνευση. Αντίθετα, επειδή οι συγχωνευόμενες εταιρίες συνιστούν, από νομική άποψη, ξεχωριστά νομικά πρόσωπα, η συγχώνευση αυτών σε ένα νομικό πρόσωπο, μπορεί να επηρεάσει τα συμφέροντα των πιστωτών των επιμέρους συγχωνευόμενων εταιριών. Για το λόγο αυτό τυγχάνουν εφαρμογής και στην εξεταζόμενη μορφή συγχώνευσης όλες οι διατυπώσεις, οι προβλεπόμενες από το άρθρο 70 για την παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιριών.

Έτσι, μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα περίληψης του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, οι πιστωτές των συγχωνευομένων εταιριών, των οποίων οι απαιτήσεις γεννήθηκαν πριν απ' αυτήν, έχουν το δικαίωμα να ζητήσουν εγγυήσεις αν η οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιριών καθιστά απαραίτητη την προστασία αυτή. Κάθε διαφορά που θα προκύψει στο θέμα αυτό, παρέχει δικαίωμα στους ενδιαφερόμενους πιστωτές να προβάλουν εγγράφως αντιρρήσεις κατά της

«4. Από τις πιο πάνω διατάξεις, προκύπτει ότι με το Π.Δ. 498/1987 τροποποιήθηκε ο Ν. 2190/1920 και επομένως μετά την τροποποίηση αυτή οι διατάξεις του Ν.Δ. 1297/1972, που προβλέπουν αφενός εκτίμηση της περιουσίας της απορροφούμενης ανώνυμης εταιρείας και σε περίπτωση κατά την οποία απορροφάται αυτή από άλλη ανώνυμη εταιρία που κατέχει το 100% των μετοχών της και αφετέρου αύξηση του κεφαλαίου της απορροφώσας, όπου συντρέχει περίπτωση, εξακολουθούν να ισχύουν αναλλοίωτοι. Οι διατάξεις του Ν.Δ. 1297/1972 επιβάλλουν υποχρεωτική εκτίμηση των εισφερομένων από την απορροφούμενη ανώνυμη εταιρεία παγίων στοιχείων για να εξερευνηθεί η υπεραξία τους, η οποία έχει φορολογητέο ενδιαφέρον, ως ύλη, όχι κατά το στάδιο της απορρόφησης, αλλά κατά τη λύση της εταιρείας, όπως διαμορφώθηκε από τη συγχώνευση (απορρόφηση), καθώς επίσης και για τον προσδιορισμό του μέτρου του κεφαλαίου της εταιρείας που προέρχεται από τη συγχώνευση, το ύψος του οποίου επίσης αποτελεί βασική προϋπόθεση εφαρμογής των απαλλακτικών διατάξεων του ανωτέρου Ν. Δ/10ς».

συγχώνευσης. Έπειτα από αίτηση των συγχωνευόμενων εταιριών, το αρμόδιο δικαστήριο μπορεί να επιτρέψει τη συγχώνευση παρά τις εκφρασθείσες αντιρρήσεις⁶.

4.2.4 ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΕΓΚΡΙΣΗ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ Γ.Σ. ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Οι μέτοχοι των συγχωνευόμενων εταιριών πρέπει καταρχήν να αποφασίσουν, συγκαλούμενοι σε γενική συνέλευση, για τη συγχώνευση των εταιριών (άρθρο 72), και να λάβουν γνώση, ένα μήνα πριν από τη συγχώνευση, των εγγράφων που προβλέπονται από το άρθρο 73 §1 (περιπτώσεις α', β' και γ')⁷, εκτός από την Έκθεση της Εκτιμητικής Επιτροπής Εμπειρογνομόνων που δεν απαιτείται από την εμπορική νομοθεσία στην εξεταζόμενη μορφή συγχώνευσης[9]. Εντούτοις, για την απλοποίηση της διαδικασίας, ο νόμος δεν ζητεί απόφαση της Γ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών, εφόσον τηρηθούν οι προϋποθέσεις που καθιερώνει το άρθρο 78 §2, ήτοι:

- α) Αν η δημοσιότητα του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, που προβλέπει το άρθρο 69 του νόμου (για το οποίο έγινε λόγος πιο πάνω στην παράγραφο 3.2.1), πραγματοποιείται, από καθεμιά από τις συγχωνευόμενες εταιρίες, ένα μήνα τουλάχιστον πριν από την έναρξη των αποτελεσμάτων της πράξης συγχώνευσης, και

⁶ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.3 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

⁷ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.4 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

β) Αν όλοι οι μέτοχοι της απορροφούσας εταιρίας έχουν το δικαίωμα, ένα μήνα τουλάχιστον πριν από την έναρξη των αποτελεσμάτων της πράξης συγχώνευσης, να λάβουν γνώση των εγγράφων που προβλέπονται στο άρθρο 73 §1 περιπτώσεις α', β' και γ', δηλαδή:

1. Του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης.
2. Των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων και των εκθέσεων διαχείρισης του Δ.Σ. των τριών τελευταίων χρήσεων των εταιριών που συγχωνεύονται.
3. Μιας λογιστικής κατάστασης (προσωρινού ισολογισμού) της εταιρίας, εφόσον οι οικονομικές καταστάσεις της τελευταίας χρήσης φέρουν ημερομηνία λήξης της χρήσης αυτής που απέχει περισσότερο από έξι μήνες από την ημερομηνία του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης.

4.2.5 ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΕΝΩΠΙΟΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΓΡΑΦΟΥ.

Στο στάδιο αυτό, καταρτίζεται η σύμβαση συγχώνευσης ενώπιον συμβολαιογράφου και υπογράφεται από τους εκπροσώπους των συγχωνευόμενων εταιριών. Στο συμβόλαιο προσαρτώνται υπεύθυνες δηλώσεις του ν. 1599/1986 των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών, ότι δεν προβλήθηκαν από τους πιστωτές των εταιριών αντιρρήσεις, ή ότι αυτές που προβλήθηκαν έχουν επιλυθεί.

Στη συνέχεια, η σύμβαση συγχώνευσης υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του νόμου, για το οποίο έγινε λόγος στην παράγραφο 4.2.1.

Ευνόητο είναι ότι, εφόσον δεν τηρηθούν οι προϋποθέσεις που θέτει το άρθρο 78 §2, και συνεπώς απαιτούνται εγκριτικές αποφάσεις των Γ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών, πρέπει να προηγηθεί η λήψη τέτοιων αποφάσεων, οι οποίες πρέπει κι αυτές να υποβληθούν στη δημοσιότητα του άρθρου 7β του νόμου.

4.2.6 ΕΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΠΟ ΤΟΝ ΥΠΟΥΡΓΟ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

Στο τελευταίο αυτό στάδιο, πραγματοποιείται η έκδοση της διοικητικής πράξης που εγκρίνει τη συγχώνευση, από την Εποπτεύουσα την απορροφούσα εταιρία Αρχή (Υπουργείο Εμπορίου ή αρμόδια Νομαρχία)⁸. Στη συνέχεια, ακολουθούν οι διατυπώσεις δημοσιότητας της συγχώνευσης, οι οποίες, ως γνωστό πλέον, περιλαμβάνουν : α) Καταχώρηση της πιο πάνω εγκριτικής απόφασης στο Μ.Α.Ε., και β) Δημοσίευση σχετικής ανακοίνωσης στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

⁸ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 4.2.1 του παρόντος κεφαλαίου.

4.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΚΑΘΟΛΙΚΑ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Με την καταχώριση της έγκρισης του Υπουργού Εμπορίου ή του αρμοδίου Νομάρχη στα Μ.Α.Ε. ολοκληρώνεται η διαδικασία της συγχώνευσης, και επέρχονται όλα τα αποτελέσματα που προβλέπει το άρθρο 75 του ν. 2190/1920 και τα οποία αναπτύχθηκαν πιο πάνω στην παράγραφο 3.3 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

Μοναδική εξαίρεση, όσον αφορά τα επερχόμενα αποτελέσματα από τη συγχώνευση της μορφής αυτής είναι ότι δεν ισχύουν τα αποτελέσματα της παραγράφου 3.3.2 (αποτελέσματα συγχώνευσης για τους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιριών), αφού ο μέτοχος των απορροφούμενων εταιριών, που στην εξεταζόμενη περίπτωση είναι η ίδια η απορροφούσα εταιρία, και δεν μπορεί επομένως να είναι μέτοχος του εαυτού της. Γι' αυτό, οι μετοχές της απορροφούμενης εταιρίας ακυρώνονται και δεν εμφανίζονται πια στο ενεργητικό του ισολογισμού της απορροφούσας, σε ιδιαίτερο λογαριασμό με τίτλο «συμμετοχές σε επιχειρήσεις», καθώς ο λογαριασμός αυτός εξαφανίστηκε, και το υπόλοιπο του αντικαταστάθηκε με τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφούμενης, που απόκτησε η απορροφούσα εταιρία[10].

4.4 ΑΚΥΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΚΑΘΟΛΙΚΑ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Στην περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση Α.Ε. από άλλη Α.Ε., που κατέχει το σύνολο των μετοχών της απορροφούμενης (καθολικά εξαρτημένης εταιρίας) ισχύουν οι ίδιες διατάξεις περί ακυρότητα της συγχώνευσης (άρθρο 77 του νόμου), που αναφέρθηκαν στην περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση, δηλαδή:

1. Για τους λόγους ακυρότητας της συγχώνευσης αυτής της μορφής⁹.
2. Για το δικαίωμα άσκησης τριτακοπής κατά της απόφασης, που κηρύσσει την ακυρότητα της συγχώνευσης¹⁰.
3. Για τους λόγους κήρυξης της αγωγής για ακύρωση της συγχώνευσης ως απαράδεκτης¹¹.
4. Για τις υποχρεώσεις της απορροφούσας κατά τη μεταβατική περίοδο¹².

⁹ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.4.1 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

¹⁰ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.4.2 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

¹¹ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.4.3 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

¹² Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.4.4 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Σακκέλης Ι. Εμμανουήλ, Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως – Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων – Συγχωνεύσεις και Μετατροπές Εταιριών, 2^η έκδοση, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, 1994, σελ. 219.
2. Λεβαντής Φ. Ελευθέριος, Το Δίκαιο των Εμπορικών Εταιριών (Τόμος Δ', Ανώνυμες Εταιρίες), Εκδόσεις ΑΝΤ. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1989, σελ. 1585.
3. Λεονταρής Κ. Μιλτιάδης, Μετατροπή – Συγχώνευση – Διάσπαση Εταιριών, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 2000, σελ. 229.
4. Σακκέλης, ό.π., σελ. 220.
5. Λεονταρής, ό.π., σελ. 228.
6. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1586.
7. Λεονταρής, ό.π., σελ. 230.
8. Λεονταρής, ό.π., σελ. 231.
9. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1592.
10. Σακκέλης, ό.π., σελ. 226.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΣΥΣΤΑΣΗ ΝΕΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

5.1 ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΣΥΣΤΑΣΗ ΝΕΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 68 §2 του ν. 2190/1920 «συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες, οι οποίες λύονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε ανώνυμη εταιρία, την οποία συνιστούν, το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης, στους μετόχους τους, μετοχών εκδιδόμενων από τη νέα εταιρία και, ενδεχομένως, ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που αποδίδονται στους μετόχους των λυομένων εταιριών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιριών».

Από τη διάταξη αυτή προκύπτει ότι συγχώνευση ανωνύμων εταιριών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας συντελείται, όταν συντρέχουν οι ακόλουθες προϋποθέσεις[1]:

- 1) Να υφίστανται κατά το χρόνο της συγχώνευσης δύο τουλάχιστον ανώνυμες εταιρίες οι οποίες λύνονται και, χωρίς να ακολουθήσουν το στάδιο της εκκαθάρισης, μεταβιβάζουν το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις τους σε νέα ανώνυμη εταιρία την οποία ιδρύουν. Οι λυόμενες εταιρίες με τη συγχώνευση εξαφανίζονται ως ιδιαίτερα νομικά πρόσωπα.
- 2) Να δημιουργείται από τις εξαφανιζόμενες εταιρίες μια νέα ανώνυμη εταιρία, στην οποία περιέρχονται τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό και παθητικό) των εταιριών αυτών. Η νέα ανώνυμη εταιρία, δηλαδή, διαδέχεται στα δικαιώματα και στις υποχρεώσεις τους τις εξαφανιζόμενες εταιρίες. Ο νόμος δεν αξιώνει η νέα εταιρία να έχει τον ίδιο με τις εξαφανιζόμενες εταιρίες σκοπό, ούτε την ίδια έδρα.
- 3) Η νέα εταιρία, έναντι της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των εξαφανιζόμενων εταιριών τα οποία αποκτά, πρέπει να δίνει στους μετόχους των εταιριών αυτών μεταχές έκδοσης της⁷¹. Ο νόμος, όπως και στην περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση, προκειμένου να διευκολύνει στην αντιμετώπιση των διαφορών στις σχέσεις ανταλλαγής των μετοχών των εξαφανιζόμενων εταιριών και της νέας εταιρίας, επιτρέπει την καταβολή σε μετρητά των διαφορών στρογγυλοποίησης, θέτοντας και στην προκειμένη περίπτωση ανώτατο όριο στο χρηματικό ποσό που επιτρέπεται να καταβάλλεται, για το οποίο μιλήσαμε πιο πάνω στην παράγραφο 3.1.

⁷¹ Δεν υπάρχει κώλυμα για τη συμμετοχή στη νέα εταιρία ως ιδρυτών και άλλων προσώπων (φυσικών ή νομικών), για τις εισφορές όμως αυτών (σε χρήμα και σε είδος) δεν εφαρμόζονται οι απαλλαγές που προβλέπονται από τις διατάξεις του Ν.Δ. 1297/1972 (Ερμηνευτική Εγκύκλιος Υπουργείου Οικονομικών αριθμ. Ε 5873/ηπαλ. 25/1973).

5.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΤΥΠΩΣΕΙΣ (ΣΤΑΔΙΑ) ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΣΥΣΤΑΣΗ ΝΕΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Κατά τη ρητή διάταξη του άρθρου 80 §1 του ν. 2190/1920, η διαδικασία, που προβλέπεται από τα άρθρα 69 – 77 του ίδιου νόμου για τη συγχώνευση ανωνύμων εταιριών με απορρόφηση, εφαρμόζεται και στη συγχώνευση ανωνύμων εταιριών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας. Φυσικά, όλα τα έγγραφα, που προβλέπονται από τις διατάξεις των άρθρων αυτών (σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης, έκθεση διοικητικού συμβουλίου Α.Ε., πρακτικά συμβουλίων και γενικών συνελεύσεων, κ.λ.π.) θα είναι κατάλληλα τροποποιημένα και φραστικά προσαρμοσμένα.

5.2.1 ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΣΧΕΔΙΟΥ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

Η όλη διαδικασία της συγχώνευσης μπορεί να αρχίσει και με ανεπίσημες διαπραγματεύσεις μεταξύ στελεχών των υπό συγχώνευση εταιριών. Οπωσδήποτε, κάποια στιγμή, θα χρειαστεί να επισημοποιηθούν οι διαπραγματεύσεις αυτές, για να προχωρήσουν και να καταλήξουν στην οριστική συμφωνία με εξουσιοδοτημένα πρόσωπα. Για το λόγο αυτό, θα πρέπει τα Δ.Σ. των συγχωνευμένων εταιριών να συνέλθουν χωριστά και να εγκρίνουν την έναρξη των επίσημων διαπραγματεύσεων, εξουσιοδοτώντας το ή τα πρόσωπα που θα κάνουν τις διαπραγματεύσεις, και να συντάξουν το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης σχετικώς.

Στο σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης πρέπει να περιέχονται τουλάχιστον τα ακόλουθα στοιχεία², όπως προβλέπονται από τη διάταξη του άρθρου 69 §2 του ν. 2190/1920[2] [3]:

1. Η ειδικότερη μορφή, η επωνυμία, και η έδρα τόσο των απορροφούμενων (εξαφανιζομένων) εταιριών, όσο και της νέας εταιρίας που πρόκειται να συσταθεί. Πρέπει, επίσης, να αναφέρεται ο αριθμός μητρώου των εξαφανιζομένων εταιριών, καθώς και το Μητρώο της Νομαρχίας (ή ενδεχομένως της κεντρικής υπηρεσίας του Υπουργείου Εμπορίου) στο οποίο θα υπάγεται η νέα εταιρία που θα συσταθεί.
2. Η σχέση ανταλλαγής των μετοχών και ενδεχομένως, το ύψος του χρηματικού ποσού μετρητών που προβλέπει το άρθρο 68 του νόμου, για το οποίο έγινε λόγος πιο πάνω στην παράγραφο 3.1.
3. Οι διατυπώσεις παράδοσης των νέων μετοχών, που εκδίδει η νέα εταιρία, που συστήνεται.
4. Η ημερομηνία από την οποία οι μετοχές, που παραδίδονται στους μετόχους των εξαφανιζομένων εταιριών, παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της νεοσύστατης εταιρίας, καθώς και κάθε ειδικό όρο σχετικό με το δικαίωμα αυτό.

² Μετά τις αναγκαίες προσαρμογές, εξαιτίας της συγκεκριμένης μορφής συγχώνευσης.

5. Η ημερομηνία από την οποία οι πράξεις των εξαφανιζομένων εταιριών θεωρούνται, από λογιστική άποψη, ότι γίνονται για λογαριασμό της νέας εταιρίας, και η τύχη των οικονομικών αποτελεσμάτων των εξαφανιζόμενων εταιριών, που θα προκύψουν από την ημερομηνία αυτή μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης.
6. Τα δικαιώματα που εξασφαλίζει η νεοσύστατη εταιρία στους μετόχους, που έχουν ειδικά δικαιώματα στις εξαφανιζόμενες εταιρίες, καθώς και στους κατόχους άλλων τίτλων, πλην μετοχών ή τα μέτρα που προτείνονται γι' αυτούς.
7. Όλα τα ιδιαίτερα πλεονεκτήματα που, ενδεχομένως, παρέχονται στα μέλη του Δ.Σ. και στους τακτικούς ελεγκτές των συγχωνευομένων εταιριών.

Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης, στη συνέχεια, θα υπογραφεί από τα μέλη του κάθε Δ.Σ., που έχουν εξουσιοδοτηθεί προς τούτο. Αν δεν υπάρχει τέτοια εξουσιοδότηση, θα πρέπει να υπογραφεί το σχέδιο αυτό από όλα τα μέλη του Δ.Σ..

5.2.2 ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ Δ.Σ. ΕΠΙ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

Παράλληλα με τη σύνταξη του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, το Δ.Σ.

καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρίες οφείλει να καταρτίσει λεπτομερή έκθεση, στην οποία να επεξηγεί και να δικαιολογεί, από νομική και οικονομική άποψη το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης, και ειδικότερα τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιριών. Στην έκθεση αυτή, πρέπει να αναφέρονται, επίσης, οποιοσδήποτε ειδικές δυσχέρειες που τυχόν εμφανίστηκαν ή που ενδέχεται να εμφανισθούν κατά την εκτίμηση (άρθρο 69 §4 ν. 2190/1920)³.

Η εν λόγω έκθεση καταχωρείται στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών (Μ.Α.Ε.) και υποβάλλεται στη Γ.Σ. των μετόχων, για να εγκρίνει το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης. Το τελευταίο αυτό, εκτός από την καταχώρισή του στο Μ.Α.Ε. πρέπει να δημοσιευθεί (με τη μορφή περιληπτικής ανακοίνωσης) και στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως⁴.

5.2.3 ΣΥΓΚΡΟΤΗΣΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΩΝ, ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ, ΚΑΙ ΕΚΦΡΑΣΗ ΓΝΩΜΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΧΕΣΗ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΩΝ.

Στο στάδιο αυτό, ο νόμος, όπως ειπώθηκε πιο πάνω στην παράγραφο 3.2.2, αρχικά επιβάλλει την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευομένων εταιριών (στην περίπτωση αυτή, ως απορροφούμενες θεωρούνται οι εταιρίες που

³ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.1 (ενέργεια β') του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

⁴ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.1 (ενέργεια γ') του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

εξαφανίζονται και ως απορροφούσα εταιρία η νέα εταιρία που συστήνεται [4]) από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 του ν. 2190/1920 και τη σύνταξη έκθεσης από τη Γ.Σ. των μετόχων (άρθρο 71 §1).

Στην έκθεση αυτή πρέπει να αναφέρεται η αξία της εισφερόμενης εταιρικής περιουσίας στο σύνολό της (ενεργητικό και παθητικό) για τη μεταβολή του κεφαλαίου των συγχωνευομένων εταιριών, την οποία συνεπάγεται η συγχώνευση και τα στοιχεία που προβλέπονται στο άρθρο 9 §2β⁵.

Στη συνέχεια, η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων καλείται να εκφράσει απλώς τη γνώμη της για το εάν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, όπως καθορίζεται ελεύθερα από τους μετόχους των συγχωνευομένων εταιριών, είναι δίκαιη και λογική⁶.

5.2.4 ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΣΕ ΗΜΕΡΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗ ΕΓΓΥΗΣΕΩΝ ΣΤΟΥΣ ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Στο στάδιο αυτό, το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης, μετά την καταχώρησή του στα Μ.Α.Ε. των συγχωνευόμενων εταιριών, και με την επιμέλεια των ιδίων των εταιριών, δημοσιεύεται σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα, που πληρεί τις προϋποθέσεις του άρθρου 26 §2 του νόμου. Από

⁵ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.2 (ενέργεια α') του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

⁶ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.2 (ενέργεια β') του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

τη δημοσίευση αυτή αρχίζουν να τρέχουν οι προθεσμίες για την παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές, τους ομολογιούχους δανειστές και τους κομιστές μη μετοχικών τίτλων των συγχωνευομένων εταιριών (ένας μήνας από τη δημοσίευση σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα περίληψης του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης).

5.2.5 ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΣΧΕΔΙΟ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ, ΚΑΙ ΕΓΚΡΙΣΗ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΑΠΟ ΤΙΣ Γ.Σ. ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.

Ένα μήνα τουλάχιστον πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης των Γ.Σ. των εξαφανιζόμενων εταιριών που θα εγκρίνουν το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης και το καταστατικό της νέας εταιρίας[5], κάθε μέτοχος έχει δικαίωμα να λάβει γνώση, στην έδρα της εταιρίας, τουλάχιστον των ακόλουθων εγγράφων:

1. Του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης.
2. Των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων, καθώς και των εκθέσεων διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου των τριών τελευταίων χρήσεων των εταιριών που συγχωνεύονται⁷.

⁷ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.4 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

3. Μιας λογιστικής κατάστασης της εταιρίας με ημερομηνία κλεισίματος όχι προγενέστερη του τριμήνου από την ημερομηνία του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης.
4. Των εκθέσεων των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών περί του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης^{*8}.
5. Της έκθεσης της Εκτιμητικής Επιτροπής Εμπειρογνομόνων^{*9}.

Ο νόμος, με τη διάταξη του άρθρου 72 §1, ορίζει ότι για τη συγχώνευση απαιτείται απόφαση της Γ.Σ. των μετόχων καθεμιάς από τις εξαφανιζόμενες εταιρίες[6]. Αυτό συμβαίνει, διότι η απόφαση της Γ.Σ. αποτελεί τη βούληση της εταιρίας για την κατάρτιση της σύμβασης συγχώνευσης με βάση το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης και το καταστατικό της νέας εταιρίας, που έχει γίνει καταρχήν δεκτό από όλες τις ενδιαφερόμενες εταιρίες, και το οποίο καθορίζει τουλάχιστον τα ουσιώδη στοιχεία της σύμβασης. Πρέπει να σημειωθεί ότι η απόφαση της Γ.Σ. των μετόχων δεν δεσμεύει την εταιρία προς τους τρίτους, παρά μόνον αφότου αυτή γίνει απ' αυτούς δεκτή, κατά της αρχές της σύμβασης[7].

^{*8} Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 5.2.2 του αυτού κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

^{*9} Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 5.2.3 του αυτού κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

5.2.6 ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΜΕ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΠΡΑΞΗ.

Στο στάδιο αυτό υλοποιείται η απόφαση της Γ.Σ. καθεμιάς από τις εξαφανιζόμενες εταιρίες με την κατάρτιση της σύμβασης συγχώνευσης ενώπιον συμβολαιογράφου. Στο συμβόλαιο προσαρτώνται υπεύθυνες δηλώσεις του ν. 1599/1986 των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών, ότι δεν προβλήθηκαν από τους πιστωτές των εταιριών αντιρρήσεις ή ότι αυτές που προβλήθηκαν έχουν διευθετηθεί.

Στη συνέχεια, η σύμβαση συγχώνευσης υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του νόμου, για τις οποίες έγινε λόγος στην παράγραφο 5.2.1.

5.2.7 ΕΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΠΟ ΤΟΝ ΥΠΟΥΡΓΟ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

Στο στάδιο αυτό εκδίδεται η διοικητική εκείνη πράξη, που εγκρίνει τη συγχώνευση, από την Εποπτεύουσα Αρχή (αρμόδια Νομαρχία ή Διεύθυνση Α.Ε. και Πίστεως του Υπουργείου Εμπορίου)¹⁰. Στη συνέχεια, η απόφαση έγκρισης της σύμβασης συγχώνευσης και του καταστατικού της νέας ανώνυμης εταιρίας καταχωρούνται στο Μ.Α.Ε., και σχετική ανακοίνωση δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

¹⁰ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 5.2.1 του αυτού κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

5.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΣΥΣΤΑΣΗ ΝΕΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Τα αποτελέσματα της συγχώνευσης επέρχονται από την ημερομηνία της κατά τα άνω καταχώρησης στο Μ.Α.Ε.. Τα αποτελέσματα αυτά είναι τα εξής:

- α) Η νέα από τη συγχώνευση προερχόμενη ανώνυμη εταιρία υποκαθίσταται σε όλα γενικά τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των συγχωνευόμενων εταιριών, και η μεταβίβαση αυτή εξομοιούται με καθολική διαδοχή. Συνεπώς, όλες οι συμβάσεις, που είχαν συνάψει οι συγχωνευόμενες εταιρίες με τρίτους, δεν λύονται, αλλά συνεχίζονται κανονικά με τη νέα ανώνυμη εταιρία^[8]. Η νομοθεσία προβλέπει ότι διατηρούνται οι συμβάσεις μισθώσεως έργου και μισθώσεις πραγμάτων^{*11}, όπως και οι συμβάσεις με το προσωπικό. Συνεπώς, η ισχύουσα νομοθεσία προστατεύει τους εργαζομένους των συγχωνευόμενων εταιριών, οι οποίοι συνεχίζουν τις εργασιακές τους σχέσεις με τη νέα εταιρία^{*12}.
- β) Οι μέτοχοι των συγχωνευόμενων εταιριών γίνονται μέτοχοι της νέας ανώνυμης εταιρίας.
- γ) Οι συγχωνευόμενες εταιρίες παύουν να υπάρχουν.

^{*11} Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.3.1 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

^{*12} Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.3.3 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

- δ) Οι εκκρεμείς δίκες, που είχαν οι συγχωνευόμενες εταιρίες, συνεχίζονται αυτοδικαίως από τη νέα ανώνυμη εταιρία ή κατ' αυτής, χωρίς καμμία ειδικότερη διατύπωση εκ μέρους της.

Τα παραπάνω αποτελέσματα επέρχονται αυτοδίκαια και ταυτόχρονα με την καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. της διοικητικής απόφασης, που εγκρίνει τη σύσταση της νέας εκ συγχωνεύσεως ανώνυμης εταιρίας, τόσο για τις συγχωνευόμενες εταιρίες, όσο και έναντι τρίτων. Η δημοσίευση στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως της ανακοίνωσης για τη σύσταση της νέας ανώνυμης εταιρίας έχει επικουρικό χαρακτήρα, καθώς αποβλέπει στην ευρύτερη κοινοποίηση του γεγονότος αυτού για την πληροφόρηση και προστασία του κοινού (τρίτων)[9].

5.4 ΑΚΥΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΝΕΑΣ ΕΚ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Στην περίπτωση της συγχώνευσης Α.Ε. με τη σύσταση νέας Α.Ε., ισχύουν οι ίδιες διατάξεις περί ακυρότητας της συγχώνευσης (άρθρο 77 του νόμου), που αναφέρθηκαν και στην περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση, δηλαδή:

1. Για τους λόγους ακυρότητας της συγχώνευσης αυτής της μορφής¹³.

¹³ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.4.1 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

2. Για το δικαίωμα άσκησης τριτανakoπής κατά της απόφασης, που κηρύσσει την ακυρότητα της συγχώνευσης¹⁴.
3. Για τους λόγους κήρυξης της αγωγής για ακύρωση της συγχώνευσης ως απαράδεκτης¹⁵.
4. Για τις υποχρεώσεις της νεοσύστατης εταιρίας κατά τη μεταβατική περίοδο¹⁶.

Όμως, παρόλο που επί της συγχώνευσης με τη σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας εφαρμόζονται τα άρθρα 69 – 77 (συγχώνευση με απορρόφηση), στη διάταξη του άρθρου 80 §1 αναφέρεται ότι επιφυλάσσεται η εφαρμογή του άρθρου 4α του νόμου «περί της κήρυξης της ακυρότητας της νέας εταιρίας» με δικαστική απόφαση[10], στις περιπτώσεις που συντρέχει ένας από τους περιοριστικώς αναφερομένους σ' αυτό το άρθρο λόγους, καθώς με τη συγχώνευση αυτή συστήνεται μια νέα ανώνυμη εταιρία[11]. Συγκεκριμένα:

Η διάταξη του άρθρου 4α §1 του νόμου ορίζει ότι «η (νέα) εταιρία κηρύσσεται άκυρη με δικαστική απόφαση, μόνο εάν:

1. Δεν τηρήθηκαν οι διατάξεις των άρθρων: α) 2 §1 (περιπτώσεις α' και δ') «περί του τι διατάξεις πρέπει να περιέχει το καταστατικό της (νέας) εταιρίας», β) 4 §1 «περί της υποχρέωσης του Υπουργού Εμπορίου να

¹⁴ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.4.2 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

¹⁵ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.4.3 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

¹⁶ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.4.4 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

προκαλέσει την απόφαση για τη σύσταση ανώνυμης εταιρίας, καθώς και την έγκριση του καταστατικού της, εφόσον το καταστατικό έχει καταρτισθεί με δημόσιο έγγραφο», και γ) 8 §2 «περί του κατωτάτου ορίου του μετοχικού κεφαλαίου ιδρυόμενης ανώνυμης εταιρίας»,

2. Ο σκοπός της είναι παράνομος ή αντίκειται στη δημόσια τάξη,
3. Ο αριθμός των ιδρυτών είναι κατώτερος των δύο, και
4. Ένας ή περισσότεροι ιδρυτές, όταν υπογράφηκε η εταιρική σύμβαση, δεν είχαν την ικανότητα για δικαιοπραξία».

Εξάλλου, κατά τη διάταξη της §2 του ίδιου άρθρου, η αγωγή ασκείται πάντα από κάθε πρόσωπο που έχει έννομο συμφέρον και απευθύνεται κατά της εταιρίας. Η δικαστική απόφαση που κηρύσσει την ακυρότητα της εταιρίας και η οποία αντιπάσσειται προς τους τρίτους, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 7β δύναται να προσβληθεί με τριτανακοπή εντός εξάμηνης προθεσμίας από την υποβολή της απόφασης στις διατυπώσεις δημοσιότητας^{**17} (άρθρο 4α §3).

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι παρόλο που η ακυρότητα αυτή καθαυτή δεν επηρεάζει την εγκυρότητα των υποχρεώσεων ή των απαιτήσεων της (νέας) εταιρίας (άρθρο 4α §4), εντούτοις οι μέτοχοι της άκυρης εταιρίας

^{**17} Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 5.2.2 του αυτού κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

υποχρεούνται να καταβάλλουν το κεφάλαιο που ανέλαβαν στους νόμιμους δικαιούχους αυτού (άρθρο 4α §5).

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Σακκέλης Ι. Εμμανουήλ, Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως – Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων – Συγχωνεύσεις και Μετατροπές Εταιριών, 2^η έκδοση, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, 1994, σελ. 229.
2. Λεβαντής Φ. Ελευθέριος, Το Δίκαιο των Εμπορικών Εταιριών (Τόμος Δ', Ανώνυμες Εταιρίες), Εκδόσεις ΑΝΤ. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1989, σελ. 1601.
3. Λεονταρής Κ. Μιλτιάδης, Μετατροπή – Συγχώνευση – Διάσπαση Εταιριών, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 2000, σελ. 244 – 246.
4. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1601.
5. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1602.
6. Σακκέλης, ό.π., σελ. 231.
7. Λεονταρής, ό.π., σελ. 254.
8. Λεονταρής, ό.π., σελ. 254.
9. Λεονταρής, ό.π., σελ. 212.
10. Λεονταρής, ό.π., σελ. 255.

11. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1601.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

ΕΞΑΓΟΡΑ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ

6.1 ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ.

Κατά το νόμο 2190/1920 (άρθρο 79 §1), ως εξαγορά νοείται «εκείνη η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες (εξαγοραζόμενες) μεταβιβάζουν, μετά τη λύση τους και χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, σε άλλη ανώνυμη εταιρία (εξαγοράζουσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιριών του αντιτίμου των δικαιωμάτων τους». Για την πράξη αυτή, ο νόμος με την ίδια διάταξη αυτού, ορίζει ότι και στην περίπτωση της εξαγοράς ανώνυμης εταιρίας από άλλη ανώνυμη εταιρία εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις των άρθρων 69 – 77 , δηλαδή η εξαγορά εξομοιώνεται με την απορρόφηση από λειτουργούσα ανώνυμη εταιρία άλλης ή άλλων ανωνύμων εταιριών[1].

Για την εφαρμογή ,όμως, της §1 του άρθρου 79, ως απορροφούμενες εταιρίες νοούνται οι εταιρίες που εξαφανίζονται (εξαγοραζόμενες), και ως απορροφούσα εταιρία η εξαγοράζουσα (άρθρο 79 §2).

Από τις διατάξεις του άρθρου 79 §§1-2 προκύπτει, ότι για να υφίσταται περίπτωση εξαγοράς θα πρέπει να συντρέχουν οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- 1) *Όλη η περιουσία μιας ή περισσότερων ανωνύμων εταιριών (εξαγοραζόμενων) να μεταβιβάζεται σε άλλη ανώνυμη εταιρία (εξαγοράζουσα)[2]. Δεν νοείται, δηλαδή ως εξαγορά, η αγορά από μια ανώνυμη εταιρία των περιουσιακών στοιχείων άλλης εταιρίας, που εισπράττει το αντίτιμο αυτών, και η οποία δεν λύεται αλλά συνεχίζει τη λειτουργία της. Απαιτείται μεταβίβαση του συνόλου της περιουσίας (ενεργητικό και παθητικό) της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Συνεπώς, δεν θεωρείται εξαγορά κατά το νόμο, όταν δεν μεταβιβάζεται ολόκληρη η περιουσία της εξαγοραζόμενης εταιρίας αλλά τμήμα μόνο της περιουσίας αυτής.*
- 2) *Το νομικό πρόσωπο της εξαγοραζόμενης εταιρίας παύει να υπάρχει και εξαφανίζεται. Το σημαντικό είναι ότι, ενώ η εταιρία λύεται, δεν επακολουθεί εκκαθάριση αυτής, αλλά στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της τη διαδέχεται η εξαγοράζουσα εταιρία[3].*
- 3) *Δεν πραγματοποιείται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοράζουσας[4]. Αντίθετα, στη συγχώνευση είτε με σύσταση νέας εταιρίας, είτε με απορρόφηση παρουσιάζεται κατά κανόνα αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου από τη συνένωση των καθαρών θέσεων των συγχωνευομένων εταιριών και ίσως συμπληρωματικές εισφορές. Εξαιρέση αποτελεί η απορρόφηση ανώνυμης εταιρίας από άλλη, που κατέχει το 100% των μετοχών της απορροφούμενης, καθώς στην περίπτωση αυτή δεν αυξάνεται*

το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφούσας – όπως ακριβώς συμβαίνει και με την εξαγοράζουσα ανώνυμη εταιρία.

4) Η εξαγοράζουσα δεν εκδίδει νέες μετοχές, ως απόρροια του ότι δεν συντελείται αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου[5]. Το ίδιο συμβαίνει και με την απορροφούσα ανώνυμη εταιρία, όταν αυτή κατέχει το 100% των μετοχών της εταιρίας που απορροφά. Αντίθετα, στη συγχώνευση ανωνύμων εταιριών είτε με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας, είτε με απορρόφηση – ακόμα και όταν δεν υπάρχει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου στην πρώτη περίπτωση – εκδίδονται πάντοτε νέες μετοχές, που αντιπροσωπεύουν το μετοχικό κεφάλαιο της νέας ή της απορροφούσας εταιρίας, οι οποίες ανταλλάσσονται με τις παλιές μετοχές των συγχωνευόμενων εταιριών.

5) Οι μέτοχοι της ή των εξαγοραζόμενων εταιριών δεν καθίστανται μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρίας, αλλά λαμβάνουν την αξία των μετοχών τους (το συμφωνηθέν τίμημα) και λύεται η σχέση τους τόσο με την εξαγοραζόμενη, όσο και με την εξαγοράζουσα εταιρία[6].

6) Οι μετοχές της ή των εξαγοραζόμενων εταιριών ακυρώνονται[7] – όπως γίνεται και με τις μετοχές της απορροφούμενης εταιρίας, όταν αυτές κατέχονται στο σύνολό τους (100%) από την απορροφούσα ανώνυμη εταιρία. Στην περίπτωση, μάλιστα, της εξαγοράς, οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρίας λαμβάνουν χρήματα ως αντάλλαγμα των μετοχών τους, που χάνουν. Αντίθετα, στην περίπτωση της απορρόφησης Α.Ε. από άλλη που κατέχει το 100% των μετοχών της, οι μέτοχοι της απορροφούμενης

εταιρίας δεν παίρνουν τίποτε. Τέλος, στις άλλες περιπτώσεις συγχώνευσης, οι μέτοχοι των συγχωνευομένων εταιριών λαμβάνουν τον αναλογούντα αριθμό μετοχών της νέας ή της απορροφούσας εταιρίας (βάσει της σχέσης ανταλλαγής μετοχών, που έχει καθορισθεί στην έκθεση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων κατά τα άρθρα 9 και 71 του ν. 2190/1920, και στο σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης).

6.2 ΔΙΑΤΥΠΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ.

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 79 §1 που προαναφέραμε, επί εξαγοράς «εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις των άρθρων 69 έως 77», που αναπτύχθηκαν πιο πάνω στις παραγράφους 3.2.1 – 3.2.7. Πρέπει να σημειωθεί ότι επί εξαγοράς δεν εφαρμόζονται οι παρεκκλίσεις που εισάγει το άρθρο 78 του νόμου, για την περίπτωση απορρόφησης ανώνυμης εταιρίας από άλλη που κατέχει το σύνολο των μετοχών της. Κατά συνέπεια, επί εξαγοράς μιας τέτοιας εταιρίας θα εφαρμοστεί η αυστηρή διαδικασία, που επιβάλλεται για τις εταιρίες που δεν συνδέονται με το δεσμό μητρικής – θυγατρικής (ολικής κατά 100% εξάρτησης), η οποία προβλέπει τα ακόλουθα στάδια:

6.2.1 ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΣΧΕΔΙΟΥ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ ΑΥΤΟΥ.

Τα Δ.Σ. των εταιριών, που συμμετέχουν στην εξαγορά, συνεδριάζουν και καταρτίζουν έγγραφο σχεδίου σύμβασης εξαγοράς (αντίστοιχο του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης – άρθρο 69 §1), που πρέπει να περιέχει τουλάχιστον τα ακόλουθα στοιχεία¹[8]:

1. Την ειδικότερη μορφή, την επωνυμία, και την έδρα των εταιριών που συμμετέχουν στην εξαγορά, καθώς και τον αριθμό μητρώου αυτών.
2. Τις διατυπώσεις παράδοσης των μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρίας από τους μετόχους αυτής στην εξαγοράζουσα εταιρία².
3. Την ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της ή των εξαγοραζομένων εταιριών θεωρούνται, από λογιστική άποψη, ότι γίνονται για λογαριασμό της εξαγοράζουσας εταιρίας, και η τύχη των οικονομικών αποτελεσμάτων της ή των εξαγοραζόμενων εταιριών, που θα προκύψουν από την ημερομηνία αυτή μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της εξαγοράς.

¹ Όπως αυτά προκύπτουν από τη διάταξη του άρθρου 69 §2, ύστερα από τις αναγκαίες, για την προκειμένη περίπτωση, τροποποιήσεις.

² Κατά συνέπεια, εξαιτίας του ότι οι μετοχές της εξαγοραζόμενης εταιρίας δεν συμμετέχουν στα κέρδη – μερίσματα, αφού ακυρώνονται έναντι παράδοσης στους κατόχους αυτών του αντιπώου εξαγοράς τους. Έτσι, δεν υπάρχει περίπτωση αναγραφής, στο σχέδιο της σύμβασης, της ημερομηνίας από την οποία αυτές έχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της εξαγοράζουσας. (Το τυχόν μέρισμα υπολογίζεται στην τιμή εξαγοράς, κατά τις διαπραγματεύσεις).

4. Τα δικαιώματα που εξασφαλίζει η εξαγοράζουσα εταιρία στους μετόχους, που έχουν ειδικά δικαιώματα στην ή στις εξαγοραζόμενες εταιρίες, καθώς και στους κατόχους άλλων τίτλων, πλην μετοχών ή τα μέτρα που προτείνονται γι' αυτούς.
5. Όλα τα ιδιαίτερα πλεονεκτήματα που, ενδεχομένως, παρέχονται στα μέλη του Δ.Σ. και στους τους τακτικούς ελεγκτές των εταιριών που μετέχουν στην εξαγορά.

Στη συνέχεια, το σχέδιο σύμβασης εξαγοράς υποβάλλεται, μαζί με τα πρακτικά συνεδριάσεων των Δ.Σ. και τα λοιπά δικαιολογητικά, στο Υπουργείο Εμπορίου ή στις Νομαρχίες που υπάγονται οι μετέχουσες στην εξαγορά εταιρίες, για να καταχωρηθούν στα οικεία Μ.Α.Ε.. Σχετική ανακοίνωση δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (άρθρα 7β και 69 §3 του ν. 2190/1920).

Μέσα σε δέκα ημέρες από την καταχώριση στο Μ.Α.Ε. του σχεδίου σύμβασης εξαγοράς, πρέπει να δημοσιευθεί περίληψη του σχεδίου αυτού σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα (άρθρο 70 §1 του ν. 2190/1920).

6.2.2 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΜΕΤΕΧΟΥΝ ΣΤΗ ΣΥΜΒΑΣΗ ΕΞΑΓΟΡΑΣ.

Καθεμιά από τις μετέχουσες στη σύμβαση εξαγοράς εταιρία υποβάλλει

αρμοδίως αίτηση για τη συγκρότηση Επιτροπής Εμπειρογνομόνων που θα εκτιμήσει τα περιουσιακά στοιχεία και θα συντάξει σχετική έκθεση (άρθρα 9 και 71 §1 του ν.2190/1920). Στην έκθεση αυτή θα περιλαμβάνονται όλα τα στοιχεία που απαιτεί η διάταξη του άρθρου 71 §2, και θα σημειώνεται το εάν το συμφωνηθέν για την εξαγορά τίμημα κρίνεται δίκαιο και λογικό^{*3}.

6.2.3 ΠΑΡΟΧΗ ΕΓΓΥΗΣΕΩΝ ΣΤΟΥΣ ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΜΕΤΕΧΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ.

Μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση περίληψης του σχεδίου σύμβασης εξαγοράς σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα, οι πιστωτές των εταιριών που μετέχουν στην εξαγορά, έχουν το δικαίωμα να ζητήσουν και να λάβουν επαρκείς εγγυήσεις προς εξασφάλιση των απαιτήσεών τους. Κατά τη διάρκεια αυτής της προθεσμίας υποβάλλονται και τυχόν αντιρρήσεις για τις παρεχόμενες εγγυήσεις. Σε περίπτωση διαφωνίας, τη λύση δίνει το δικαστήριο (άρθρο 70 §§2-3 του νόμου)^{*4}.

Επίσης, αν υπάρχουν ομολογιούχοι δανειστές, τουλάχιστον σε μια από τις εταιρίες που μετέχουν στην εξαγορά, η απόφαση για εξαγορά απαιτεί έγκριση των δανειστών αυτών^{*5}.

Τέλος, αν η εξαγοραζόμενη εταιρία έχει εκδώσει άλλους, μη μετοχικούς τίτλους

^{*3} Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.1 (ενέργεια α') του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

^{*4} Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.3 (ενέργεια β') του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

^{*5} Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.2.3 (ενέργεια γ') του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

(όπως είναι οι ιδρυτικοί τίτλοι), η εξαγοράζουσα εταιρία οφείλει να παραχωρήσει στους κομιστές αυτών δικαιώματα τουλάχιστον ισοδύναμα με αυτά που είχαν στην εξαγοραζόμενη, εκτός αν κάθε κομιστής ενέκρινε την τροποποίηση ή κατάργηση των δικαιωμάτων του (άρθρο 70 §5).

6.2.4 ΕΓΚΡΙΣΗ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΑΠΟ ΤΙΣ Γ.Σ. ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.

Καθεμιά από τις μετέχουσες στην εξαγορά εταιρίες πραγματοποιεί γενική συνέλευση των μετόχων της, προκειμένου να λάβει απόφαση έγκρισης του σχεδίου σύμβασης εξαγοράς, και κατά περίπτωση, των τροποποιήσεων του καταστατικού που απαιτούνται για την πραγματοποίηση της εξαγοράς. Η Γ.Σ. πρέπει να συνέλθει δύο μήνες μετά την καταχώρηση του σχεδίου σύμβασης εξαγοράς στο Μ.Α.Ε.⁶ (άρθρα 72 και 73 §1 του ν. 2190/1920).

6.2.5 ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΕΝΩΠΙΟΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΓΡΑΦΟΥ.

Μετά την έγκριση από τις Γ.Σ. του σχεδίου της σύμβασης εξαγοράς, καταρτίζεται με συμβολαιογραφικό έγγραφο η πράξη εξαγοράς (άρθρο 74 §1). Στο συμβολαιογραφικό αυτό έγγραφο προσαρτάται υπεύθυνη δήλωση του ν. 1599/1986 των Δ.Σ. των εταιριών που μετέχουν στην εξαγορά, στην οποία δηλώνεται ότι δεν προβλήθηκαν εκ μέρους των πιστωτών αντιρρήσεις ή ότι οι αντιρρήσεις που τυχόν προβλήθηκαν, επιλύθηκαν ήδη μέχρι το χρόνο

⁶ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παραγραφο 3.2.5 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

κατάρτισης της σύμβασης εξαγοράς (άρθρο 74 §2).

6.2.6 ΕΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΑΠΟ ΤΟΝ ΥΠΟΥΡΓΟ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ ΑΥΤΗΣ.

Δύο αντίγραφα του συμβολαίου εξαγοράς υποβάλλονται στο Υπουργείο Εμπορίου ή στις αρμόδιες Νομαρχίες, που υπάγονται οι μετέχουσες στη σύμβαση εξαγοράς εταιρίες[9]. Η αρμόδια υπηρεσία ελέγχει και – μετά από ενδεχόμενες διορθώσεις – εγκρίνει τη σύμβαση εξαγοράς.

Ακολουθεί η καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. της διοικητικής απόφασης για την έγκριση της εξαγοράς. Σχετική ανακοίνωση για την επελθούσα εξαγορά δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (άρθρα 7β και 74 του ν. 2190/1920).

6.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ.

Από την ημερομηνία καταχώρησης της εγκριτικής απόφασης της εξαγοράς στο Μ.Α.Ε. επέρχονται αυτοδίκαια και ταυτόχρονα, χωρίς καμία άλλη διατύπωση, τόσο για τις εταιρίες που μετέχουν στη σύμβαση εξαγοράς, όσο και έναντι τρίτων, τα ακόλουθα αποτελέσματα:

1. Η εξαγοράζουσα εταιρία υποκαθίσταται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της ή των εξαγοραζομένων εταιριών (άρθρο 75 §1α).

2. Οι εξαγοραζόμενες εταιρίες παύουν να υπάρχουν (άρθρο 75 §1γ).
3. Οι εκκρεμείς δίκες των εξαγοραζομένων εταιριών, που παύουν να υπάρχουν μετά της εξαγορά, συνεχίζονται αυτοδικαίως από την εξαγοράζουσα εταιρία ή κατ' αυτής, χωρίς καμία άλλη διατύπωση και χωρίς να επέρχεται βίαιη διακοπή της δίκης λόγω της εξαγοράς (άρθρο 75 §2).
4. Οι προβλεπόμενες, από την ισχύουσα νομοθεσία (άρθρο 75 §3), ιδιαίτερες διατυπώσεις για τη μεταβίβαση ορισμένων περιουσιακών στοιχείων (ακίνητα, αυτοκίνητα, πλοία, κ.α.) ισχύουν και στην περίπτωση εξαγοράς.
5. Οι μετοχές της εξαγοραζόμενης εταιρίας, αφού καταβληθεί το συμφωνηθέν τίμημα, ακυρώνονται[10].

6.4 ΑΚΥΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΑΠΟ ΑΛΛΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ.

Στην περίπτωση της εξαγοράς Α.Ε. από άλλη Α.Ε. ισχύουν οι ίδιες διατάξεις του άρθρου 77 §§1-7 περί ακυρότητα της εξαγοράς – συγχώνευσης, που αναφέρθηκαν σε όλες τις προηγούμενες μορφές συγχώνευσης. Έτσι, η εξαγορά κηρύσσεται ως άκυρη με απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου, το οποίο δικάζει κατά τη διαδικασία της εκούσιας δικαιοδοσίας (άρθρο 77 §1), μόνο εάν:

- α) Δεν τηρήθηκαν οι διατάξεις του άρθρου 74⁷.
- β) Αποδειχθεί ότι η απόφαση της Γ.Σ. μιας από τις εταιρίες που μετείχαν στην εξαγορά και που ενέκρινε την εξαγορά είναι άκυρη ή ακυρώσιμη κατά τις διατάξεις των άρθρων 35α §1 και 35β §1⁸.

Πρέπει να σημειωθεί, ότι ο νόμος παρέχει στις ενδιαφερόμενες εταιρίες προθεσμία για την άρση των λόγων ακυρότητας της εξαγοράς, όταν αυτή είναι εφικτή (άρθρο 77 §3), και προβλέπει τις αναγκαίες προϋποθέσεις με βάση τις οποίες η αγωγή για ακύρωση της εξαγοράς είναι απαράδεκτη⁹.

Αν καμία από τις διατάξεις των §§2-3 του άρθρου 77 δεν έχει εφαρμογή, η δικαστική απόφαση που κηρύσσει την ακυρότητα της εξαγοράς υποβάλλεται στις διατυπώσεις του άρθρου 7β¹⁰. Από την υποβολή της δικαστικής απόφασης στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β, και μέσα σε προθεσμία έξι μηνών από αυτήν, δύναται να ασκηθεί τριτανακοπή κατά της απόφασης που κηρύσσει την ακυρότητα της εξαγοράς (άρθρο 77 §5).

Τέλος, ως προς τις υποχρεώσεις της εξαγοράζουσας κατά τη μεταβατική περίοδο (άρθρο 77 §§6-7) ισχύουν όλα όσα αναφέρθηκαν πιο πάνω στην παράγραφο 3.4.4 .

⁷ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στις παραγράφους 6.2.5 – 6.2.6 του κεφαλαίου αυτού του παρόντος μέρους.

⁸ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.4.1 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

⁹ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 3.4.3 του τρίτου κεφαλαίου του παρόντος μέρους.

¹⁰ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην παράγραφο 6.2.1 του κεφαλαίου αυτού του παρόντος μέρους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Λεονταρής Κ. Μιλτιάδης, Μετατροπή – Συγχώνευση – Διάσπαση Εταιριών, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 2000, σελ. 133.
2. Σακκέλης Ι. Εμμανουήλ, Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως – Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων – Συγχωνεύσεις και Μετατροπές Εταιριών, 2^η έκδοση, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, 1994, σελ. 234.
3. Σακκέλης, ό.π., σελ. 234.
4. Λεβαντής Φ. Ελευθέριος, Το Δίκαιο των Εμπορικών Εταιριών (Τόμος Δ', Ανώνυμες Εταιρίες), Εκδόσεις ΑΝΤ. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1989, σελ. 1585.
5. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1598.
6. Σακκέλης, ό.π., σελ. 234.
7. Λεονταρής, ό.π., σελ. 134.
8. Λεβαντής, ό.π., σελ. 1599.
9. Λεονταρής, ό.π., σελ. 137.
10. Σακκέλης, ό.π., σελ. 236.

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ
ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ
ΤΩΝ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΕΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ
ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΚΑΙ
ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

7.1 ΓΕΝΙΚΑ.

Τα φορολογικά κίνητρα για τη συγχώνευση και μετατροπή επιχειρήσεων, που ισχύουν σήμερα, ρυθμίζονται από το Ν.Δ. 1297/1972 «Περί Παροχής Φορολογικών Κινήτρων δια τη Συγχώνευση ή Μετατροπή Επιχειρήσεων προς Δημιουργία Μεγάλων Οικονομικών Μονάδων» και από το ν. 2166/1993 (άρθρα 1 – 5) που αναφέρεται στα « Κίνητρα Ανάπτυξης Επιχειρήσεων». Ειδικότερα:

7.2 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΤΟ Ν.Δ. 1297/1972.

Το Ν.Δ. 1297/1972, σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση και την ερμηνευτική εγκύκλιο 25/1973, έχει ως σκοπό να ενισχύσει την τάση της ιδιωτικής πρωτοβουλίας για τη δημιουργία στη χώρα μας ισχυρών οικονομικών μονάδων,

ικανών να ανταποκριθούν στα ποικίλα προβλήματα, τα οποία ανακύπτουν από την ταχύτατη σύγχρονη τεχνική και οικονομική εξέλιξη (π.χ. αύξηση παραγωγής, μείωση κόστους, βελτίωση παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας, κ.λ.π.). Έτσι, με το νομοθετικό αυτό διάταγμα παρέχονται διάφορα κίνητρα (φορολογικές διευκολύνσεις και απαλλαγές) στις επιχειρήσεις που συγχωνεύονται ή μετατρέπονται σε ανώνυμη εταιρία (Α.Ε.) ή εταιρία περιορισμένης ευθύνης (Ε.Π.Ε.), υπό την προϋπόθεση ότι η συγχώνευση ή η μετατροπή θα έχει ολοκληρωθεί μέχρι της 31^{ης} Δεκεμβρίου 2000¹[1].

Πρέπει να σημειωθεί, ότι ως «επιχείρηση», κατά την άποψη τόσο των φορολογικών δικαστηρίων[2], όσο και κατά την εγκύκλιο Α.12570/πολ. 309/1987 του Υπουργείου Οικονομικών[3], νοείται η οικονομική εκείνη μονάδα που λειτουργεί για εύλογο χρονικό διάστημα, έχει πάρει άδεια έναρξης επαγγέλματος, έχει θεωρήσει βιβλία και στοιχεία, και ενεργεί πράξεις εμπορικές σχετικές με το αντικείμενο των εργασιών της.

7.2.1 ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΤΟΥ Ν.Δ. 1297/1972.

Τα φορολογικά κίνητρα που παρέχονται από το Ν.Δ. 1297/1972 ισχύουν στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- 1) *Επί συγχώνευσης ή μετατροπής επιχειρήσεων σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε. (άρθρο 1 του Ν.Δ. 1297/1972), και ειδικότερα[4]:*

¹ Η προθεσμία αυτή τέθηκε, όπως παρατάθηκε με την §13 του άρθρου 13 του ν. 2459/1997.

- α) Επί μετατροπής επιχείρησης, οποιασδήποτε νομικής μορφής (ατομικής, Ο.Ε., Ε.Ε., ή Ε.Π.Ε.) σε Α.Ε.
- β) Επί συγχώνευσης επιχειρήσεων, οποιασδήποτε νομικής μορφής σε λειτουργούσα Α.Ε. (απορρόφηση) ή με τη σύσταση νέας Α.Ε.
- γ) Επί μετατροπής επιχείρησης, οποιασδήποτε νομικής μορφής (πλην Α.Ε.) σε Ε.Π.Ε.
- δ) Επί συγχώνευσης επιχειρήσεων, οποιασδήποτε νομικής μορφής (πλην Α.Ε.) σε Ε.Π.Ε.
- 2) *Επί εισφοράς βιομηχανικού κλάδου (άρθρο 7 §1 του Ν.Δ. 1297/1972), και ειδικότερα:*
- α) Επί εισφοράς από λειτουργούσα επιχείρηση ενός ή περισσότερων βιομηχανικών κλάδων αυτής σε λειτουργούσα ή συνιστώμενη ανώνυμη βιομηχανική εταιρία (άρθρο 7 §1 του Ν.Δ. 1297/1972). Απαραίτητη προϋπόθεση παροχής των φορολογικών ευεργετημάτων, στην προκειμένη περίπτωση, είναι ότι το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο μετά την εισφορά, της εταιρίας που απορροφά τον κλάδο ή της νέας εταιρίας που συστήνεται, να είναι τουλάχιστον 100 εκατ. δραχμές, και το κεφάλαιο της εισφέρουσας τον κλάδο επιχείρησης να μην υπολείπεται μετά την εισφορά του κλάδου, του ελαχίστου ορίου κεφαλαίου που

καθορίζει το άρθρο 4, δηλαδή 100 εκατ. δραχμές για Α.Ε., και 50 εκατ. δραχμές για Ε.Π.Ε.[5].

β) Επί εισφοράς από οποιασδήποτε μορφής λειτουργούσα επιχείρηση, τμήματος ή κλάδου αυτής σε λειτουργούσα ή συνιστώμενη Α.Ε., όπου εφαρμόζονται επίσης τα ανωτέρω αναπτυχθέντα (άρθρο 7 §2 του Ν.Δ. 1297/1972)[6].

3) *Επί συγχώνευσης ή μετατροπής γεωργικών συνεταιριστικών οργανώσεων και επιχειρήσεων (άρθρο 7 §3 του Ν.Δ. 1297/1972)[7].*

4) *Επί συγχώνευσης βιομηχανικών ή βιοτεχνικών επιχειρήσεων (πλην Α.Ε.) προς δημιουργία βιομηχανικής ή βιοτεχνικής προσωπικής εταιρίας ή Ε.Π.Ε. (άρθρο 9 του Ν.Δ. 1297/1972)[8].*

7.2.2 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΠΑΛΛΑΓΕΣ ΤΟΥ Ν.Δ. 1297/1972.

Οι παρεχόμενες από το Ν.Δ. 1297/1972 φορολογικές διευκολύνσεις και απαλλαγές στις συγχωνευόμενες και μετατρεπόμενες, με βάση τις διατάξεις αυτού, επιχειρήσεις είναι οι ακόλουθες:

α) Η υπεραξία που προκύπτει κατά τη συγχώνευση ή μετατροπή των επιχειρήσεων, η οποία διαπιστώνεται με απογραφή των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού κατά το χρόνο της συγχώνευσης ή

μετατροπής και εμφανίζεται σε λογαριασμούς τάξεως της συγχωνεύουσας ή της νέας εταιρίας μέχρι το χρόνο διάλυσής της, θεωρείται ότι περιέχεται σ' αυτήν και φορολογείται κατά το χρόνο της καθ' οποιονδήποτε τρόπο διάλυσης της[9], εφαρμοζόμενων αναλόγως για τις Α.Ε. των διατάξεων του άρθρου 26 του Ν.Δ. 3323/1955, ενώ για τις Ε.Π.Ε. των διατάξεων του άρθρου 32 §2 του ίδιου αυτού Νομοθετικού Διατάγματος (άρθρο 2§2 του Ν.Δ. 1297/1972).

Η εν λόγω αναβολή της φορολογίας ισχύει για την υπεράξια, όσο αυτή που προέρχεται από εισφορά παγίων στοιχείων, όσο και από εισφορά εμπορεύσιμων στοιχείων, αδιακρίτως (απόφαση Σ.τ.Ε. 1802/1988)[10].

β) Απαλλαγή από το φόρο μεταβίβασης των εισφερόμενων ακινήτων (Φ.Μ.Α.) στη συγχωνεύουσα ή συνιστώμενη εταιρία. Πιο συγκεκριμένα, από το Φ.Μ.Α. απαλλάσσονται[11]:

- 1) Τα ακίνητα που ανήκουν κατά κυριότητα στη μετατρεπόμενη ή συγχωνευόμενη επιχείρηση και χρησιμοποιούνται απ' αυτήν[12]. Η συγχωνευόμενη ή μετατρεπόμενη επιχείρηση υποχρεούται να αποδείξει ότι χρησιμοποιεί για τις ανάγκες της τα εισφερόμενα ακίνητα (αδιάφορο επί πόσο χρόνο)[13]. Η αποκτώσα τα ακίνητα αυτά εταιρία (συγχωνεύουσα ή συνιστώμενη εταιρία) υποχρεούται να τα χρησιμοποιεί για τις ανάγκες της τουλάχιστον επί μια πενταετία από τη συγχώνευση ή μετατροπή (άρθρο 3 §1, εδ. 2).

- 2) Τα ακίνητα που είχαν εισφερθεί κατά χρήση στη συγχωνευόμενη ή μετατρέπόμενη επιχείρηση, και που αποδεδειγμένα είχαν χρησιμοποιηθεί για τις ανάγκες της τουλάχιστον επί μια πενταετία πριν τη συγχώνευση ή μετατροπή[14]. Προϋπόθεση και εδώ η χρησιμοποίηση των εισφερόμενων ακινήτων από τη συγχωνεύουσα ή τη συνιστώμενη εταιρία για τις ανάγκες της επί μια πενταετία από τη συγχώνευση ή μετατροπή (άρθρο 3 §1, εδ. 3).

Κατά τη διάρκεια της πενταετίας, επιτρέπεται στη συγχωνεύουσα ή συνιστώμενη εταιρία (με την προϋπόθεση ότι δεν μεταβάλλει το κύριο αντικείμενο των εργασιών της)[15]: (α) Να εκμισθώνει τα ακίνητα, και (β) Να εκποιεί αυτά, αλλά με την υποχρέωση να τα αντικαθιστά, εντός διετίας, με άλλα ακίνητα ή καινούργια πάγια στοιχεία ίσης τουλάχιστον αξίας, τα οποία θα εξυπηρετούν τις ανάγκες της επιχείρησης ή θα χρησιμοποιούνται για εξόφληση οφειλών από δάνεια τραπεζών, φορολογικών υποχρεώσεων προς το Δημόσιο, ως και ασφαλιστικών εισφορών σε ασφαλιστικά ταμεία.

- γ) Απαλλαγή της σύμβασης περί συγχώνευσης ή μετατροπής, καθώς και κάθε σχετικής πράξης από κάθε φόρο ή τέλος υπέρ του Δημοσίου και εισφοράς υπέρ τρίτων[16]. Σχετικές πράξεις που χαίρουν αυτής της απαλλαγής είναι η εισφορά των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού, η μεταγραφή των πράξεων που απαλλάσσονται, η δημοσίευση στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (άρθρο 3 §1).

- δ) Αναστολή της φορολόγησης των αφορολόγητων κρατήσεων[17]. Όπως ορίζει το άρθρο 10 §2 του Ν.Δ. 1297/1972²: «Οι αφορολόγητες κρατήσεις αναπτυξιακών νόμων που έχουν σχηματίσει οι μετατρεπόμενες ή συγχωνευόμενες επιχειρήσεις, εφόσον μεταφέρονται σε λογαριασμούς αποθεματικών στις προκύπτουσες από τη μετατροπή ή συγχώνευση επιχειρήσεις, δεν υπόκεινται σε φορολογία κατά το χρόνο της μετατροπής ή συγχώνευσης».
- ε) Δημιουργία αφορολόγητου αποθεματικού 10% στα κέρδη της πρώτης πενταετίας[18]. Το κίνητρο αυτό παρέχεται μόνο επί συγχώνευση βιοτεχνικών, βιομηχανικών, μεταλλευτικών και λατομικών επιχειρήσεων, οποιασδήποτε νομικής μορφής – πλην Α.Ε. – σε ομοειδή ανώνυμη εταιρία, της οποίας το μετοχικό κεφάλαιο δεν είναι κατώτερο των 100 εκατ. δραχμών (άρθρο 9 του Ν.Δ. 1882/1990).

7.2.3 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΡΟΧΗ ΤΩΝ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΩΝ ΑΠΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ Ν.Δ. 1297/1972.

Για την παροχή των προαναφερόμενων φορολογικών διευκολύνσεων και απαλλαγών, το Ν.Δ. 1297/1972, με τη διάταξη του άρθρου 4, θέτει τις ακόλουθες προϋποθέσεις³[19]:

² Η διάταξη αυτή του άρθρου 10 §2 τίθεται, όπως αντικαταστάθηκε με τη διάταξη του άρθρου 11 §8 του ν. 2579/1998.

³ Η διάταξη αυτή του άρθρου 4 τίθεται, όπως αντικαταστάθηκε με τη διάταξη του άρθρου 11 §7 του ν. 2579/1998 και ισχύει από 17/02/1998.

- 1) Η ανώνυμη εταιρία, που προέρχεται από συγχώνευση ή μετατροπή ή απορροφά άλλες επιχειρήσεις, θα πρέπει: α) Να έχει ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο ύψους 100 εκατ. δραχμών. Επίσης, εάν πρόκειται για εισφορά κλάδου ή τμήματος επιχείρησης, η απορροφούσα ή η συνιστώμενη νέα Α.Ε. πρέπει να έχει ελάχιστο κεφάλαιο 100 εκατ. δραχμών. β) Οι μετοχές της Α.Ε., που αντιστοιχούν στην αξία του εισφερόμενου κεφαλαίου πρέπει να είναι υποχρεωτικά ονομαστικές στο σύνολό τους, και μη μεταβιβάσιμες σε ποσοστό 75% για μια πενταετία (από το χρόνο της συγχώνευσης ή μετατροπής) – με εξαίρεση τις μετοχές που αντιστοιχούν στην αξία του εισφερόμενου κεφαλαίου από Α.Ε., της οποίας οι μετοχές είναι ανώνυμες⁴ [20].
- 2) Η εταιρία περιορισμένης ευθύνης, που προέρχεται από μετατροπή ή συγχώνευση, θα πρέπει: α) Να έχει ελάχιστο κεφάλαιο 50 εκατ. δραχμών. β) Τα εταιρικά μερίδια, τα αντιστοιχούντα στην αξία του εισφερόμενου κεφαλαίου της μετατρεπόμενης ή συγχωνευόμενης εταιρίας να είναι μη μεταβιβάσιμα σε ποσοστό 75% επί μια πενταετία από τη συγχώνευση ή μετατροπή[21].

7.2.4 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΕ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΔΙΑΛΥΣΗΣ ΤΗΣ ΝΕΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΠΡΙΝ ΠΑΡΕΛΘΕΙ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ.

Σε περίπτωση που η νέα εταιρία (η προελθούσα από συγχώνευση ή μετατροπή) ή η συγχωνεύουσα διαλυθεί με οποιονδήποτε τρόπο, πριν παρέλθει πενταετία από τη συγχώνευση ή μετατροπή, υποχρεούται να καταβάλλει κάθε

⁴ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε σχετικά στην απόφαση Σ.τ.Ε. 3095/1992.

φόρο, τέλος, κ.λ.π. υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων, που δεν κατέβαλε λόγω προβλεπόμενης από τα άρθρα 2 και 3 του Ν.Δ. 1297/1972 απαλλαγής ή αναβολής (άρθρο 5 §1 του Ν.Δ. 1297/1972). Συγκεκριμένα, πρέπει να καταβάλει[22]:

- α) Το φόρο εισοδήματος επί της υπεραξίας του άρθρου 2, ο οποίος υπολογίζεται: αα) Για τις Α.Ε. με βάση το συντελεστή αδιανέμητων κερδών, που ισχύει κατά το χρόνο διάλυσης της εταιρίας. ββ) Για τις Ε.Π.Ε. με βάση τη διάταξη του άρθρου 32 §2 του Ν.Δ. 1297/1972 (άρθρο 5 §1).
- β) Τους λοιπούς φόρους, τέλη, και εισφορές που υπολογίζονται με βάση τους συντελεστές που ισχύουν κατά το χρόνο της συγχώνευσης ή της σύστασης της εταιρίας (άρθρο 5 §2).

Στη συνέχεια, οι πιο πάνω φόροι και τέλη καταβάλλονται χωρίς προσαύξηση, με δήλωση της υπόχρεης εταιρίας στον αρμόδιο Οικονομικό Έφορο, μέσα σε δυο μήνες από τη διάλυση της εταιρίας (άρθρο 5 §3)[23].

7.2.5 ΑΡΣΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΩΝ ΑΠΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΩΝ.

Οι προβλεπόμενες από το Ν.Δ. 1297/1972 φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις, που απαριθμούνται και επεξηγούνται πιο πάνω, παρέχονται εφόσον κατά τη συγχώνευση ή μετατροπή συντρέχουν οι προϋποθέσεις των άρθρων 3 και 4 αυτού (άρθρο 6)[24]. Δηλαδή:

- 1) Εφόσον χρησιμοποιούνται τα εισφερθέντα ακίνητα για τις ανάγκες της συγχωνεύουσας ή συνιστώμενης εταιρίας τουλάχιστον επί μια πενταετία από τη συγχώνευση ή μετατροπή (άρθρο 3 §1).
- 2) Εφόσον το ελάχιστο όριο κεφαλαίου της συγχωνεύουσας ή συνιστώμενης εταιρίας είναι 100 εκατ. δραχμές για Α.Ε. και 50 εκατ. δραχμές για Ε.Π.Ε., και σε περίπτωση εισφοράς κλάδου σε Α.Ε. 100 εκατ. δραχμές (άρθρο 4, περ. α').
- 3) Εφόσον έχουν εκδοθεί ονομαστικές μετοχές στο σύνολο του εισφερομένου κεφαλαίου, από τις οποίες το 75% να είναι μη μεταβιβάσιμες για μια πενταετία (άρθρο 4, περ. β').

Σε περίπτωση μη τήρησης των πιο πάνω προϋποθέσεων αίρονται αυτοδικαίως οι παρεχόμενες φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις, οι οποίες σημειώνονται αναλυτικά στην παράγραφο 7.2.2 του παρόντος κεφαλαίου⁵.

7.3 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΤΟ Ν. 2166/1993 (ΑΡΘΡΑ 1 – 5).

Με τις διατάξεις των άρθρων 1 έως και 5 του νόμου 2166/1993 και με σκοπό την ενίσχυση της ιδιωτικής πρωτοβουλίας για τη δημιουργία στη χώρα ισχυρών οικονομικών μονάδων, ικανών να ανταποκριθούν στα ζητήματα που προκύπτουν από τη σύγχρονη τεχνική και οικονομική εξέλιξη, αφενός μεν

⁵ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε και στο άρθρο 6 του Ν.Δ. 1297/1972.

παρατάθηκαν οι διατάξεις του Ν.Δ. 1297/1972 για μετατροπές ή συγχωνεύσεις επιχειρήσεων μέχρι 31/12/2000, και αφετέρου δημιουργήθηκε ένα καινούργιο θεσμικό πλαίσιο για τη διευκόλυνση των επιχειρήσεων που θέλουν να συγχωνευθούν ή μετατραπούν σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.[25].

Επομένως, από την έναρξη ισχύος του νόμου αυτού (24 Αυγούστου 1993), οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να συγχωνευθούν ή να μετατραπούν σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε., μπορούν να επιλέγουν για τη συγχώνευση ή μετατροπή αυτών, είτε τις διατάξεις του Ν.Δ. 1297/1972, είτε τις διατάξεις των άρθρων 1 – 5 του ν. 2166/1993. Για να έχουν όμως εφαρμογή, οι φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις που προβλέπονται από τις διατάξεις των νομοθετημάτων αυτών, οι μετατρέπομενες ή συγχωνευόμενες επιχειρήσεις έχουν υποχρέωση να τηρούν τις προϋποθέσεις και περιορισμούς που αναφέρονται διακεκριμένα σε κάθε νόμο χωριστά, ανάλογα με τη χρησιμοποίηση του νόμου που επιλέγουν για τη μετατροπή ή συγχώνευση αυτών⁶.

7.3.1 ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΤΟΥ Ν. 2166/1993.

Οι διατάξεις των άρθρων 1 – 5 του ν. 2166/1993 έχουν εφαρμογή επί όλων γενικά, των επιχειρήσεων που θέλουν να μετατραπούν ή να συγχωνευθούν σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε. ανεξάρτητα από το αντικείμενο των εργασιών τους. Οι ίδιες διατάξεις των πιο πάνω άρθρων του ν. 2166/1993 ισχύουν και επί διάσπασης ανωνύμων εταιριών (άρθρο 1 §1 του ν. 2166/1993)[26].

⁶ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στην Εγκύκλιο του Υπ. Οικονομικών με αριθμό 1039799/1994, πολ. 1080.

Πάντως, με τη διαδικασία του ν. 2166/1993 μπορούν πλέον να μετατραπούν ή συγχωνευθούν σε ημιδαπή Α.Ε. ή Ε.Π.Ε. και τα εγκατεστημένα στη χώρα μας υποκαταστήματα αλλοδαπών Α.Ε. και Ε.Π.Ε., δυνατότητα που με βάση τις διατάξεις του Ν.Δ. 1297/1972 δεν υπήρχε προηγουμένως.

Απαραίτητη προϋπόθεση, όμως, εφαρμογής των διατάξεων των άρθρων 1 – 5 του ν. 2166/1993 στις προαναφερθείσες περιπτώσεις είναι ότι οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις θα τηρούν βιβλία τρίτης κατηγορίας του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων (Κ.Β.Σ.), και να έχουν συντάξει τουλάχιστον έναν ισολογισμό για δωδεκάμηνο ή μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (άρθρο 1 §2 του ν. 2166/1993)⁷. Ο πρώτος αυτός ισολογισμός, πάντως, δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως ισολογισμός μετασχηματισμού⁸.

7.3.2 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ Ν. 2166/1993.

Τα κύρια χαρακτηριστικά του ν. 2166/1993 (για τις συγχωνεύσεις και μετατροπές επιχειρήσεων, που γίνονται με βάση τις διατάξεις αυτού), καθώς και τα χαρακτηριστικά της διαδικασίας, που καθιερώνουν τα άρθρα 1 – 5 του ν. 2166/1993 και που τη διαφοροποιούν σημαντικά από την ανάλογη διαδικασία (μετατροπών και συγχωνεύσεων) του Ν.Δ. 1297/1972, είναι τα εξής:

⁷ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στο υπ' αριθμό 1029825/1995 έγγραφο του Υπ. Οικονομικών.

⁸ Ως «ισολογισμός μετασχηματισμού» νοείται εκείνος ο ισολογισμός που καταρτίζεται για τη μετατροπή, τη απορρόφηση και τη συγχώνευση επιχειρήσεων, για τη διάσπαση ανωνύμων εταιριών, καθώς και για την εισφορά κλάδου ή τμήματος από λειτουργούσα επιχείρηση.

7.3.2.1 ΜΗ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΩΝ.

Κατά τις διατάξεις του ν. 2166/1993, προκειμένου να προσδιορισθεί η καθαρή θέση (το εισφερόμενο κεφάλαιο⁹) των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων δεν γίνεται εκτίμηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των εταιριών αυτών. Διότι με βάση τη διαδικασία του 2166/1993, οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις συντάσσουν απλώς στη συμφωνημένη ημερομηνία ισολογισμό μετασχηματισμού. Τα στοιχεία του ισολογισμού αυτού (ο οποίος είναι ισολογισμός τέλους χρήσης για τη μετασχηματιζόμενη επιχείρηση) θα αποτελέσουν τον ισολογισμό έναρξης της νέας εταιρίας που θα προέλθει από το μετασχηματισμό (άρθρο 2 §1 του ν. 2166/1993). Συνεπώς, δεν γίνεται εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των μετασχηματιζόμενων εταιριών, αλλά απλή διαπίστωση της λογιστικής αξίας αυτών από όργανα της αρμόδιας Δ.Ο.Υ. ή από Ορκωτό Ελεγκτή ή και από την Επιτροπή Εμπειρογνομώνων του άρθρου 9 του ν. 2190/1920, που συντάσσουν σε κάθε περίπτωση σχετική έκθεση[27].

7.3.2.2 ΟΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΓΙΝΟΝΤΑΙ ΓΙΑ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟ ΤΗΣ ΝΕΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Όλες οι πράξεις, που διενεργούνται από τις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις μετά τον ισολογισμό μετασχηματισμού (οπότε κλείνει η διαχειριστική περίοδος κάθε μετασχηματιζόμενης επιχείρησης), θεωρούνται ως διενεργηθείσες για λογαριασμό της νέας εταιρίας και τα ποσά αυτών μεταφέρονται με

⁹ Ως «εισφερόμενο κεφάλαιο» θεωρείται το εταιρικό ή μετοχικό κεφάλαιο της μετασχηματιζόμενης ή το άθροισμα των κεφαλαίων των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων (άρθρο 2 §2 του ν. 2166/1993).

συγκεντρωτική εγγραφή στα βιβλία της (άρθρο 2 §6 του ν. 2166/1993). Συνέπεια αυτού είναι ότι οι μετατρεπόμενες ή συγχωνευόμενες επιχειρήσεις θα φορολογηθούν για το προκύψαν αποτέλεσμα με βάση τον κλεισθέντα ισολογισμό μετασχηματισμού[28].

7.3.2.3 ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΗΣ ΝΕΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 5 §2 του ν. 2166/1993¹⁰, το κεφάλαιο της από το μετασχηματισμό προκύπτουσας εταιρίας, πρέπει να είναι τουλάχιστον 100 εκατ. δραχμές για τις Α.Ε. και τουλάχιστον 50 εκατ. δραχμές για τις Ε.Π.Ε.

Η σχέση συμμετοχής των μετόχων της νέας Α.Ε. ή των εταίρων της νέας Ε.Π.Ε. (που προήλθαν από το μετασχηματισμό) στο κεφάλαιο αυτών, μπορεί να καθορίζεται με αποφάσεις των Γ.Σ. των μετόχων των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων (άρθρο 2 §4 του ν.2166/1993). Η διάταξη αυτή εισάγει μια σπουδαία καινοτομία – μια δυνατότητα, που δεν υπήρχε με τις διατάξεις των προηγούμενων νόμων. Με τη διάταξη αυτή καθορίζεται η σχέση ανταλλαγής των μετοχών ή μεριδίων της νέας εταιρίας με ποσοστά συμμετοχής στις μετασχηματιζόμενες σε οποιαδήποτε αναλογία – χωρίς εκτίμηση κάποιου οργάνου, αλλά με ελεύθερη συμφωνία των συμβαλλομένων[29].

Η διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης (μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται το κεφάλαιο και τα πάσης φύσης αποθέματα) γίνεται από ελεγκτικό όργανο της

¹⁰ Όπως αυτή αντικαταστάθηκε με την §9 του άρθρου 11 του ν. 2579/1998 και ισχύει από 17/02/1998.

αρμόδιας Δ.Ο.Υ. ή από Ορκωτό Ελεγκτή ή από την Επιτροπή του άρθρου 9 του ν. 2190/1920 (άρθρο 3 §2 του ν. 2166/1993¹¹)[30].

7.3.2.4 ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΗ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΜΕΡΙΔΙΩΝ Ε.Π.Ε.

Δεν υπάρχουν οι περιορισμοί του Ν.Δ. 1297/1972 εν προκειμένω. Έτσι, σε περίπτωση μετασχηματισμού επιχειρήσεων με το ν. 2166/1993, η νέα Α.Ε. μπορεί να έχει το σύνολο των μετοχών της ανώνυμες (χωρίς, πάντως, να απαγορεύονται και οι ονομαστικές), και η μεταβίβαση του συνόλου αυτών, καθώς και των εταιρικών μεριδίων της Ε.Π.Ε. είναι απόλυτα ελεύθερη¹².

7.3.2.5 ΜΕΤΑΦΟΡΑ ΖΗΜΙΑΣ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΖΟΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.

Με τις διατάξεις του άρθρου 2 §3 του ν. 2166/1993 αντιμετωπίζεται η ζημιά που ενδεχομένως έχει η μετασχηματιζόμενη επιχείρηση κατά το χρόνο του μετασχηματισμού.

Από τη δικαστική και διοικητική νομολογία έχει γίνει δεκτό ότι στις περιπτώσεις μετατροπής ή συγχώνευσης εταιριών, το ακάλυπτο ποσό ζημιάς που υπάρχει στη μετατρεπόμενη ή συγχωνευόμενη εταιρία και το οποίο αναγνωρίζεται φορολογικά, δεν μπορεί να μεταφερθεί στη νέα εταιρία για να συμψηφισθεί με

¹¹ Όπως αυτή προστέθηκε με το άρθρο 19 του ν. 2239/1995 και ισχύει από 29/09/1995.

¹² Όπως αυτή αντικαταστάθηκε με την §9 του άρθρου 7 του ν. 2386/1996.

τα φορολογικά κέρδη αυτής των επομένων ετών. Έτσι, με τις διατάξεις της §3 του άρθρου 2 του νόμου αυτού προβλέπεται ότι στις περιπτώσεις μετασχηματισμού επιχειρήσεων παρέχεται η δυνατότητα μεταφοράς της ζημιάς (τρέχουσας ή προηγούμενων χρήσεων) της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης στον ισολογισμό της νέας εταιρίας, αλλά δεν επιτρέπεται ο συμψηφισμός αυτής με μελλοντικά φορολογητέα κέρδη της[31].

7.3.3 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΑΛΛΑΓΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΙΣ ΠΟΥ ΠΑΡΕΧΕΙ Ο Ν. 2166/1993.

Στις μετασχηματιζόμενες (μετατρεπόμενες, συγχωνευόμενες, διασπώμενες) σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 2166/1993 επιχειρήσεις παρέχονται τα ακόλουθα κίνητρα:

- A) Φορολογικές απαλλαγές. Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 3 §1 του ν. 2166/1993, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος υπέρ του Δημοσίου, ως και εισφοράς ή δικαιώματος υπέρ οποιουδήποτε τρίτου[32]:
- α) Η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων.
 - β) Κάθε πράξη ή συμφωνία που αφορά την εισφορά η μεταβίβαση των στοιχείων του ενεργητικού ή παθητικού ή άλλων δικαιωμάτων και υποχρεώσεων και κάθε εμπράγματο δικαίωμα.

γ) Οι αποφάσεις των κατά το νόμο οργάνων των μετασχηματιζόμενων εταιριών.

δ) Η σχέση συμμετοχής στο κεφάλαιο της νέας εταιρίας, καθώς και κάθε άλλη συμφωνία ή πράξη που απαιτείται για το μετασχηματισμό ή τη σύσταση της νέας εταιρίας.

Β) Μεταφορά στη νέα εταιρία των φορολογικών ευεργετημάτων, που έχουν οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις. Ο νέος ν. 2166/1993, όπως και το Ν.Δ. 1297/1972, προβλέπει ότι τα φορολογικά ευεργετήματα που έχουν οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις εξακολουθούν να ισχύουν και για τη νέα επιχείρηση[33]. Έτσι, με τη διάταξη του άρθρου 3 §3 του νόμου ορίζεται ότι «σε περίπτωση μετασχηματισμού επιχειρήσεων με τις διατάξεις του παρόντος νόμου, τα παρεχόμενα φορολογικά ευεργετήματα στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις από τους αναπτυξιακούς νόμους (Ν.Δ. 4002/1259, ν. 289/1976, ν. 1262/1982, ν. 1828/1989, ν. 1882/1990 και ν. 1892/1990) ισχύουν και επί των προκυπτουσών κατά τα πιο πάνω νέων εταιριών, κατά το μέτρο που οι επιχειρήσεις αυτές δεν έκαναν χρήση των κινήτρων».

Γ) Τα αφορολόγητα αποθεματικά από μη διανεμόμενα κέρδη, που υφίστανται στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις, δεν υπόκεινται σε φορολογία. Ο νέος ν. 2166/1993, όπως και το Ν.Δ. 1297/1972, με τη διάταξη του άρθρου 3 §4 ορίζει ότι «οι αφορολόγητες κρατήσεις από τα κέρδη ή τα αφορολόγητα αποθεματικά από τα μη διανεμόμενα κέρδη, που υφίστανται στις

μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις, εφόσον μεταφέρονται και εμφανίζονται αυτούσια σε ειδικούς λογαριασμούς στη νέα εταιρία, δεν υπόκεινται σε φορολογία κατά το χρόνο του μετασχηματισμού»[34].

Δ) Μεταφορά ζημιάς στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις. Η ζημιά (υπόλοιπο ζημιών τρέχουσας ή προηγούμενων χρήσεων), που υφίσταται στο παθητικό των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων μεταφέρεται και εμφανίζεται σε ιδιαίτερο λογαριασμό στον ισολογισμό της νέας εταιρίας. Το ποσό της ζημιάς αυτής, δεν επιτρέπεται να συμψηφισθεί με τα προκύπτοντα στη νέα εταιρία κέρδη τις επόμενες χρήσεις, όπως γινόταν κατά την πρώτη εφαρμογή του ν. 2166/1993 και μέχρι ότου τροποποιηθεί η §3 του άρθρου 2 αυτού με το άρθρο 7 §9 του ν. 2386/1996[35].

Ε) Δημιουργία αφορολόγητου αποθεματικού 10% στα κέρδη της πρώτης πενταετίας. Το κίνητρο αυτό παρέχεται από το άρθρο 9 του ν. 1882/1990 και μόνο όταν πρόκειται για συγχώνευση βιοτεχνικών, βιομηχανικών, μεταλλευτικών και λατομικών επιχειρήσεων σε ομοειδή Α.Ε.[36], και αφορά την απαλλαγή από τη φορολογία εισοδήματος ποσοστό μέχρι 10% των συνολικών καθαρών κερδών που προκύπτουν από τον ισολογισμό της συνιστώμενης Α.Ε. κατά τα πέντε (5) οικονομικά έτη από το χρόνο της συγχώνευσης.

Απαραίτητη προϋπόθεση προς αυτό το σκοπό είναι ότι η από τη συγχώνευση προερχόμενη εταιρία θα πρέπει να έχει κατά το χρόνο της συγχώνευσης ολοσχερώς καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο όχι κατώτερο

των 100 εκατ. δραχμών, και οι μετοχές που αντιστοιχούν στην αξία του εισφερομένου, στη συνιστώμενη νέα εταιρία, κεφαλαίου θα πρέπει να είναι υποχρεωτικά ονομαστικές στο σύνολό τους και μη μεταβιβάσιμες κατά ποσοστό 75% του συνόλου τους επί μια πενταετία από τη συγχώνευση».

7.3.4 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ Ν. 2166/1993.

Η διαδικασία για τη μετατροπή μιας επιχείρησης σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε., καθώς επίσης και για τη συγχώνευση ή τη διάσπαση (πάντοτε κατά την έννοια του ν. 2166/1993) είναι η ίδια – σε γενικές γραμμές – που ακολουθείται όταν η μετατροπή και η συγχώνευση γίνεται με τις διατάξεις του ν. 2190/1920 και του Ν.Δ. 1297/1972.

Αναλυτικότερα, η διαδικασία για τις ανώνυμες εταιρίες σύμφωνα με το άρθρο 5 του ν. 2166/1993 έχει ως εξής^[37]:

- 1) *Λήψη απόφασης από τα αρμόδια όργανα των επιχειρήσεων (στην Α.Ε. η συνέλευση των μετόχων) για το μετασχηματισμό.* Στην ίδια απόφαση πρέπει να ορίζεται και η ημερομηνία κατάρτισης του ισολογισμού μετασχηματισμού, ο οποίος ισολογισμός θα καταρτισθεί με όλους τους κανόνες της λογιστικής και φορολογικής νομοθεσίας^{*13}.

^{*13} Θα γίνει, δηλαδή, πραγματική απογραφή και θα εξαχθεί κανονικά αποτέλεσμα μέχρι τη στιγμή εκείνη, το οποίο και θα δηλωθεί στην αρμόδια Δ.Ο.Υ., φορολογούμενο (αν είναι θετικό) στο όνομα της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης. Όλες οι πράξεις, που θα διενεργηθούν από τη μετασχηματιζόμενη επιχείρηση μετά τον ισολογισμό αυτό και μέχρι να ολοκληρωθεί ο μετασχηματισμός, θεωρούνται ότι γίνονται για λογαριασμό της νέας εταιρίας και θα μεταφερθούν (με εγγραφή στα βιβλία της).

- 2) Υποβολή αίτησης εκ μέρους της μετατρεπόμενης ή συγχωνευόμενης επιχείρησης προς την αρμόδια Δ.Ο.Υ., με την οποία να ζητεί τη διενέργεια φορολογικού ελέγχου και τη σύνταξη έκθεσης, που να περιλαμβάνει ειδικό κεφάλαιο για το ύψος της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Αν προτιμηθεί η Επιτροπή του άρθρου 9 του ν. 2190/1920, η αίτηση απευθύνεται στην οικεία Νομαρχία.
- 3) Σύνταξη του καταστατικού της νέας εταιρίας, που προέρχεται από τη μετατροπή ή συγχώνευση, και κατάρτιση της σχετικής σύμβασης σύστασης της ενώπιον συμβολαιογράφου.
- 4) Υποβολή δύο κυρωμένων αντιγράφων της πιο πάνω συμβολαιογραφικής πράξης στην οικεία Νομαρχία για έγκριση του καταστατικού και παροχή άδειας σύστασης νέας εταιρίας. Μαζί υποβάλλονται αποδεικτικό καταβολής του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου 1% και βεβαίωση του εμποροβιομηχανικού επιμελητηρίου για τον έλεγχο της επωνυμίας της εταιρίας.
- 5) Καταχώριση της πιο πάνω άδειας σύστασης της νέας εταιρίας στο Μ.Α.Ε. της οικείας Νομαρχίας (και συνεπώς απόκτηση από τη στιγμή αυτή νομικής υπόστασης της νέας εταιρίας), και δωρεάν δημοσίευση σχετικής ανακοίνωσης στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι ο ισολογισμός μετασχηματισμού, που έχει καταχωρηθεί στα βιβλία της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης (και που

σηματοδοτεί το κλείσιμο της τελευταίας διαχειριστικής περιόδου αυτής) θα καταχωρηθεί αυτούσιος και στα βιβλία της νέας εταιρίας, ως ισολογισμός έναρξης αυτής¹⁴. Έτσι, οι πράξεις που διενεργήθηκαν από τη μετασχηματιζόμενη επιχείρηση, μετά τον ισολογισμό μετασχηματισμού, για λογαριασμό της νέας εταιρίας θα μεταφερθούν με συγκεντρωτική εγγραφή στα βιβλία της νέας εταιρίας, μετά την καταχώριση του ισολογισμού έναρξης[38].

¹⁴ Σε περίπτωση συγχώνευσης επιχειρήσεων, ως ισολογισμός έναρξης στη νέα ή την απορροφούσα εταιρία θα καταχωρηθεί ο ενσωματωμένος ισολογισμός των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Τότσης Ν. Χρήστος, Κώδικας Φορολογικών Κινήτρων (με ερμηνευτικές λύσεις του Υπουργείου Οικονομικών και τη Δικαστική Νομολογία), 8^η έκδοση, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 1999,σελ. 469.
2. Λεβαντής Φ. Ελευθέριος, Το Δίκαιο των Εμπορικών Εταιριών (Τόμος Δ', Ανώνυμες Εταιρίες), Εκδόσεις ΑΝΤ. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1989, σελ. 1657 –1658.
3. Λεονταρής Κ. Μιλτιάδης, Μετατροπή – Συγχώνευση – Διάσπαση Εταιριών, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 2000, σελ. 265 – 266.
4. Λεονταρής, ό.π., σελ. 263.
5. Σακκέλης Ι. Εμμανουήλ, Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως – Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων – Συγχωνεύσεις και Μετατροπές Εταιριών, 2^η έκδοση, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, 1994, σελ. 295.
6. Τότσης, ό.π., σελ. 501.
7. Σακκέλης, ό.π., σελ. 297.
8. Σακκέλης, ό.π., σελ. 297 – 298.
9. Λεονταρής, ό.π., σελ. 267.

10. Σακκέλης, ό.π., σελ. 279 – 283.
11. Λεονταρής, ό.π., σελ. 267 – 268.
12. Τότσης, ό.π., σελ. 484.
13. Τότσης, ό.π., σελ. 485.
14. Τότσης, ό.π., σελ. 487 – 488.
15. Σακκέλης, ό.π., σελ. 286 – 287.
16. Σακκέλης, ό.π., σελ. 292.
17. Λεονταρής, ό.π., σελ. 268.
18. Σακκέλης, ό.π., σελ. 291.
19. Λεονταρής, ό.π., σελ. 269 – 270.
20. Τότσης, ό.π., σελ. 491 – 492.
21. Λεονταρής, ό.π., σελ. 270.
22. Σακκέλης Ι, ό.π., σελ. 294 – 295.

23. Σακκέλης, ό.π., σελ. 295.
24. Λεονταρής, ό.π., σελ. 271.
25. Τότσης, ό.π., σελ. 446.
26. Λεονταρής, ό.π., σελ. 301.
27. Σακκέλης, ό.π., σελ. 308 – 309.
28. Σακκέλης, ό.π., σελ. 314.
29. Λεονταρής, ό.π., σελ. 302.
30. Σακκέλης, ό.π., σελ. 308 – 309.
31. Λεονταρής, ό.π., σελ. 303.
32. Τότσης, ό.π., σελ. 461 – 462.
33. Λεονταρής, ό.π., σελ. 303.
34. Σακκέλης, ό.π., σελ. 322.
35. Λεονταρής, ό.π., σελ. 304.

36. Λεονταρής, ό.π., σελ. 304.

37. Λεονταρής, ό.π., σελ. 304 – 305.

38. Σακκέλης, ό.π., σελ. 328 – 329.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΟΟ

Ο ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΩΝ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

8.1 ΓΕΝΙΚΑ

Ο έλεγχος των συγκεντρώσεων επιχειρήσεων αποτελούσε πάντα ένα κρίσιμο ζήτημα για όλα τα κράτη που σέβονταν τους νόμους τους και που αποζητούσαν την εγκαθίδρυση ενός καθεστώτος ανάθετου ανταγωνισμού. Η αλματώδης τεχνολογική εξέλιξη, καθώς και η τεράστια έκταση που πήραν οι διεθνείς συναλλαγές ανά τον κόσμο σε μια διαρκώς αναπτυσσόμενη χωρίς σύνορα αγορά, αύξησαν σε σημαντικό βαθμό το ρόλο των επιχειρήσεων (ιδιαίτερα εκείνων που λειτουργούν με τη μορφή Α.Ε.), και οδήγησαν βαθμιαία στη συγκέντρωση της οικονομίας σε οικονομικούς ομίλους και συνασπισμούς.

Στην χώρα μας το όλο θέμα ρυθμίζεται από το ν. 703/1977, που αναφέρεται στις συγκεντρώσεις επιχειρήσεων με εθνικό ενδιαφέρον, σε συνδυασμό με τους κοινοτικούς Κανονισμούς 4064/1989 και 1310/1997, που αφορούν τις συγκεντρώσεις επιχειρήσεων που οι δραστηριότητές τους ξεφεύγουν από τα εθνικά σύνορα και απλώνονται σε όλη την κοινή αγορά (συγκεντρώσεις με κοινοτική διάσταση). Ειδικότερα:

8.2 Ο ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΩΝ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΕΝΝΟΜΗ ΤΑΞΗ.

Στην ελληνική έννομη τάξη, ο έλεγχος των συγκεντρώσεων των επιχειρήσεων, έπειτα από τις σχετικές τροποποιήσεις του ν. 703/1977 «Περί Ελέγχου Μονοπωλίων και Ολιγοπωλίων και Προστασίας του Ελεύθερου Ανταγωνισμού», ρυθμίστηκε με το ν. 2296/1995, που τροποποίησε το ν. 703, ο οποίος αποτελεί και το ισχύον καθεστώς[1]. Η ρύθμιση αυτή περιλαμβάνεται στις διατάξεις των άρθρων 4 (συγκέντρωση επιχειρήσεων), 4α (γνωστοποίηση συγκεντρώσεων επιχειρήσεων), 4β (προηγούμενη γνωστοποίηση συγκεντρώσεων επιχειρήσεων), 4γ (έλεγχος των συγκεντρώσεων επιχειρήσεων), 4δ (διαδικασία προληπτικού ελέγχου συγκεντρώσεων), 4ε (αναστολή πραγματοποίησης της συγκέντρωσης) και 4στ (υπολογισμός των μεριδίων αγοράς και του κύκλου εργασιών) του ν. 703/1977, όπως ισχύει.

8.2.1 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΑΡΘΡΟ 4 ΤΟΥ Ν. 703/1977).

Κατά τη διάταξη του άρθρου 4 §2 του ν. 703/1977, ως «συγκέντρωση» καλείται:

α) Η συγχώνευση με οποιοδήποτε τρόπο δύο ή περισσότερων προηγουμένως ανεξάρτητων επιχειρήσεων, ή β) Η απόκτηση, άμεσα ή έμμεσα, του ελέγχου του συνόλου ή τμημάτων μιας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων.

Ως «έλεγχος», κατά τις διατάξεις του ίδιου νόμου, καλείται η δυνατότητα καθοριστικής επίδρασης στη δραστηριότητα μιας επιχείρησης, δηλονότι η επιχείρηση που ελέγχει μόνον αυτή μπορεί να αποφασίσει για τις εμπορικές

δραστηριότητες της ελεγχόμενης επιχείρησης (άρθρο 4 §3). Έτσι, «ο αποκτών τον έλεγχο» είναι εκείνο το πρόσωπο ή τα πρόσωπα και οι επιχειρήσεις που: α) είναι υποκείμενα δικαιωμάτων κυριότητας ή επικαρπίας επί του συνόλου ή μέρους των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, ή δικαιούχοι συμβάσεων που παρέχουν δυνατότητα καθοριστικής επίδρασης στη σύνθεση, στις συσκέψεις, ή στις αποφάσεις των οργάνων μιας επιχείρησης, β) χωρίς να είναι υποκείμενα των πιο πάνω δικαιωμάτων ή δικαιούχοι από τις πιο πάνω συμβάσεις, δικαιούνται να ασκούν και τα δικαιώματα εκείνα που απορρέουν από τις συμβάσεις (άρθρο 4 §4)[2]. Συνεπώς, ο έλεγχος άλλοτε είναι μονομερής, και άλλοτε κοινός. Πιο συγκεκριμένα:

- α) *Μονομερής έλεγχος* είναι εκείνος ο έλεγχος, στον οποίο κάποιος έχει τη δυνατότητα να καθορίζει την εμπορική στρατηγική της ελεγχόμενης επιχείρησης και τη θέση της στον ανταγωνισμό, χωρίς όμως άλλος ενδιαφερόμενος να μπορεί να εμποδίσει τον καθορισμό αυτό (veto)[3].
- β) *Κοινός έλεγχος* συντρέχει όταν δύο ή περισσότερες εταιρίες πρέπει να συμφωνήσουν σε αποφάσεις που αφορούν τις δραστηριότητες της ελεγχόμενης κοινής επιχείρησης[4]. Έτσι, κοινό έλεγχο έχουν δύο μητρικές εταιρίες σε κοινή θυγατρική με ίση συμμετοχή (50 – 50) ή περισσότερες, όταν καθεμιά έστω και μειοψηφικής συμμετοχής έχει δικαίωμα veto (αρνησικυρίας)[5], ή όταν περισσότερες επιχειρήσεις κατέχουν πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου των δικαιωμάτων ψήφου της ελεγχόμενης κοινής επιχείρησης^{*1}, εφόσον οι πραγματικές

*1 Ως «κοινή επιχείρηση» (joint venture) μπορούμε να ορίσουμε εκείνη τη συνένωση δραστηριοτήτων ή τμημάτων δραστηριοτήτων δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων που έχει τα εξής χαρακτηριστικά : α) Αποτελεί κοινή θυγατρική

και νομικές περιστάσεις υποδηλώνουν σύγκλιση των οικονομικών τους συμφερόντων και σκόπιμη κοινή πολιτική[7].

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η έννοια της συγχώνευσης δεν δίνεται από το ν. 703/1977. Συνεπώς, ως «συγχώνευση» θα πρέπει να νοείται καταρχήν η πλήρης νομική συγχώνευση μέσω απορρόφησης μιας άλλης επιχείρησης, που λύεται χωρίς εκκαθάριση και παύει να υπάρχει, ή μέσω σύστασης νέας εταιρίας. Σε κάθε περίπτωση, συγχώνευση σημαίνει ύπαρξη εφεξής μιας ενιαίας νομικής οντότητας. Ωστόσο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει δεχθεί ότι υπό τον όρο συγχώνευση μπορεί να νοείται, σε ορισμένες περιπτώσεις, και η συνένωση επιχειρήσεων, όταν αυτές εξακολουθούν να διατηρούν τη νομική προσωπικότητά τους χωριστά, αλλά εντούτοις αποτελούν πλέον μια ενιαία οικονομική ενότητα²[8].

8.2.2 ΑΠΛΗ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ (ΑΡΘΡΟ 4α ΤΟΥ Ν. 703/1977).

Ο νομοθέτης για ορισμένες συγκεντρώσεις επιχειρήσεων απαιτεί απλώς τη μεταγενέστερη από την πραγματοποίηση της συγκέντρωσης γνωστοποίηση της προς την Επιτροπή Ανταγωνισμού³. Πρόκειται για μικρής εμβέλειας και σημασίας συγκεντρώσεις (άρθρο 4α §1, όπως ισχύει μετά το άρθρο 9 §2 του ν.

επιχείρηση υπό τον κοινό έλεγχο των μητρικών επιχειρήσεων που κατά τα λοιπά είναι ανεξάρτητες χωρίς να βρίσκονται μεταξύ τους σε σχέση ελέγχου και ελεγχόμενου. β) Κάθε μητρική επιχείρηση συμβάλλει ουσιαστικά εισφέροντας στην κοινή. γ) Η κοινή επιχείρηση λειτουργεί ως αυτοτελής επιχειρηματική μονάδα, και δ) Αναπτύσσει ίδιες ιδέες νέες επιχειρηματικές ικανότητες από άποψη παραγωγικότητας, τεχνολογίας νέων προϊόντων και νέων αγορών[6].

² Στο δικαίό μας, αντίστοιχο φαινόμενο θα αποτελούσε απόσχιση κλάδου ή κλάδων, ή «διοικητική ενοποίηση» επιχειρήσεων ομίλου, καθώς για τη συγκέντρωση δεν είναι απαραίτητο το αποκτώμενο τμήμα, κλάδος μιας εταιρίας να έχει νομική προσωπικότητα[9].

³ Όργανο εφαρμογής των κανόνων του ελεύθερου ανταγωνισμού είναι η Επιτροπή Ανταγωνισμού. Η Επιτροπή Ανταγωνισμού είναι «αρμόδια για την τήρηση των διατάξεων του παρόντος νόμου» (άρθρο 86 §1 του ν. 703) και αποτελεί ανεξάρτητη αρχή με διοικητική αυτοτέλεια, εποπτευόμενη από τον Υπουργό Ανάπτυξης (άρθρο 8 §1).

2741/1999), των οποίων η γνωστοποίηση δεν έχει σκοπό ελέγχου αλλά κυρίως πληροφοριακό χαρακτήρα για τις αρχές και την αγορά[10].

Κατά τις διατάξεις του ν. 703/1977 (άρθρο 4α §2), υπόχρεα πρόσωπα (φυσικά ή νομικά) προς γνωστοποίηση είναι[11]: α) Σε περίπτωση που η συγκέντρωση αποτελεί αντικείμενο συμφωνίας των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σ' αυτήν, η καθεμιά απ' αυτές, και β) Σε όλες τις άλλες περιπτώσεις, τα πρόσωπα, οι επιχειρήσεις ή ομάδες προσώπων ή επιχειρήσεων, που αποκτούν έλεγχο στο σύνολο ή σε τμήματα μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων.

Η συγκέντρωση πρέπει να γνωστοποιηθεί στην Επιτροπή Ανταγωνισμού, μέσα σε προθεσμία ενός μηνός από την πραγματοποίησή της. «Πραγματοποιήσιμη» νοείται η ολοκλήρωση της διαδικασίας συγκέντρωσης, δηλαδή η συγχώνευση ή απόκτηση των δικαιωμάτων ελέγχου (άρθρο 4α §3).

Τέλος, σε περίπτωση υπαίτιας παραβίασης της υποχρέωσης γνωστοποίησης, η Επιτροπή Ανταγωνισμού επιβάλλει πρόστιμο σε κάθε υπόχρεο προς γνωστοποίηση τουλάχιστον 1 εκατ. δραχμών, το οποίο (πρόστιμο) δεν μπορεί να υπερβαίνει το 5% του συνολικού κύκλου εργασιών όλων των επιχειρήσεων (άρθρο 4α §4, όπως ισχύει μετά το άρθρο 9 §2 του ν. 2741/1999).

8.2.3 ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ (ΑΡΘΡΟ 4Β ΤΟΥ Ν. 703/1977).

Η εξασφάλιση αποτελεσματικού ελέγχου των συγκεντρώσεων επιχειρήσεων, που έχουν εθνική υπόσταση σύμφωνα με τα ποσοτικά όρια που καθορίζει ο

νόμος, προϋποθέτει εκ των προτέρων κοινοποίησή τους στην Επιτροπή Ανταγωνισμού (άρθρο 4β §1, όπως ισχύει μετά το άρθρο 9 §3 του ν. 2741/1999). Πρόκειται για σύστημα *προληπτικού ελέγχου* των συγκεντρώσεων επιχειρήσεων με βάση το υποβαλλόμενο σχέδιο συγκέντρωσης.

Υπόχρεοι προς γνωστοποίηση είναι καθεμιά επιχείρηση ή τα άτομα που είναι υπόχρεα και για την υποβολή της απλής γνωστοποίησης[12].

Σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου (άρθρο 4β §1 του ν. 703/1977), κάθε συγκέντρωση επιχειρήσεων πρέπει να γνωστοποιείται στην Επιτροπή Ανταγωνισμού μέσα σε δέκα (10) ημέρες από τη σύναψη της συμφωνίας ή τη δημοσίευση της προσφοράς ή ανταλλαγής ή την απόκτηση συμμετοχής που να εξασφαλίζει τον έλεγχο της επιχείρησης (άρθρο 4β §1, εδ.1). Εξάλλου, σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 4β §2, η προθεσμία των δέκα (10) ημερών αρχίζει από την επέλευση της πρώτης από τις ως άνω πράξεις, και βέβαια πριν από την πραγματοποίησή της, καθώς άλλη ερμηνεία πλην αυτής δεν θα συμβιβαζόταν με το πνεύμα του προληπτικού ελέγχου συγκεντρώσεων, που προβλέπει ο νόμος.

Η Επιτροπή Ανταγωνισμού έκρινε ότι, *επί συγχώνευσης (ανωνύμων) εταιριών με απορρόφηση*, ως ημερομηνία κατάρτισης της συμφωνίας είναι η ημέρα υπογραφής της συμβολαιογραφικής πράξης συγχώνευσης, και όχι η ημέρα υπογραφής του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης από τα Δ.Σ. των συγχωνευομένων εταιριών[13]. Συνεπώς, από την ημερομηνία γνωστοποίησης, αρχίζει η πρώτη φάση της διαδικασίας ελέγχου της συγκέντρωσης. Μέσα σε

διάστημα ενός (1) μηνός ή πιστοποιείται αρνητικά ότι δεν συντρέχει θέμα εφαρμογής του άρθρου 4β (αρνητική πιστοποίηση), ή αν διαπιστωθεί ότι εμπίπτει η υπόθεση στη διάταξη του άρθρου 4β εισάγεται στην Επιτροπή Ανταγωνισμού (άρθρο 4δ §§2-3). Σε κάθε όμως περίπτωση αναστέλλεται η πραγματοποίηση της συγκέντρωσης κατά τους όρους του άρθρου 4ε του νόμου.

Η κύρωση, τέλος, για την περίπτωση υπαίτιας παράβασης και εκπρόθεσμης προηγούμενης γνωστοποίησης είναι η επιβολή σε καθέναν από τους υπόχρεους προς γνωστοποίηση προστίμου ύψους τουλάχιστον 5 εκατ. δραχμών, το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 7% του συνολικού κύκλου εργασιών (άρθρο 4β §4, όπως ισχύει μετά το άρθρο 9 §4 του ν. 2741/1999)

8.2.4 ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΗΣ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗΣ (ΑΡΘΡΟ 4γ ΤΟΥ Ν. 703/1977).

Κατά τη διάταξη του άρθρου 4γ §1 του ν. 703/1977, η Επιτροπή Ανταγωνισμού ελέγχει τη δυνατότητα μιας συγκέντρωσης να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό, κατά την έννοια του άρθρου 1⁴, μέσα στην εθνική αγορά ή σε σημαντικό, σε συνάρτηση με τα χαρακτηριστικά των προϊόντων ή των υπηρεσιών, τμήμα της και ιδίως με τη δημιουργία ή ενίσχυση δεσπόζουσας θέσης. Πιο συγκεκριμένα:

⁴Αντικείμενα τόσο του άρθρου 1, όσο και των άρθρων 2 και 2α του ν. 703 (απαγορευτικοί κανόνες) είναι οι συμπράξεις των επιχειρήσεων, ως οι συμφωνίες, οι αποφάσεις και η εναρμονισμένη πρακτική (άρθρο 1 του ν. 703, αντίστοιχο του άρθρου 81 Ε.Κ.), η καταχρηστική εκμετάλλευση δεσπόζουσας θέσης (άρθρο 2 του ν. 703, αντίστοιχο του άρθρου 82 Ε.Κ.), και η καταχρηστική εκμετάλλευση της σχετικής οικονομικής εξάρτησης ως υποπερίπτωση του γενικού απαγορευτικού κανόνα του άρθρου 2 (άρθρο 2α του ν. 703, αντίστοιχο του άρθρου 82 Ε.Κ.). Τέλος, η βασική διαφορά μεταξύ των δύο κανόνων (άρθρα 81 και 82) βρίσκεται στο ότι το άρθρο 81 (αντίστοιχο άρθρο 1 του ν. 703) κατευθύνεται κατά της «δημιουργίας», ενώ το άρθρο 82 (αντίστοιχο άρθρο 2 και 2α του ν. 703) κατευθύνεται κατά της «εκμετάλλευσης» αυτής της δύναμης στην αγορά.

8.2.4.1 ΒΑΣΕΙΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ.

Για την εκτίμηση «της δυνατότητας περιορισμού του ανταγωνισμού από τη συγκέντρωση» λαμβάνονται υπόψη κυρίως η διάρθρωση όλων των σχετικών αγορών (τοπική, πανελλαδική), ο πραγματικός ή δυνητικός ανταγωνισμός από επιχειρήσεις που είναι εγκατεστημένες εντός ή εκτός Ελλάδας, η ύπαρξη νομικών ή πραγματικών εμποδίων εισόδου στην αγορά, η θέση των ενδιαφερομένων επιχειρήσεων στην αγορά και η πρόσβασή τους στις πηγές εφοδιασμού ή στις αγορές διάθεσης των προϊόντων[14]. Επίσης, κατά τη διάρκεια της πιο πάνω εκτίμησης, λαμβάνονται υπόψη συχνά η εξέλιξη της προσφοράς και της ζήτησης των οικείων αγαθών και υπηρεσιών, τα συμφέροντα των ενδιάμεσων και τελικών καταναλωτών, καθώς και η συμβολή στην εξέλιξη της τεχνικής και οικονομικής προόδου, υπό τον όρο ότι η εξέλιξη αυτή είναι προς το συμφέρον των καταναλωτών, και δεν αποτελεί εμπόδιο για τον ανταγωνισμό (άρθρο 4γ §2).

Αντίθετα, κατά το κοινοτικό δίκαιο, οι εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ύπαρξη ή όχι απαγορευμένης συγκέντρωσης λόγω «δημιουργίας ή ενίσχυσης δεσπόζουσας θέσης με αποτέλεσμα να παρακωλύεται σε σημαντικό βαθμό ο ουσιαστικός ανταγωνισμός στην κοινή αγορά ή σε σημαντικό τμήμα της» (άρθρο 2 §3 του Καν. 4064/1989), πρέπει να τοποθετούνται στα γενικά πλαίσια της επίτευξης των βασικών στόχων του άρθρου 2 της Συνθήκης[15], συμπεριλαμβανομένου και του στοιχείου της ενίσχυσης της οικονομικής και κοινωνικής συνοχής της Κοινότητας, την οποία προβλέπει το άρθρο 158 (πρώην 130α) της Συνθήκης. Συνεπώς, η πολιτική που εφαρμόζει η χώρα μας

επί των συγκεντρώσεων θεωρείται πιο περιορισμένη, καθώς εντάσσεται ως μέρος της γενικής στρατηγικής του ανταγωνισμού για την εξασφάλιση στους καταναλωτές των επιθυμητών αγαθών στις χαμηλότερες δυνατές τιμές με τις μικρότερες θυσίες πόρων[16].

8.2.4.2 Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ.

Η Επιτροπή Ανταγωνισμού, σύμφωνα με την ευχέρεια που της παρέχει ο νόμος, έχει διάφορες δυνατότητες μέσα σε προθεσμία δύο (2) μηνών από την εισαγωγή της υπόθεσης σ' αυτήν[17]:

- α) *Να απαγορεύσει τη συγκέντρωση.* Η συγκέντρωση επιχειρήσεων που έχει «τη δυνατότητα περιορισμού της αγοράς» δεν θεωρείται χωρίς άλλο απαγορευμένη, καθώς η διάταξη του άρθρου 4γ δεν διατυπώνεται ως απαγορευτικός κανόνας, όπως οι τρεις απαγορευτικοί κανόνες των άρθρων 1, 2 και 2α του ν. 703/1977. Απαιτείται απόφαση της Επιτροπής Ανταγωνισμού με την οποία να απαγορεύεται η συγκέντρωση (άρθρο 4δ §6, εδ.1). Συνεπώς, πρόκειται για απόφαση διαπλαστική, όχι αναγνωριστική[18]. Τον ίδιο χαρακτήρα έχουν και οι αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τόσο ως προς το συμβατό χαρακτήρα συγκέντρωσης με την κοινή αγορά, όσο και ως προς το ασυμβίβαστο αυτής με την κοινή αγορά (άρθρο 2 §§2-3 του Καν. 4064/1989). Η απόφαση της Επιτροπής Ανταγωνισμού κοινοποιείται στις συμμετέχουσες επιχειρήσεις μέσα σε δέκα (10) ημέρες από την έκδοση της (άρθρο 4δ §6, εδ. 2).

- β) Να επιβάλλει στις συμμετέχουσες στη συγκέντρωση επιχειρήσεις *δεσμευτικές τροποποιήσεις* ώστε να μην περιορίζεται ο ανταγωνισμός, και να εκδώσει σχετική απόφαση που να επιτρέψει την πραγματοποίηση της συγκέντρωσης με όρους διασφαλιστικούς για την τήρηση των υποχρεώσεων που ανέλαβαν (άρθρο 4δ §§4-5).
- γ) Η Επιτροπή δικαιούται να *ανακαλέσει απόφασή της*, με την οποία επέτρεψε την πραγματοποίηση της συγκέντρωσης υπό όρους, αν αυτή είχε εκδοθεί βασισμένη σε ανακριβή ή παραπλανητικά στοιχεία, λόγω παράβασης των τεθέντων όρων και δεσμεύσεων (άρθρο 4δ §10). Το ίδιο δικαίωμα έχει και Πρόεδρος της Επιτροπής για την «αρνητική πιστοποίηση» που εκδίδει με βάση το άρθρο 4δ §2[19].

8.2.4.3 ΔΙΥΠΟΥΡΓΙΚΗ ΕΓΚΡΙΣΗ ΑΠΑΓΟΡΕΥΘΕΙΣΗΣ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗΣ.

Συγκέντρωση που απαγορεύθηκε από την Επιτροπή Ανταγωνισμού, επιτρέπεται να εγκριθεί μεταγενέστερα με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Ανάπτυξης. Αυτό συμβαίνει, όταν η συγκέντρωση παρουσιάζει γενικότερα οικονομικά πλεονεκτήματα (π.χ. συμβάλλει στον εκσυγχρονισμό της παραγωγής, στην προσέλκυση επενδύσεων, στη δημιουργία θέσεων απασχόλησης, κ.λ.π.), τα οποία αντισταθμίζουν τον περιορισμό του ανταγωνισμού που θα προκύψει από αυτή τη συγκέντρωση ή κρίνεται απαραίτητη για την εξυπηρέτηση υπέρτατου δημοσίου συμφέροντος (άρθρο 4γ §3)[20].

Η απόφαση αυτή μπορεί να προκληθεί από τους ενδιαφερόμενους μετά από αίτησή τους, που υποβάλλεται μέσα σε ένα (1) μήνα από την κοινοποίηση της απόφασης της Επιτροπής Ανταγωνισμού, με την οποία απαγορεύεται η συγκέντρωση. Η διυπουργική απόφαση εκδίδεται μέσα σε προθεσμία δύο (2) μηνών από την υποβολή της αιτήσεως, ενώ η παρέλευση άπρακτης της πιο πάνω δέμηνης προθεσμίας ισοδυναμεί με απόρριψη της αίτησης (άρθρο 4δ §7).

8.2.4.4 Η ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΑΝΑΣΤΟΛΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗΣ (ΑΡΘΡΟ 4ε).

Η πραγματοποίηση της συγκέντρωσης που ασκείται με καθεσώς προηγούμενης γνωστοποίησης και προληπτικού ελέγχου απαγορεύεται (άρθρο 4ε), έτσι ώστε να μη δημιουργούνται τελειωμένες καταστάσεις. Για το λόγο αυτό επιβάλλεται εκ του νόμου αναστολή πραγματοποίησης της συγκέντρωσης μέχρι την έκδοση της απόφασης από το κατ' ιδίαν αρμόδιο όργανο (τον Πρόεδρο της Επιτροπής Ανταγωνισμού, την Επιτροπή Ανταγωνισμού, ή τους Υπουργούς Εθνικής Οικονομίας και Ανάπτυξης)[21].

Σε περίπτωση παράβασης της απαγόρευσης, η Επιτροπή Ανταγωνισμού επιβάλλει στους υπόχρεους προς γνωστοποίηση πρόστιμο ύψους τουλάχιστον 10 εκατ. δραχμών, το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 15% του συνολικού κύκλου εργασιών (άρθρο 4ε §1, όπως ισχύει μετά το άρθρο 9 §7 του ν. 2741/1999).

Τέλος, μοναδική περίπτωση, στην οποία ο νομοθέτης προβλέπει παρέκκλιση από την πιο πάνω αρχή είναι εκείνη κατά την οποία η Επιτροπή Ανταγωνισμού επιτρέπει την πραγματοποίηση κάποιας συγκέντρωσης, ύστερα από σχετική αίτηση, και εφόσον «πρόκειται να αποφευχθούν σοβαρές ζημιές σε βάρος μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων, τις οποίες αφορά η πράξη συγκέντρωσης, ή σε βάρος τρίτου» (άρθρο 4ε §3). Η άδεια αυτή παρέκκλισης μπορεί να ζητείται και να παρέχεται οποτεδήποτε, είτε πριν από τη γνωστοποίηση, είτε μετά τη συναλλαγή, συνεπώς και επί εκπρόθεσμης γνωστοποίησης[22].

8.2.5 ΕΝΔΙΚΗ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ.

- A) Δικαστική προσφυγή. Οι αποφάσεις της Επιτροπής Ανταγωνισμού και των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Ανάπτυξης που εκδίδονται με βάση τη διάταξη του άρθρου 4γ §3, υπόκεινται σε προσφυγή ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών μέσα σε προθεσμία είκοσι (20) ημερών από την κοινοποίησή τους (άρθρο 14 §1)[23].
- B) Αναστολή εκτέλεσης των εκδιδόμενων κατ' εφαρμογή του νόμου πράξεων. Η άσκηση προσφυγής δεν αναστέλλει την εκτέλεση της απόφασης της Επιτροπής Ανταγωνισμού. Σε περίπτωση, όμως, ύπαρξης σημαντικού λόγου, ύστερα από αίτηση του ενδιαφερομένου, δύναται ο Πρόεδρος του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών να αναστείλει εν όλω ή εν μέρει ή υπό όρους την εκτέλεση της απόφασης, κατά της οποίας ασκήθηκε προσφυγή (άρθρο 10 §2)[24].

- Γ) Νομιμοποιούμενοι στην άσκηση της προσφυγής. Δικαίωμα προσφυγής, κατά τις διατάξεις του άρθρου 14 §3 έχουν[25]:1) Οι επιχειρήσεις ή ενώσεις επιχειρήσεων, κατά των οποίων εκδόθηκε η απόφαση, 2) εκείνος που υπέβαλε καταγγελία για παράβαση των διατάξεων του παρόντος νόμου, 3) το Δημόσιο δια του Υπουργού Ανάπτυξης, και 4) οποιοσδήποτε τρίτος που έχει έννομο συμφέρον.
- Δ) Προθεσμία εκδίκασης προσφυγής. Η προσφυγή πρέπει να εκδικάζεται εντός ενός (1) τριμήνου από την ημέρα που περιήλθε στο Διοικητικό Εφετείο Αθηνών (άρθρο 14 §4).
- Ε) Ένδικο μέσα κατά των αποφάσεων του Διοικητικού Εφετείου. Κατά των πιο πάνω αποφάσεων του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, επιτρέπεται αίτηση αναίρεσως ενώπιον του Συμβουλίου της Επικρατείας (Σ.τ.Ε.) στους διατελέσαντες διαδίκους κατά την ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών δίκη. Η αίτηση αναίρεσως ασκείται και συζητείται σύμφωνα με τις κείμενες, περί αναίρεσως ενώπιον του Σ.τ.Ε., διατάξεις (άρθρο 15 §1)[26].

8.3 Ο ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΩΝ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΚΟΙΝΟΤΙΚΗ ΕΝΝΟΜΗ ΤΑΞΗ.

Η εγκαθίδρυση ενός καθεστώτος ανόθευτου ανταγωνισμού ήταν από τα θεμελιώδη μέσα για τη δημιουργία κοινής αγοράς στην Κοινότητα (άρθρο 3 της Συνθήκης). Ουσιαστικός στόχος, η ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς για το

1992[27]. Η κατάργηση ωστόσο των εσωτερικών συνόρων οδήγησε φυσιολογικά και οδηγεί συνεχώς σε νέες αναδιαρθρώσεις των επιχειρήσεων σε κοινотικό και εθνικό επίπεδο, με τη μορφή των συγκεντρώσεων. Η εξέλιξη αυτή έτυχε ευνοϊκής υποδοχής ως συμβιβαστή με τις επιταγές ενός δυναμικού ανταγωνισμού και θεωρήθηκε ότι μπορούσε να τονώσει τον ανταγωνισμό, κυρίως της ευρωπαϊκής βιομηχανίας έναντι των μεγάλων ανταγωνιστών στην παγκόσμια αγορά (Η.Π.Α., Ιαπωνία), και να βελτιώσει τους όρους ανάπτυξης και το βιοτικό επίπεδο στην Κοινότητα[28]. Έτσι, έπρεπε να διασφαλισθεί ότι η διαδικασία αναδιάρθρωσης δεν θα αποδεικνυόταν στην διάρκεια του χρόνου επιβλαβής για τον ανταγωνισμό, και γι' αυτό έπρεπε να «ρυθμιστεί»[29].

Τα άρθρα 81 (πρώην 85)⁵ και 82 (πρώην 86)⁶ της Συνθήκης θεωρήθηκε ότι δεν επαρκούσαν για να συμπεριλάβουν όλες τις συγκεντρώσεις που ήταν ενδεχόμενο να αποδεικνύονταν ως ασυμβίβαστες με το σύστημα του ανόθευτου ανταγωνισμού. Αυτό, διότι ενώ το άρθρο 81 ήταν κατάλληλο να ελέγξει ορισμένες μόνο μορφές κοινών επιχειρήσεων (joint ventures)[30], ούτε αυτό ούτε το άρθρο 82[31] ήταν πρόσφορα για τον έλεγχο όλων των μορφών συγκεντρώσεων και συγχωνεύσεων, ως και μορφών συγκεντρώσεων με τις οποίες θα μπορούσε να δημιουργηθεί το πρώτον δεσπάζουσα θέση (dominant position)⁷[32]. Χρειαζόταν έτσι νέα νομοθετική ρύθμιση με τη μορφή

⁵ Το άρθρο 81 θεωρεί ασυμβίβαστες με την κοινή αγορά και απαγορεύει τις συμπράξεις των επιχειρήσεων, ως συμφωνίες, αποφάσεις και εναρμονισμένες πρακτικές, που δύνανται να επηρεάσουν το εμπόριο μεταξύ των κρατών μελών και που έχουν ως αντικείμενο ή αποτέλεσμα την παρεμπόδιση, τον περιορισμό ή τη νόθευση του ανταγωνισμού μέσα στην κοινή αγορά.

⁶ Το άρθρο 86 θεωρεί ασυμβίβαστη με την κοινή αγορά και απαγορεύει την καταχρηστική εκμετάλλευση της δεσπάζουσας θέσης των επιχειρήσεων μέσα στην κοινή αγορά ή σε σημαντικό μέρος κατά το μέτρο που μπορεί να επηρεάσει το εμπόριο των κρατών μελών.

⁷ Το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (ΔΕΚ), ως «δεσπάζουσα θέση» θεωρεί τη θέση οικονομικής δύναμης που απολαμβάνει μια επιχείρηση και της δίνει τη δυνατότητα να παρεμποδίσει τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό που διατηρείται στη σχετική αγορά δίνοντας της τη δύναμη να συμπεριφέρεται σε σημαντικό βαθμό ανεξάρτητα από τους ανταγωνιστές της, τους πελάτες και τέλος τους καταναλωτές.

κανονισμού, που θα εξασφάλιζε τον αποτελεσματικότερο έλεγχο όλων των συγκεντρώσεων ανάλογα με τις επιπτώσεις στη δομή του ανταγωνισμού. Ο κανονισμός αυτός έπρεπε να θεμελιώνεται όχι μόνο στη διάταξη του άρθρου 87 της Συνθήκης, αλλά κυρίως στο άρθρο 308 (πρώην 235) της Συνθήκης του Άμστερνταμ, δυνάμει του οποίου η Κοινότητα μπορεί να αναλαμβάνει πρόσθετες εξουσίες δράσης που είναι αναγκαίες για την επίτευξη των σκοπών της[33].

8.3.1 Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (Ε.Ο.Κ.) ΑΡΙΘΜ. 4064/1989.

Οι διατάξεις που θα έπρεπε να ισχύσουν για τις διαρθρωτικές μεταβολές των οποίων τα αποτελέσματα στην αγορά θα υπερέβαιναν τα εθνικά σύνορα ενός κράτους μέλους, είχαν αρχίσει να αποτελούν αντικείμενο εξέτασης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ήδη από το 1973, και ήταν ο καθοριστικός χρονικός στόχος «1992» για την ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς που οδήγησε το Συμβούλιο στην έκδοση του «Κανονισμού (Ε.Ο.Κ.) αριθμ. 4064 του Συμβουλίου της 21^{ης} Δεκεμβρίου 1989 για τον Έλεγχο των Συγκεντρώσεων μεταξύ Επιχειρήσεων» (Επίσημη Εφημερίδα Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων– Επ. Εφ. – L 395/30.12.1989), που άρχισε να ισχύει από την 21^η Σεπτεμβρίου 1990[34].

Ως κύριες αρχές του Κανονισμού αυτού μπορούν να αναφερθούν[35]:

- α) Ο καθορισμός της έννοιας της συγκέντρωσης, με κριτήριο την κατάληξη της συγκέντρωσης των ενδιαφερομένων επιχειρήσεων.

- β) Η εφαρμογή του Κανονισμού στις συγκεντρώσεις με «κοινοτική διάσταση», που προσδιορίζεται με γεωγραφική έκταση των δραστηριοτήτων των συγκεκριμένων επιχειρήσεων σε συνδυασμό με όρια ποσοτικού χαρακτήρα.
- γ) Το συμβατό ή μη των συγκεντρώσεων με την κοινή αγορά, ανάλογα με την επίπτωσή τους στη διατήρηση και ανάπτυξη του ουσιαστικού ανταγωνισμού σ' αυτήν.
- δ) Οι κοινοτικής διάστασης συγκεντρώσεις ελέγχονται μόνον από την Επιτροπή (one-stop control ή one-stop shopping)[36], η οποία θεωρείται ως θεματοφύλακας της ελευθερίας του ανταγωνισμού στην Κοινότητα [37].
- ε) Η αρχή της προηγούμενης κοινοποίησης των πράξεων συγκέντρωσης κοινοτικών διαστάσεων.
- στ) Η ταχύτητα και το καθορισμένο χρονοδιάγραμμα στη λήψη αποφάσεων.
- ζ) Η καταχώρηση του δικαιώματος ακρόασης των ενδιαφερομένων επιχειρήσεων, εφόσον κινηθεί η διαδικασία[38].

8.3.2 Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (Ε.Ε.) ΑΡΙΘΜ. 1310/1997.

Στις 30/06/1997 το Συμβούλιο εξέδωσε τον «Κανονισμό (Ε.Κ.) αριθμ. 1310/1997 του Συμβουλίου για την τροποποίηση του Κανονισμού 4064/1989» (Επ. Εφ. – L 180/09.07.1997), με έναρξη ισχύος του την 1^η Μαρτίου 1998. Με

τον Κανονισμό αυτό επιδιώχθηκε κυρίως να αντιμετωπισθούν συγκεντρώσεις επιχειρήσεων με σημαντικό αντίκτυπο σε περισσότερα, τουλάχιστον τρία, κράτη μέλη, με καθορισμό νέων κατωτάτων ορίων για το χαρακτηρισμό της συγκέντρωσης ως κοινοτικής διάστασης, μέσω της υπαγωγής των συγκεντρώσεων αυτών στον κοινοτικό έλεγχο, αντί στα συστήματα ελέγχου των κρατών μελών. Αυτό είχε ως απώτερο σκοπό να εξασφαλισθεί σύστημα ενιαίου ελέγχου, καθώς και σωστή εκτίμηση των επιπτώσεων, που έχουν οι συγκεντρώσεις διακρατικής φύσεως, στον ανταγωνισμό σε ολόκληρη την Κοινότητα⁹[39].

8.3.3 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΕΙΣ ΜΕ «ΚΟΙΝΟΤΙΚΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ».

Η συγκέντρωση έχει «κοινοτική διάσταση», και συνεπώς εφαρμόζεται αποκλειστικά ο Κανονισμός 4064/1989 όπως τροποποιήθηκε με τον Κανονισμό 1310/1997, υποκείμενη σε έλεγχο από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ως αποκλειστικά αρμόδια, όταν ισχύουν τα εξής κριτήρια:

Α) Βασικό κριτήριο⁹: Η συγκέντρωση έχει κοινοτική διάσταση, όταν *σωρευτικά*:

- 1) Ο κύκλος εργασιών¹⁰ που πραγματοποιούν σε παγκόσμια κλίμακα όλες οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις, υπερβαίνει τα 5 δις Ευρώ¹¹ (άρθρο 1 §2, περ. α'), και

⁹ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε την 2^η και την 3^η αιτιολογία του Κανονισμού 1310/1997.

⁹ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στο άρθρο 1 §2 του Κανονισμού 4064/1989, όπως ισχύει με βάση το άρθρο 1 §1, περίπτωση α' του Κανονισμού 1310/1997 του Συμβουλίου.

¹⁰ Ως «κύκλος εργασιών» δεν νοείται μόνον εκείνος της άμεσα συμμετέχουσας στη συγκέντρωση επιχείρησης, αλλά και ο κύκλος εργασιών των άμεσων ή έμμεσων θυγατρικών, μητρικών εταιριών και συνδεδεμένων επιχειρήσεων καθεμιάς

- 2) Δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιούν καθεμιά χωριστά εντός της Κοινότητας συνολικό κύκλο εργασιών άνω των 250 εκατ. Ευρώ, εκτός εάν κάθε επιχείρηση πραγματοποιεί άνω των 2/3 του ολικού κύκλου εργασιών της σε ένα μόνο κράτος μέλος (άρθρο 1 §2, περ. β').

Β) Εναλλακτικό κριτήριο¹²: Συγκέντρωση κοινοτικής διάστασης θα προκύψει επίσης, έστω και αν δεν υπερβαίνει τα όρια του βασικού κριτηρίου, αν *σωρευτικά*:

- 1) Ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιούν παγκοσμίως όλες οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις υπερβαίνει τα 2,5 δις Ευρώ (άρθρο 1 §3, περ. α'),
- 2) Ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιεί το σύνολο των συμμετεχουσών επιχειρήσεων σε καθένα από τρία τουλάχιστον κράτη μέλη υπερβαίνει τα 100 εκατ. Ευρώ (άρθρο 1 §3, περ. β'),
- 3) Σε καθένα από τα τρία τουλάχιστον κράτη μέλη που υπολογίζονται για την περίπτωση β' του άρθρου 1 §3 (ως άνω), ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιεί καθεμιά από τις δύο τουλάχιστον

από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις. Γι' αυτό, επιχειρήσεις για την εφαρμογή των κατωτέρων ορίων (ποσοτικών κριτηρίων) νοούνται και οι «όμιλοι» επιχειρήσεων[40], σε αντίθεση με τις νομικές οντότητες που συμμετέχουν άμεσα στη δημιουργία συγκέντρωσης[41].

¹¹ Ο υπόλογισμός τόσο του κύκλου εργασιών, όσο και των μεριδίων αγοράς (σε κάθε περίπτωση) γίνεται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 5 του Καν. 4064/1989 (αντιστοίχου του άρθρου 4στ του ν. 703/1977), όπως ισχύει.

¹² Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε στο άρθρο 1 §2 του Κανονισμού 4064/1989, όπως ισχύει με βάση το άρθρο 1 §1, περίπτωση α' του Κανονισμού 1310/1997 του Συμβουλίου.

συμμετέχουσες επιχειρήσεις υπερβαίνει τα 25 εκατ. Ευρώ (άρθρο 1 §3, περ. γ'),

- 4) Δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιούν καθεμιά χωριστά, εντός της Κοινότητας συνολικό κύκλο εργασιών άνω των 100 εκατ. Ευρώ, εκτός εάν καθεμιά από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιεί άνω των 2/3 του ολικού κοινοτικού κύκλου εργασιών της σε ένα και το αυτό κράτος μέλος (άρθρο 1 §3, περ. δ').

8.4 ΣΧΕΣΗ ΤΟΥ ΕΘΝΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΜΕ ΤΟ ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ (ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ 4064/1989 ΟΠΩΣ ΙΣΧΥΕΙ).

8.4.1 ΜΟΝΟΜΕΡΗΣ ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗΣ (one-stop control ή one-stop shopping).

8.4.1.1 ΓΕΝΙΚΗ ΑΡΧΗ.

Κάθε κράτος μέλος μπορεί να εφαρμόσει το εθνικό δίκαιο περί συγκεντρώσεων επιχειρήσεων, εφόσον αυτές δεν έχουν κοινοτική διάσταση. Το ορόσημο των δικαιοδοσιών καθορίζεται από το άρθρο 21 §2 του Κανονισμού 4064/1989 σύμφωνα με το οποίο «τα κράτη μέλη δεν εφαρμόζουν την εθνική νομοθεσία που διέπει τον ανταγωνισμό στις συγκεντρώσεις επιχειρήσεων κοινοτικών διαστάσεων»[42]. Αυτή η πολιτική ανατυπώνεται στη διάταξη του άρθρου 21 §1 του Κανονισμού 4064/1989, που ορίζει την Επιτροπή ως αποκλειστική αρμόδια

για τη λήψη των αποφάσεων, επί των κοινοτικής διάστασης συγκεντρώσεων. Η απόφαση δε αυτής υπόκειται μόνο στον έλεγχο του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (ΔΕΚ) και του Πρωτοδικείου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (ΠΕΚ) μέσω προσφυγής, σύμφωνα με το άρθρο 230 (πρώην 173) της Συνθήκης του Άμστερνταμ. Την ίδια εξάλλου πολιτική αποδίδει και η επέκταση του ορισμού των συγκεντρώσεων με κοινοτική διάσταση που επέφερε ο Κανονισμός 1310/1997[43].

8.4.1.2 ΑΠΟΚΛΙΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΟΝ ΚΑΝΟΝΑ.

Ο Κανονισμός προβλέπει τρεις εξαιρέσεις από τον μονομερή έλεγχο συγκέντρωσης ή από τη λεγόμενη «αρχή της αποκλειστικής αρμοδιότητας της Επιτροπής»[44]. Αυτές είναι:

- α) *Τα κράτη μέλη δικαιούνται να λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα για προστασία εννόμων συμφερόντων, που δεν καλύπτονται από τον Κανονισμό 4064/1989, εφόσον τα συμφέροντα αυτά συμβιβάζονται με τις γενικές αρχές και λοιπές διατάξεις του κοινοτικού δικαίου (άρθρο 21 §3 Καν.)*

Ως τέτοια «έννομα συμφέροντα» θεωρούνται η δημόσια ασφάλεια (public security) – συμπεριλαμβανομένης της δημόσιας τάξης, της δημόσιας υγείας και της ασφάλειας του ανεφοδιασμού, η πολυφωνία των μέσων μαζικής ενημέρωσης (plurality of the media), και οι κανόνες χρηστής διαχείρισης (prudential rules) που ενδεχομένως αφορούν τον έλεγχο των

πιστωτικών ή άλλων χρηματοδοτικών οργανισμών και αναφέρονται στη νομιμότητα των οικονομικών πράξεων και στους όρους φερεγγυότητας αυτών. Κάθε «άλλο δημόσιο συμφέρον» πρέπει να αναγνωρισθεί πρώτα από την Επιτροπή αν συμβιβάζεται με τις γενικές αρχές και τις λοιπές διατάξεις του κοινοτικού δικαίου (άρθρο 21 §3, εδ. 2-3)[45].

- β) *Παραπομπή στις αρμόδιες αρχές των κρατών μελών (german clause – γερμανική ρήτρα)*[46].

Κατά τη διάταξη του άρθρου 9 του Καν. 4064/1989, η Επιτροπή δικαιούται να παραπέμψει μια συγκέντρωση με κοινοτική διάσταση σε κράτος μέλος, προκειμένου να εφαρμόσει το εσωτερικό του δίκαιο περί ανταγωνισμού υπό τις προϋποθέσεις ότι[47]: 1) Η συγκέντρωση απειλεί να δημιουργήσει ή να ενισχύσει μια δεσπόμενη θέση, 2) Η πιο πάνω δεσπόμενη θέση έχει ως αποτέλεσμα τη σε σημαντικό βαθμό παρεμπόδιση του ουσιαστικού ανταγωνισμού σε μια αγορά, 3) Η αγορά παρουσιάζει όλα τα χαρακτηριστικά μιας «διακεκριμένης αγοράς» στο εσωτερικό αυτού του κράτους μέλους, είτε πρόκειται για σημαντικό, είτε πρόκειται για μη σημαντικό τμήμα της κοινής αγοράς.

Στη συνέχεια, η Επιτροπή επιλαμβάνεται και αποφασίζει αν θα χειριστεί η ίδια την υπόθεση της συγκέντρωσης ή αν θα την παραπέμψει στο κράτος μέλος, μόνο κατόπιν αιτήματος του κράτους μέλους, εφόσον αυτό ανακοινώσει στην Επιτροπή τη γνωστοποιηθείσα συγκέντρωση μέσα σε διάστημα τριών (3) εβδομάδων από τη γνωστοποίηση (άρθρο 9 §2-3).

- γ) *Επέκταση αρμοδιότητας της Επιτροπής σε συγκέντρωση χωρίς κοινοτική διάσταση (ολλανδική ρήτρα)[48].*

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 22 §3 του Καν. 4064/1989¹³, κάθε κράτος μέλος μπορεί να ζητήσει από την Επιτροπή να διερευνήσει και εν συνεχεία να αποφασίσει αυτή σχετικά με μια πράξη συγκέντρωσης που δεν έχει κοινοτική διάσταση. Προϋπόθεση γι' αυτό είναι η πράξη αυτή συγκέντρωσης, αφενός να δημιουργεί ή να ενισχύει δεσπόμενη θέση με αποτέλεσμα να παρακωλύεται σε σημαντικό βαθμό ο ανταγωνισμός στο έδαφος του οικείου κράτους μέλους, και αφετέρου να επηρεάζει το διακοινοτικό εμπόριο[49].

8.4.2 Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΤΑ ΕΘΝΙΚΑ ΔΙΚΑΣΤΗΡΙΑ.

Ο Κανονισμός 4064/1989 με τη διάταξη του άρθρου 22 §1 ορίζει ότι είναι ο μόνος, που εφαρμόζεται στις πράξεις συγκεντρώσεων, όπως αυτές ορίζονται στο άρθρο 3 (αντιστοίχου περιεχομένου με το άρθρο 4 του ν. 703). Με τη διατύπωση αυτή φαίνεται ότι κάθε συγκέντρωση με ή χωρίς κοινοτική διάσταση ρυθμίζεται από τον Κανονισμό και όχι από τα άρθρα 81 και 82 (πρώην 85 και 86 αντίστοιχα) της Συνθήκης του Άμστερνταμ. Δεδομένης όμως της ιεραρχικής υπεροχής των απαγορευτικών κανόνων των άρθρων 81 και 82 της Συνθήκης, ο Κανονισμός δεν μπορεί να παραμερίζει ρητά την εφαρμογή τους στις συγκεντρώσεις¹⁴[50]. Ο Κανονισμός παραμερίζει ρητά την εφαρμογή στις

¹³ Όπως τροποποιήθηκε αυτή με το άρθρο 1 §12 του Καν. 1310/1997 του Συμβουλίου.

¹⁴ Αυτό οφείλεται στο ότι ο Κανονισμός 4064/1989, όπως και κάθε Κανονισμός, σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να καταργήσει είτε να αντικαταστήσει ή τροποποιήσει διατάξεις των συνθηκών, καθώς οι τελευταίες (π.χ. τα άρθρα 81 και

συγκεντρώσεις μόνο εκείνων των κανονισμών (π.χ. του 17/1962) που έχουν εκδοθεί για την εφαρμογή των άρθρων 81 και 82 (άρθρο 22 §2)[51]. Εξάλλου, η Επιτροπή με βάση το άρθρο 21 §1 του Κανονισμού είναι αποκλειστικά αρμόδια για τη λήψη αποφάσεων που προβλέπει ο Κανονισμός, ενώ τα κράτη μέλη δεν εφαρμόζουν την εθνική νομοθεσία, που διέπει τον ανταγωνισμό, στις συγκεντρώσεις επιχειρήσεων κοινοτικών διαστάσεων (άρθρο 21 §2).

Με βάση, λοιπόν, τις πιο πάνω περί αποκλειστικότητας των εξουσιών της Επιτροπής και εφαρμογής του Κανονισμού διατάξεις του, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι η εφαρμογή των άρθρων 81 και 82 της Συνθήκης σε συγκεντρώσεις χωρίς κοινοτική διάσταση δεν μπορεί να αποκλειστεί[52]. Σ' αυτό συνηγορεί κυρίως το γεγονός ότι η αιτιολογία (αριθμός 6) του Κανονισμού έρχεται σε σχετική αντίφαση με τη διατύπωση του άρθρου 22 §1, ότι τα άρθρα 81 και 82 δεν επαρκούν για να συμπεριλάβουν όλες τις συγκεντρώσεις που ενδέχεται να αποδειχθούν ασυμβίβαστες με το σύστημα του ανόθευτου ανταγωνισμού που επιδιώκει η Συνθήκη. Συνεπώς, τα εθνικά δικαστήρια σε περίπτωση συγκέντρωσης – χωρίς κοινοτική διάσταση – δικαιούνται να απευθύνουν ερώτημα στο ΔΕΚ (άρθρο 234 Ε.Ε.) ως προς το συμβατό της συγκέντρωσης αυτής με τους απαγορευτικούς κανόνες των άρθρων 81 και 82[53].

82 Ε.Ε.) ανήκουν στο υπερκείμενο ιεραρχικά των κανονισμών πρωτογενές κοινοτικό δίκαιο, του οποίου η κατάργηση, κ.λ.π. μπορεί να γίνει μόνο με αναθεώρηση της Συνθήκης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Δρυλλεράκης Κ. Ιωάννης, Ο ν. 703/77 και οι Αναγκαίες Τροποποιήσεις του, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών (ΔΕΕ), 1999, σελ. 686 – 690.
2. Πυροβέτης Π. Μιχαήλ, Ο Έλεγχος των Συγκεντρώσεων μεταξύ των Επιχειρήσεων στο Δίκαιο του Ανταγωνισμού, Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1992, σελ. 49.
3. Κοτσίρης Ε. Λάμπρος, Δίκαιο Ανταγωνισμού (Αθέμιτου και Ελεύθερου), 3^η έκδοση, Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 2000, σελ. 558.
4. Bos Pierre – Stuyck Jules – Wytinck Peter, Concentration Control in the European Economic Community, European Business Law & Practice Series, Graham & Trotman Limited, 1992, σελ. 170.
5. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 172.
6. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 427.
7. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 559.
8. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 560.
9. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 561.

10. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 564.
11. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 565.
12. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 567.
13. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 569.
14. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 144 – 145.
15. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 203 – 207.
16. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 572.
17. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 145 – 147.
18. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 573.
19. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 573.
20. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 148.
21. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 145 – 146.
22. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 146.

23. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 150 – 151.
24. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 151 – 153.
25. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 580.
26. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 151.
27. Lasok D – Bridge W. J, Law and Institutions of the European Communities, 2nd edition, Butterworth & Co (Publishers) Ltd, 1979, σελ. 34 – 35.
28. Lasok D – Bridge W. J, ό.π., σελ. 284 – 285.
29. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 17.
30. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 92.
31. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 112 – 113.
32. Δαγτόγλου Δ. Π., Η Ελευθερία Ανταγωνισμού στο Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Δίκαιο, Εκδόσεις ANT. N. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1996, σελ. 44 – 45.
33. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 22.
34. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 31.

35. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 550 – 551.

36. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 359 – 360.

37. Κοτσίρης, ό.π., σελ. 552.

38. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 100 – 101.

39. Κοτσίρης Ε. Λάμπρος, «Διεθνείς Εξελίξεις στον Έλεγχο των Συγκεντρώσεων των Επιχειρήσεων», Συλλογικό Έργο: Ο Έλεγχος των Συγκεντρώσεων Επιχειρήσεων στο Δίκαιο του Ελεύθερου Ανταγωνισμού, Νομική Βιβλιοθήκη, 1998, σελ. 19 – 21.

40. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 37.

41. Κοτσίρης, Δίκαιο Ανταγωνισμού, ό.π., σελ. 564.

42. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 365.

43. Τζουγανάτος Ν. Δημήτρης, «Η Επίδραση του Κοινοτικού Δικαίου στον Εθνικό Έλεγχο των Συγκεντρώσεων Επιχειρήσεων», Συλλογικό Έργο: Ο Έλεγχος των Συγκεντρώσεων Επιχειρήσεων στο Δίκαιο του Ελεύθερου Ανταγωνισμού, Νομική Βιβλιοθήκη, 1998, σελ. 45 – 46.

44. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 78.

45. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 368 – 369.
46. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 361.
47. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 83 – 85.
48. Πυροβέτσης, ό.π., σελ. 87.
49. Κοτσίρης Δίκαιο Ανταγωνισμού, ό.π., σελ. 583.
50. Σχινάς Γ. Ιωάννης, Προστασία του Ελεύθερου Ανταγωνισμού (Η Πρακτική Της ΕΑ), Εκδόσεις ΑΝΤ. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1992, σελ. 262 – 263.
51. Δαγτόγλου, ό.π., σελ. 54 – 58.
52. Bos – Stuyck – Wytinck, ό.π., σελ. 375 – 377.
53. Κοτσίρης Δίκαιο Ανταγωνισμού, ό.π., σελ. 584.

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ

ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

Η ανάλυση που ακολουθεί αφορά τη συγχώνευση των εταιριών «ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.» και «ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.».

Στο πρώτο κεφάλαιο του παρόντος μέρους, παρουσιάζονται όλα εκείνα τα στοιχεία που αφορούν τόσο τις συγχωνευόμενες εταιρίες, όσο και τα αποτελέσματα που επήλθαν και που επέρχονται ακόμα, εξαιτίας της συγχώνευσης αυτής.

Στο δεύτερο κεφάλαιο του ίδιου αυτού μέρους, γίνεται μια προσπάθεια αξιολόγησης της πιο πάνω συγχώνευσης, με βάση τις μεθόδους εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης και εν μέρει καθορισμού της τιμής «εξαγοράς» που αναλύθηκαν εκτενώς στο πρώτο μέρος (κεφάλαιο 2) της μελέτης, προκειμένου να διαπιστωθεί: α) Εάν οι μέθοδοι αυτές παράγουν τα ίδια αποτελέσματα με τις μεθόδους που εφαρμόζονται στην χώρα μας, και β) πόσο τα πιο πάνω παραγόμενα αποτελέσματα επηρεάζουν την «τιμή εξαγοράς».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΤΟ

Η ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ

ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΕΚ Α.Ε.

9.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

Οι Γενικές Συνελεύσεις των εταιριών «ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.» (Απορροφώσα ή ΑΝΕΚ) και «ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.» (Απορροφώμενη ή Ρεθυμνιακή), που συνήλθαν στις 24/10/1999 και 17/10/1999 αντίστοιχα, ενέκριναν το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης των δύο εταιριών με απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη.

Η συγχώνευση έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 §2 και 69 – 77 του ν. 2190/1920 «περί ανωνύμων εταιριών» με τις προϋποθέσεις και απαλλαγές των άρθρων 1 – 5 του ν. 2166/1993, με βάση τον ισολογισμό μετασχηματισμού της Απορροφώμενης, με ημερομηνία 31/12/1998.

Περίληψη του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης με ημερομηνία 26 Μαΐου 1999, δημοσιεύτηκε εγκαίρως στον ημερήσιο τύπο.

Η συγχώνευση των εταιριών «ΑΝΕΚ» και «Ρεθυμνιακή» ολοκληρώθηκε με την από 09/12/1999 απόφαση του Υπουργείου Ανάπτυξης, καταχωρήθηκε στο Μ.Α.Ε. και δημοσιεύθηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. Επίσης, η

συγχώνευση εγκρίθηκε από την Επιτροπή Ανταγωνισμού με την υπ' αριθμό 115/13. 05.1998 απόφασή της.

9.2 ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΑ ANEK A.E.

9.2.1 ΤΑΥΤΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Η εταιρία ANEK ιδρύθηκε το 1967 με την επωνυμία «Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρία Κρήτης» Α.Ε. και το διακριτικό τίτλο «ANEK LINES». Έδρα της Εταιρίας ορίσθηκε ο Δήμος Χανίων, και είναι εγγεγραμμένη στο Μ.Α.Ε. με αριθμό 11946/06/Β/86/07. Σύμφωνα δε με το καταστατικό της (άρθρο 3 αυτού), η διάρκεια αυτής έχει ορισθεί μέχρι την 31/12/2050.

Σκοποί της Εταιρίας είναι: α) Η απόκτηση, με κάθε νόμιμο τρόπο, και η εκμετάλλευση πλοίων οποιουδήποτε τύπου, ικανών για τη μεταφορά προσώπων, εμπορευμάτων, πραγμάτων και οχημάτων δια θαλάσσης στο εσωτερικό και το εξωτερικό, β) Η απόκτηση ή εκμετάλλευση με κάθε νόμιμο τρόπο οποιασδήποτε φύσεως και μορφής τουριστικών, ξενοδοχειακών, κτηνοτροφικών, γεωργικών και αλιευτικών μονάδων και επιχειρήσεων, γ) Η ίδρυση ή εκμετάλλευση με οποιονδήποτε τρόπο επιχειρήσεων μετασκευής ή επισκευής πλοίων και λοιπών μεταφορικών μέσων, όπως και βιομηχανικών επιχειρήσεων γενικά και επιχειρήσεων μεταφοράς ξηράς, και δ) Η συμμετοχή σε εταιρείες κάθε φύσεως και μορφής που επιδιώκουν οποιονδήποτε από τους ανωτέρω σκοπούς, καθώς και η σύσταση κοινοπραξιών ή θυγατρικών εταιριών

οποιασδήποτε φύσεως με κάθε τρίτο φυσικό ή νομικό πρόσωπο, Έλληνα ή αλλοδαπό, που επιδιώκουν κάποιον από τους ανωτέρω σκοπούς.

Οι σημαντικότεροι σταθμοί στην εξέλιξη της ANEK είναι:

- ♦ Το 1970 ξεκίνησε η δραστηριοποίηση της ANEK στον χώρο της επιβατηγού ναυτιλίας με τη δρομολόγηση του πρώτου πλοίου της Ε/Γ-Ο/Γ ΚΥΔΩΝ στη γραμμή Πειραιάς – Χανιά.
- ♦ Η περίοδος από το 1971 μέχρι σήμερα υπήρξε μια περίοδο ραγδαίας εξέλιξης της Εταιρίας, που εκφράζεται με την απόκτηση και δρομολόγηση νέων πλοίων (Ελληνικού Νηολογίου) – τα Ε/Γ-Ο/Γ πλοία ΚΑΝΤΙΑ και ΡΕΘΥΜΝΟ (1973), το Ε/Γ-Ο/Γ πλοίο ΚΡΗΤΗ (1978) που πωλήθηκε το 1996, το Ε/Γ-Ο/Γ πλοίο ΑΠΤΕΡΑ (1987), τα Ε/Γ-Ο/Γ πλοία ΛΑΤΩ και ΛΙΣΣΟΣ (1989), το Ε/Γ-Ο/Γ πλοίο ΕΛ. ΒΕΝΙΖΕΛΟΣ (1992), το Ε/Γ-Ο/Γ πλοίο ΤΑΛΩΣ (1992), τα Ε/Γ-Ο/Γ πλοία ΚΡΗΤΗ Ι και ΚΡΗΤΗ ΙΙ (1996) – στις γραμμές Πειραιάς – Κρήτη, Πάτρα – Ιταλία, και την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, των πωλήσεων και των κερδών της.
- ♦ Το Δεκέμβριο του 1998 οι μετοχές της Εταιρίας εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.).
- ♦ Το 1999: α) Αρχίζει η διαπραγμάτευση των μετοχών της Εταιρίας στο Χ.Α.Α., β) Πραγματοποιείται η αγορά, μετασκευή και δρομολόγηση του Ε/Γ-Ο/Γ πλοίου ΣΟΦΟΚΛΗΣ Β. στη γραμμή Πάτρα – Τεργέστη, γ) Υπογράφεται

συμβόλαιο ναυπήγησης για δύο υπερσύγχρονα Ε/Γ-Ο/Γ πλοία, τα οποία αναμένεται να παραδοθούν τον Οκτώβριο του 2000 και το Μάιο του 2001 αντίστοιχα, δ) Αρχίζει η διαδικασία συγχώνευσης δια απορρόφησης με τη Ρεθυμνιακή Α.Ε., ε) Συμμετέχει η Εταιρία ως στρατηγικός επενδυτής στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Ναυτιλιακής Εταιρείας Λέσβου (Ν.Ε.Λ.) με εγγραφή μετοχών, αποκτώντας ποσοστό 16,5% αυτού, ενώ συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της Λασιθιωτικής Ανώνυμης Ναυτιλιακής Εταιρείας (Λ.Α.Ν.Ε.) κατά ποσοστό 50%, στ) Συμμετέχει η Εταιρία στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Δωδεκανησιακή Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρεία (Δ.Α.Ν.Ε.) με ποσοστό 50% ως στρατηγικός επενδυτής, και ε) Ιδρύεται η ANEK LINES ITALIA s.r.l. στην οποία η ANEK συμμετέχει με ποσοστό 75,5%, καθώς και η Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρία Νότου Α.Ε. (Α.Ν.Ε.Ν.), στην οποία η ANEK συμμετέχει με ποσοστό 20%.

9.2.2 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ (ΠΡΙΝ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ).

Η ANEK είναι μια πολυμετοχική εταιρία με ευρεία διασπορά των μετοχών της (37.600 μέτοχοι την 30/06/1999). Αυτό οφείλεται, κυρίως, στην καταργηθείσα (με απόφαση της Γ.Σ. των μετόχων της 02/08/1998) διάταξη του καταστατικού της εταιρίας, σύμφωνα με την οποία κάθε μέτοχος μέχρι τότε είχε το δικαίωμα απόκτησης αριθμού μετοχών που αντιστοιχούσε, κατά ανώτατο όριο, στο 1/300 του συνολικού αριθμού αυτών.

Ο συνολικός αριθμός των υφιστάμενων κατά την 30/06/1999 μετοχών της εταιρίας ανερχόταν σε 30.919.764 μετοχές, και αναλύεται σε τρεις κατηγορίες

μετοχών. Οι κατηγορίες αυτές μετοχών και αριθμός των μετοχών ανά κατηγορία παρουσιάζονται στον πίνακα 4, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ANEK A.E.
(ΠΡΙΝ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ)

Κατηγορία Μετοχών	Χαρακτηριστικά	Ονομαστική Αξία	Χρημ/ριακή Τιμή (μέση)	Αριθμός Μετοχών
Κοινές Ονομαστικές	Δικαίωμα Ψήφου, Εισηγμένες στο Χ.Α.Α.	500	5.006	26.981.513
Προνομιούχες Ονομαστικές, Εκδόσεως 1990	Δικαίωμα Ψήφου, Εισηγμένες στο Χ.Α.Α.	500	7.119	374.596
Προνομιούχες Ονομαστικές, Εκδόσεως 1996	Δικαίωμα Ψήφου, Εισηγμένες στο Χ.Α.Α.	500	4.803	3.563.655
				30.919.764

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο, για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ANEK A.E., λόγω της συγχώνευσης με απορρόφηση της Ρεθυμνιακής Α.Ε.

9.2.3 Η ΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ.

Στον κλάδο της Ελληνικής Ακτοπλοΐας, κατά τα τελευταία χρόνια (από το 1996 και μετά), έχει σημειωθεί αλματώδης πρόοδος. Η πρόοδος αυτή οφείλεται κυρίως στην επικείμενη άρση του cabotage (δηλαδή στην απελευθέρωση παροχής υπηρεσιών θαλασσίων μεταφορών στο εσωτερικό των κρατών μελών), που για τα Ε/Γ-Ο/Γ πλοία (τακτικών γραμμών) θα ισχύσει από την 02/01/2004. Πιο συγκεκριμένα:

α) Γραμμές Πάτρας – Ιταλίας. Η πλήρη απελευθέρωση που υπάρχει στις γραμμές της Αδριατικής καθιστούν δύσκολη την επιβίωση μη ανταγωνιστικών εταιριών. Έτσι, όλες οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται στις γραμμές αυτές, έχουν προχωρήσει σε σταδιακές αναβαθμίσεις των στόλων τους (π.χ. απόκτηση και δρομολόγηση νέων πλοίων, αναβάθμιση προσφερόμενων υπηρεσιών, προσφορά ανταγωνιστικών τιμών, κ.λ.π.). Παράλληλα, η ζήτηση στην αγορά της Αδριατικής αναμένεται να αυξηθεί ακόμα περισσότερο λόγω της αναβάθμισης των προσφερόμενων υπηρεσιών και της μείωσης του χρόνου ταξιδιού που καθιστά τη μετακίνηση μέσω θάλασσας από Ελλάδα προς Ευρώπη και αντίστροφα ασφαλέστερη, ανετότερη και οικονομικότερη της μετακίνησης μέσω του οδικού δικτύου των Βαλκανίων.

Το μερίδιο της αγοράς που έχουν αποσπάσει τα πλοία της ANEK στη γραμμή Πάτρας – Β. Ιταλίας καλύπτει το 21,2% της επιβατηγού κίνησης και το 23,6% της κίνησης φορτηγών αυτοκινήτων της γραμμής αυτής.

β) Γραμμή Πειραιώς – Χανιά. Στη γραμμή αυτή δραστηριοποιείται μόνο η ANEK, η οποία έχει δρομολογήσει σε αυτήν 2 Ε/Γ-Ο/Γ πλοία και καλύπτει το 100,0% της κίνησης αυτής.

γ) Γραμμή Πειραιώς – Ηράκλειο. Στη γραμμή αυτή, η ANEK έχει δρομολογήσει 2 Ε/Γ-Ο/Γ πλοία και υπολογίζεται ότι καλύπτει ποσοστό 24,0% της επιβατηγού κίνησης και το 42,0% της κίνησης φορτηγών αυτοκινήτων της γραμμής αυτής.

9.2.4 ΑΠΟΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ.

Α) Εξέλιξη Κύκλου Εργασιών και Αποτελεσμάτων Χρήσης. Η εξέλιξη του κύκλου εργασιών και των αποτελεσμάτων χρήσης της Εταιρίας για την πενταετία 1994 – 1998 συνοψίζεται στον πίνακα 5, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 5
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ
ΤΗΣ ANEK Α.Ε. ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ 1994 – 1998

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤ/ΣΗΣ (ποσά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
Έσοδα Εκμετάλλευσης Πλοίων					
Ναύλοι μεταφοράς	17.784	15.800	16.948	22.462	25.773
Εμπορική εκμετάλλευση πλοίων	3.243	3.098	3.442	4.138	4.524
Διάφορα έσοδα	104	38	36	215	47
Συνολικά Έσοδα Εκμετάλλευσης Πλοίων (1)	21.131	18.936	20.426	26.815	30.344
Μείον: Κόστος εκμετ/σης πλοίων	12.166	12.315	13.147	16.389	18.063
Μικτό Κέρδος	8.965	6.621	7.279	10.426	12.281
Πλέον: Λοιπά έσοδα εκμετ/σης	63	173	147	145	194
Σύνολο Μικτών Κερδών	9.028	6.794	7.426	10.571	12.475
Μείον: Έξοδα διοίκησης	695	860	852	1.160	1.136
Έξοδα διάθεσης	2.164	2.124	2.322	3.031	3.207
Λειτουργικό Αποτέλεσμα (2)	6.169	3.810	4.252	6.380	8.131
Πλέον: Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	125	441	1.543	363	336
Μείον: Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	485	276	569	555	603
Κέρδη προ Τόκων και Φόρων και Αποσβέσεων	5.809	3.975	5.226	6.188	7.864

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 (συνέχεια)
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ
ΤΗΣ ANEK Α.Ε. ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ 1994 – 1998

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤ/ΣΗΣ (ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΚΑΤ. ΘΡΧ.)	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
Πλέον: Πιστωτικοί τόκοι	84	59	158	72	63
Μείον: Τόκοι και συναφή έξοδα	1.371	1.204	1.163	1.161	1.200
Κέρδη προ Αποσβέσεων και Φόρων	4.522	2.830	4.221	5.099	6.726
Μείον: Αποσβέσεις (συνολικές)	1.310	1.047	846	1.287	1.671
Κέρδη προ Φόρων	3.212	1.783	3.375	3.812	6.055
Μείον: Φόροι χρήσης και λοιποί φόροι	3	2	54	21	51
Μείον: Αμοιβές Δ.Σ.	0	0	0	0	0
Καθαρά Κέρδη (Μετά Φόρων)	3.209	1.781	3.321	3.791	5.004

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο, για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ANEK Α.Ε., λόγω της συγχώνευσης με απορρόφηση της Ρεθυμνιακής Α.Ε.

Σημείωση:

- (1) Στα συνολικά έσοδα εκμετάλλευσης πλοίων της Εταιρίας καταχωρούνταν μέχρι τη χρήση 1996 μόνο τα έσοδα από εισιτήρια για τα οποία πραγματοποιήθηκε η μεταφορά μέχρι το τέλος της χρήσης, ενώ δεν καταχωρούνταν τα έσοδα από μη ταξιδεύσαντα εισιτήρια. Από την χρήση του 1997, η Εταιρία καταχωρεί στα έσοδά της το σύνολο των εσόδων της από τα εκδοθέντα εισιτήρια.
- (2) Από το λειτουργικό αποτέλεσμα έχουν αφαιρεθεί οι ενσώματες αποσβέσεις. Οι αμοιβές του Δ.Σ. έχουν συμπεριληφθεί στα έξοδα διοίκησης, κατά τον προσδιορισμό των αποτελεσμάτων κάθε χρήσης.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η Εταιρία υπολογίζει αποσβέσεις για τα λοιπά πάγια στοιχεία (εκτός πλοίων) σύμφωνα με το άρθρο 21 του ν. 2238/1994 και το άρθρο 43 του ν. 2190/1920 , και με τους συντελεστές που προβλέπονται από το Π.Δ. 100/1998 (για το 1998 και μετά). Ως προς την απόσβεση των πλοίων, η ισχύουσα νομοθεσία μέχρι το 1997 δεν προέβλεπε συντελεστές αποσβέσεων για τα πλοία των ακτοπλοϊκών ναυτιλιακών εταιριών. Έτσι, η ANEK για την περίοδο 1994 – 1998 δεν ακολούθησε ενιαία τακτική αποσβέσεων, δεδομένου ότι κατά την περίοδο αυτή για τον υπολογισμό των αποσβέσεων των πλοίων εφάρμοσε τους συντελεστές αποσβέσεων που παρουσιάζονται στον πίνακα 6, που ακολουθεί αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 6
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ ΠΛΟΙΩΝ
ΤΗΣ ANEK Α.Ε. ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ 1994 – 1998

ΠΛΟΙΑ	ΧΡΗΣΗ					Αναπόσβεστη Αξία 31/12/98
	1994	1995	1996	1997	1998	
Ε/Γ – Ο/Γ ΚΑΝΤΙΑ	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	35.149.892
Ε/Γ – Ο/Γ ΡΕΘΥΜΝΟ	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	59.251.278
Ε/Γ – Ο/Γ ΚΡΗΤΗ	20,0%	20,0%	-	-	-	-
Ε/Γ – Ο/Γ ΑΠΤΕΡΑ	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	160.564.063
Ε/Γ – Ο/Γ ΛΙΣΣΟΣ	4,7%	3,0%	2,5%	2,8	2,4%	1.890.750.454
Ε/Γ – Ο/Γ ΛΑΤΩ	4,7%	3,3%	2,7%	2,9%	2,4%	1.212.882.189
Ε/Γ – Ο/Γ ΒΕΝΙΖΕΛΟΣ	4,7%	3,9%	3,2%	3,5%	2,4%	9.764.974.220
Ε/Γ – Ο/Γ ΤΑΛΩΣ	4,7%	3,9%	3,2%	3,5%	2,4%	3.912.720.955
Ε/Γ – Ο/Γ ΚΡΗΤΗ I	-	-	-	2,0%	2,4%	8.115.564.208
Ε/Γ – Ο/Γ ΚΡΗΤΗ II	-	-	-	2,0%	2,4%	8.104.106.741
ΣΥΝΟΛΟ						33.255.964.000

Τέλος, τα προ φόρων και αποσβέσεων αποτελέσματα (κέρδη) της ANEK, κατά την τελευταία πενταετία, διατέθηκαν όπως παρουσιάζονται στον πίνακα 7, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 7
ΔΙΑΘΕΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ
ΤΗΣ ANEK Α.Ε. ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ 1994 – 1998

(ποσά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ					1994 – 1998
	1994	1995	1996	1997	1998	
Αποτελέσματα προ Αποσβέσεων και Φόρων	4.522	2.830	4.221	5.100	6.726	23.399
Σύνολο προς Διάθεση	4.522	2.830	4.221	5.100	6.726	23.399
Αποσβέσεις	1.310	1.047	846	1.287	1.671	6.161
Φόροι Χρήσης	3	2	54	21	20	100
Διαφορά φορολογικού ελέγχου προηγούμενων Χρήσεων	0	0	0	0	31	31
Τακτικό αποθεματικό	321	178	332	379	500	1.710
Ειδικά και έκτακτα αποθεματικά	441	178	430	486	1.075	2.610
Αποθεμ. Από έσοδα με ειδικό τρόπο	0	0	0	0	16	16
Μερίσματα	2.447	1.425	2.559	2.927	3.413	12.711
ΣΥΝΟΛΟ	4.522	2.830	4.221	5.100	6.726	23.399

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο, για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ANEK Α.Ε., λόγω της συγχώνευσης με απορρόφηση της Ρεθυμνιακής Α.Ε.

Όπως φαίνεται από τα στοιχεία του πιο πίνακα, αποτελεί πάγια πολιτική της Εταιρίας η διανομή υψηλού ποσοστού μερίσματος στους μετόχους της. Για το σύνολο της τελευταίας πενταετίας, το 54,3% των προ αποσβέσεων κερδών της διανέμεται στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος, ενώ το υπόλοιπο 45,7% ενίσχυσε τα Ίδια Κεφάλαια της Εταιρίας και χρησιμοποιήθηκε για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της.

Β) Ισολογισμοί Εταιρίας. Η ανάλυση των Ισολογισμών της Εταιρίας για την πενταετία 1994 – 1998 συνοφίζεται στον πίνακα 8, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 8
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ
ΤΗΣ ANEK A.E. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1994 – 1998

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (προςά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
ΑΝΑΠΟΣΒ. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤ/ΣΗΣ	277	202	29	348	2.455
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ					
Πλοία	24.308	26.887	26.293	43.478	43.652
Επιχορηγήσεις επενδύσεων πλοίων	1.850	1.850	1.850	1.850	1.850
Συνολική αξία πλοίων	26.158	28.737	28.143	45.328	45.502
Μείον: Συσσωρευμένες αποσβέσεις	7.569	8.583	8.808	10.044	12.246
Λοιπά πάγια	408	1.315	10.330	646	662
Μείον: Συσσωρευμένες αποσβέσεις	199	233	288	324	369
Αναπόσβ. Ενσώματα πάγια	18.798	21.236	29.488	35.606	33.549
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	110	110	111	6	7
Σύνολο Πάγιου Ενεργητικού	18.908	21.346	29.488	35.612	33.556
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Αποθέματα	1.698	1.700	1.458	1.875	2.013
Πρακτορεία (Πελάτες) – Γραμμάτια εισπρακτέα	2.019	2.120	2.474	2.487	2.534
Αξίες εισπρακτέες	1.597	2.135	2.077	2.486	3.035
Λοιπές απαιτήσεις	611	730	2.098	848	723
Χρεόγραφα	11	11	12	11	11
Διαθέσιμα	305	421	2.128	315	19.142
Σύνολο Κυκλοφορ. Ενεργητικού	6.241	7.117	10.247	8.022	27.462
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	23	188	81	36	52
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	25.449	28.853	39.843	44.018	63.525

ΠΙΝΑΚΑΣ 8 (συνέχεια)
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ
ΤΗΣ ANEK A.E. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1994 – 1998

ΠΑΘΗΤΙΚΟ (ποσά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό κεφάλαιο	6.788	7.127	9.622	9.814	15.460
Διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	215	215	3.066	3.066	16.572
Διαφορές αναπροσαρμογής – Επιχορηγήσεις επενδύσεων	1.902	1.850	1.895	1.850	681
Αποθεματικά κεφάλαια	3.656	3.725	3.776	4.494	6.086
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	12.561	12.917	18.359	19.224	38.799
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	237	266	907	372	445
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμα δάνεια τραπεζών	3.802	1.919	14.104	14.482	12.828
Λοιπές μακροπρόθ. υποχρεώσεις	0	0	0	0	0
Προμηθευτές – Γραμμάτια και Επιταγές πληρωτέες	469	629	1.051	1.204	1.350
Τράπεζες λογαριασμοί βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	2.899	8.031	0	1.368	1.881
Φόροι – Τέλη – Ασφαλιστικά Ταμεία	212	357	435	651	649
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	1.496	2.119	1.226	2.629	2.851
Μερίσματα πληρωτέα	2.447	1.425	2.559	2.927	3.413
Μερίσματα παρελθουσών χρήσεων	105	146	128	150	174
Λοιπές υποχρεώσεις	807	733	845	901	1.098
Σύνολο Υποχρεώσεων	12.237	15.359	20.348	24.312	24.243
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	414	311	229	110	39
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	25.449	28.853	39.843	44.018	63.525

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο, για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ANEK A.E., λόγω της συγχώνευσης με απορρόφηση της Ρεθυμνιακής A.E.

Από τα στοιχεία του πιο πάνω πίνακα προκύπτουν οι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες της Εταιρίας για την περίοδο 1994 – 1998, που παρατίθενται στον πίνακα 9, που ακολουθεί αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 9
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ
ΤΗΣ ΑΝΕΚ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1994 – 1998

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
ΕΞΕΛΙΞΗΣ (%)					
Κύκλου Εργασιών	-	-10,4	7,9	31,3	13,2
Κερδών προ Φόρων	-	-44,5	89,3	12,9	32,6
Κερδών μετά Φόρων	-	-44,5	86,5	14,2	32,0
Παγίων (σε αξία κτήσης)	-	13,1	28,1	19,5	0,3
Συνολικών Απασχολούμενων Κεφαλαίων	-	13,4	38,1	10,5	44,3
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (%)					
Αποδοτικ. Ιδίων Κεφαλαίων (προ Φόρων)	25,6	13,8	18,4	19,8	13,0
Αποδοτικ. Ιδίων Κεφαλαίων (μετά Φόρων)	25,5	13,8	18,1	19,7	12,9
Αποδοτικ. Συνολικών Απασχ. Κεφαλαίων (προ Φόρων)	12,6	6,2	8,5	8,7	8,0
Αποδοτικ. Συνολικών Απασχ. Κεφαλαίων (μετά Φόρων)	12,6	6,2	8,3	8,6	7,9
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ					
Κυκλοφορία Καθαρών Παγίων (:1)	1,1	0,9	0,7	0,7	0,9
Κυκλοφορία Συνολ. Απασχ. Κεφαλαίων (:1)	0,8	0,7	0,5	0,6	0,5
Κυκλοφορία Αποθεμάτων (ημέρες)	68	77	70	48	57
Κυκλοφορία Απαιτήσεων από Πελάτες (ημ.)	57	76	74	62	61
Κυκλοφορία Υποχρεώσεων από Προμηθευτές (ημ.)	26	32	44	45	50
ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ (%)					
Ξένα / Ίδια Κεφάλαια	101,0	121,0	112,0	127,0	63,0
Συνολ. Τραπ. Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια	65,0	93,0	84,0	96,0	47,0
Συνολ. Τραπ. Υποχρεώσεις / Συνολ. Απασχολούμενα Κεφάλαια	32,0	42,0	38,0	42,0	29,0
Συνολ. Υποχρεώσεις / Συνολ. Απασχολούμενα Κεφάλαια	50,0	54,0	52,0	55,0	38,0
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ					
Γενική Ρευστότητα (:1)	0,7	0,5	1,6	0,8	2,4
Άμεση Ρευστότητα (:1)	0,5	0,4	1,4	0,6	2,2
ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ					
Καθαρά Πάγια / Συνολ. Απασχ. Κεφάλαια	75,1	74,8	74,7	81,6	53,4
ΚΑΛΥΨΗΣ ΠΑΓΙΩΝ (:1)					
Ίδια Κεφάλαια / Καθαρά Πάγια	0,7	0,6	0,6	0,5	1,2
ΧΡΗΜΑΤ/ΜΙΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ					
Χρηματ/κα Έξοδα / Μικτά Αποτελέσματα	15,3	18,2	16,0	11,1	9,8

Από την παρατήρηση των δεικτών του πιο πάνω πίνακα προκύπτει ότι:

α) Το σύνολο του ενεργητικού της Εταιρίας έχει αυξηθεί και διαμορφώθηκε στο 44,3% το 1998 έναντι 10,5% το 1997, β) Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε το 1998 έναντι του 1997 και διαμορφώθηκε σε 13% έναντι 19,8% αντίστοιχα, γ) Η σχέση ξένα / ίδια κεφάλαια βελτιώθηκε το 1998 και διαμορφώθηκε σε 0,6 :1 έναντι 1,3 :1 το 1997, δ) Η Εταιρία το 1998 παρουσιάζει αυξημένη ρευστότητα, και ε) Ο δείκτης κάλυψης των χρηματοοικονομικών εξόδων της Εταιρίας βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, παρουσιάζοντας μείωση την τελευταία τριετία (16,0% το 1996, 11,1% το 1997, 9,8% το 1998).

9.3 ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΑ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗ Α.Ε.

9.3.1 ΤΑΥΤΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.

Η εταιρία Ρεθυμνιακή ιδρύθηκε το 1981 με την επωνυμία «Ρεθυμνιακή Ναυτιλιακή Τουριστική» Α.Ε. και το διακριτικό τίτλο «RE.NA.TUR». Έδρα της Εταιρίας ορίσθηκε ο Δήμος Ρεθύμνου, και είναι εγγεγραμμένη στο Μ.Α.Ε. με αριθμό 11874/72/Β/86/49. Σύμφωνα δε με το καταστατικό της (άρθρο 3 αυτού), η διάρκεια αυτής έχει ορισθεί μέχρι την 33/02/2081.

Σκοποί της Εταιρίας είναι: α) Η απόκτηση με ναυπήγηση ή αγορά, και η εκμετάλλευση επιβατηγών, φορτηγών και κάθε άλλου πλωτού μέσου, β) Η ναύλωση ή με άλλο τρόπο γενικά (με προμήθεια ή με συνεργασία κάθε τρίτου

φυσικού ή νομικού προσώπου) εκμετάλλευση πλοίων και γενικά πλωτών μέσων κάθε εθνικότητας και σημαίας, γ) Η εκτέλεση κάθε είδους μεταφορών εμπορευμάτων ή επιβατών ή εμπορευμάτων με ιδιότητα ή μη πλοία της, δ) Η συμμετοχή σε άλλες εταιρείες που επιδιώκουν οποιονδήποτε τον ίδιο σκοπό, ακόμα δε και η σύμπραξη ή κοινοπραξία με αυτές, ε) Γενικά, η διενέργεια κάθε επιχείρησης ή εργασίας σχετικής με τους σκοπούς της, στ) Η ίδρυση και εκμετάλλευση ξενοδοχείων, ξενώνων, γενικά επιχειρήσεων ξενοδοχειακών και πάντα μέσα στα βασικά πλαίσια εξυπηρέτησης των συγκοινωνιακών και τουριστικών αναγκών του Νομού Ρεθύμνης, ζ) Η πρακτόρευση πλοίων, και η) Η ίδρυση και λειτουργία εταιριών ανταλλακτηρίων συναλλάγματος.

Οι σημαντικότεροι σταθμοί στην εξέλιξη της Ρεθυμνιακής είναι:

- ◆ Το 1983 ξεκίνησε η δραστηριοποίηση της Ρεθυμνιακής στον χώρο της επιβατηγού ναυτιλίας με την αγορά και στη συνέχεια δρομολόγηση του ταχύπλοου catamaran ΝΕΑΡΧΟΣ αρχικά στη γραμμή Πειραιάς – Ρέθυμνο.
- ◆ Το 1988 αγόρασε και στη συνέχεια δρομολόγηση (το 1989) το πρώτο του Ε/Γ-Ο/Γ πλοίο ΑΡΚΑΔΙ (Ελληνικού Νηολογίου) στη γραμμή Πειραιάς – Ρέθυμνο.
- ◆ Το 1994 αγόρασε και στη συνέχεια δρομολόγησε (το 1995) το Ε/Γ-Ο/Γ πλοίο ΠΡΕΒΕΛΗ (Ελληνικού Νηολογίου) στη γραμμή Πειραιάς – Ρέθυμνο.
- ◆ Το Δεκέμβριο του 1998 πούλησε το Ε/Γ ΝΕΑΡΧΟΣ, το οποίο από διετίας και πλέον παρέμενε αποδρομολογημένο στον λιμένα Ρεθύμνου.

9.3.2 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ (ΠΡΙΝ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ).

Η Ρεθυμνιακή είναι μια πολυμετοχική εταιρία με ευρεία διασπορά των μετοχών της (6.729 μέτοχοι την 13/04/1999). Σύμφωνα με το καταστατικό της, το όριο κατοχής μετοχών ανέρχεται σε ποσοστό 2% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Το μετοχικό κεφάλαιο κατά την 13/04/1999 της Εταιρίας ανερχόταν σε 3.147.000 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας 1.000 δρχ. η καθεμία.

9.3.3 ΑΠΟΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ.

Α) Εξέλιξη Κύκλου Εργασιών και Αποτελεσμάτων Χρήσης. Η εξέλιξη του κύκλου εργασιών και των αποτελεσμάτων χρήσης της Εταιρίας για την πενταετία 1994 – 1998 συνοψίζεται στον πίνακα 10, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 10

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ 1994 – 1998

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤ/ΣΗΣ (ποσά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
Έσοδα Εκμετάλλευσης Πλοίων					
Ναύλοι μεταφοράς	1.882	2.583	3.165	3.376	3.679
Εμπορική εκμετάλλευση πλοίων	115	161	185	194	218
Συνολικά Έσοδα Εκμετάλλευσης Πλοίων	1.997	2.744	3.350	3.570	3.897

ΠΙΝΑΚΑΣ 10 (συνέχεια)
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ 1994 – 1998

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤ/ΣΗΣ (προςά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
Μείον: Κόστος εκμετ/σης πλοίων	1.163	1.858	2.429	2.441	2.486
Μικτό Κέρδος	834	886	921	1.129	1.411
Πλέον: Λοιπά έσοδα εκμετ/σης	23	35	36	41	48
Σύνολο Μικτών Κερδών	857	921	957	1.170	1.459
Μείον: Έξοδα διοίκησης	188	227	147	174	186
Έξοδα διάθεσης	41	42	161	164	184
Λειτουργικό Αποτέλεσμα	628	652	649	833	1.088
Πλέον: Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	16	32	36	123	109
Μείον: Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	5	129	40	57	150
Κέρδη προ Τόκων και Φόρων και Αποσβέσεων	639	554	645	898	1.048
Πλέον: Πιστωτικοί τόκοι και έξοδα	75	18	18	49	397
Μείον: Τόκοι και συναφή έξοδα	180	162	323	334	325
Κέρδη προ Αποσβέσεων και Φόρων	534	411	339	614	1.119
Μείον: Αποσβέσεις (συνολικές)	178	233	253	413	391
Κέρδη προ Φόρων	356	177	86	201	729
Μείον: Φόροι χρήσης και λοιποί φόροι	0	2	0	1	3
Μείον: Αμοιβές Δ.Σ.	0	0	0	0	0
Καθαρά Κέρδη (Μετά Φόρων)	356	175	86	200	726

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο, για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ANEK Α.Ε., λόγω της συγχώνευσης με απορρόφηση της Ρεθυμνιακής Α.Ε.

Τέλος, τα προ φόρων και αποσβέσεων αποτελέσματα (κέρδη) της Ρεθυμνιακής, κατά την τελευταία πενταετία, διατέθηκαν όπως παρουσιάζονται στον πίνακα 11, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 11
ΔΙΑΘΕΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ 1994 – 1998

(ποσά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ					1994 – 1998
	1994	1995	1996	1997	1998	
Αποτελέσματα προ Αποσβέσεων και Φόρων	534	411	339	614	1.119	3.017
Υπόλοιπο κερδών από προηγούμενες χρήσεις	0	0	0	82	0	82
Σύνολο προς Διάθεση	534	411	339	696	1.119	3.099
Αποσβέσεις	178	233	253	413	391	1.468
Φόροι Χρήσης	0	2	0	1	3	4
Τακτικό αποθεματικό	17	9	4	10	37	77
Ειδικά και έκτακτα αποθεματικά	145	167	0	122	7	441
Αφορολόγητα αποθεμ.	0	0	0	24	368	392
Μερίσματα	194	0	0	126	315	635
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	0	0	82	0	0	82
ΣΥΝΟΛΟ	534	411	339	696	1.119	3.099

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο, για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ANEK Α.Ε., λόγω της συγχώνευσης με απορρόφηση της Ρεθυμνιακής Α.Ε.

Όπως προκύπτει από τον πιο πάνω πίνακα, κατά την περίοδο 1994 – 1998, ποσοστό 47,4% των προ αποσβέσεων κερδών διατέθηκε για αποσβέσεις, 20,5% για διανομή μερισμάτων, και το υπόλοιπο ποσό για αποθεματικά και πληρωμή φόρων.

Β) Ισολογισμοί Εταιρίας. Η ανάλυση των Ισολογισμών της Εταιρίας για την πενταετία 1994 – 1998 συνοψίζεται στον πίνακα 12, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 12
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1994 – 1998

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (ποσά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
ΑΝΑΠΟΣΒ. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤ/ΣΗΣ	58	558	489	613	525
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ					
Συνολική αξία πλοίων	0	0	0	0	8.076
Μείον: Συσσωρευμένες αποσβέσεις	0	0	0	0	527
Λοιπά πάγια	5.388	8.097	8.275	8.298	62
Μείον: Συσσωρευμένες αποσβέσεις	273	347	424	604	50
Αναπόσβ. Ενσώματα πάγια	5.115	7.750	7.852	7.694	7.562
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	2	2	2	2	1
Σύνολο Πάγιου Ενεργητικού	5.117	7.752	7.854	7.696	7.563
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Αποθέματα	113	161	166	214	209
Πρακτορεία (Πελάτες) – Γραμμάτια εισπρακτέα	164	166	184	200	196
Αξίες εισπρακτέες	557	191	351	320	359
Λοιπές απαιτήσεις	28	21	26	66	78
Χρεόγραφα	83	83	161	279	155
Διαθέσιμα	364	151	154	289	261
Σύνολο Κυκλοφορ. Ενεργητικού	1.310	773	1.042	1.366	1.258
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	31	131	123	8	6
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	6.516	9.214	9.508	9.684	9.352

ΠΙΝΑΚΑΣ 12 (συνέχεια)
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1994 – 1998

ΠΑΘΗΤΙΚΟ (ποσά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό κεφάλαιο	1.936	1.936	3.147	3.147	3.147
Διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	880	880	365	365	365
Διαφορές αναπροσαρμογής – Επιχορηγήσεις επενδύσεων	496	496	504	504	418
Αποθεματικά κεφάλαια	470	647	564	720	1.131
Υπόλοιπο κερδών χρήσης εις νέο	0	0	81	0	0
Ποσά προορισμένα για αύξηση κεφ.	0	26	0	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	3.782	3.985	4.661	4.735	5.060
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	10	15	62	22	27
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμα δάνεια τραπεζών	1.584	3.030	2.774	2.526	1.858
Λοιπές μακροπρόθ. υποχρεώσεις	0	0	0	0	0
Προμηθευτές – Γραμμάτια και Επιταγές πληρωτέες	69	607	153	101	133
Τράπεζες λογαριασμοί βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	255	225	533	934	665
Φόροι – Τέλη – Ασφαλιστικά Ταμεία	90	214	180	234	266
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	402	625	668	706	721
Μερίσματα πληρωτέα	257	188	56	161	387
Μερίσματα παρελθουσών χρήσεων	0	0	0	0	0
Λοιπές υποχρεώσεις	58	235	377	200	161
Σύνολο Υποχρεώσεων	2.715	5.124	4.740	4.862	4.191
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	9	90	45	65	73
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	6.516	9.214	9.508	9.684	9.352

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο, για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ANEK Α.Ε., λόγω της συγχώνευσης με απορρόφηση της Ρεθυμνιακής Α.Ε.

Από τα στοιχεία του πιο πάνω πίνακα προκύπτουν οι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες της Εταιρίας για την περίοδο 1994 – 1998, που

παρατίθενται στον πίνακα 13, που ακολουθεί αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 13
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1994 – 1998

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
ΕΞΕΛΙΞΗΣ (%)					
Κύκλου Εργασιών	-	37,4	22,1	6,6	9,2
Κερδών προ Φόρων	-	-50,2	-51,3	132,5	262,7
Κερδών μετά Φόρων	-	-50,7	-50,7	131,6	262,7
Παγίων (σε αξία κτήσης)	-	51,5	1,3	-2,0	5,1
Συνολικών Απασχολούμενων Κεφαλαίων	-	41,4	3,2	1,8	-3,4
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (%)					
Αποδοτικ. Ιδίων Κεφαλαίων (προ Φόρων)	9,4	4,4	1,9	4,2	14,4
Αποδοτικ. Ιδίων Κεφαλαίων (μετά Φόρων)	9,4	4,4	1,9	4,2	14,3
Αποδοτικ. Συνολικών Απασχ. Κεφαλαίων (προ Φόρων)	5,5	1,9	0,9	2,1	7,8
Αποδοτικ. Συνολικών Απασχ. Κεφαλαίων (μετά Φόρων)	5,5	1,9	0,9	2,1	7,8
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ					
Κυκλοφορία Καθαρών Παγίων (:1)	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5
Κυκλοφορία Συνολ. Απασχ. Κεφαλαίων (:1)	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Κυκλοφορία Αποθεμάτων (ημέρες)	36	32	25	32	31
Κυκλοφορία Απαιτήσεων από Πελάτες (ημ.)	102	25	38	33	34
Κυκλοφορία Υποχρεώσεων από Προμηθευτές (ημ.)	13	81	17	10	12
ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ (%)					
Ξένα / Ίδια Κεφάλαια	72,0	131,0	103,0	1,04	84,0
Συνολ. Τραπεζ. Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια	59,0	97,0	85,0	88,0	58,0
Συνολ. Τραπεζ. Υποχρεώσεις / Συνολ. Απασχολούμενα Κεφάλαια	34,0	42,0	42,0	43,0	31,0
Συνολ. Υποχρεώσεις / Συνολ. Απασχολούμενα Κεφάλαια	42,0	57,0	50,0	51,0	46,0
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ					
Γενική Ρευστότητα (:1)	1,2	0,4	0,6	0,6	0,5
Άμεση Ρευστότητα (:1)	1,1	0,3	0,5	0,5	0,4

ΠΙΝΑΚΑΣ 13 (συνέχεια)
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1994 – 1998

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	ΧΡΗΣΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ					
Καθαρά Πάγια / Συνολ. Απασχ. Κεφάλαια	82,7	87,9	87,1	85,7	81,4
ΚΑΛΥΨΗΣ ΠΑΓΙΩΝ					
Ίδια Κεφάλαια / Καθαρά Πάγια	0,7	0,5	0,6	0,6	0,7
ΧΡΗΜΑΤ/ΜΙΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ					
Χρηματ/κα Έξοδα / Μικτά Αποτελέσματα	21,6	18,2	35,0	29,5	23,1

Από την παρατήρηση των δεικτών του πιο πάνω πίνακα προκύπτει ότι:

α) Το σύνολο του ενεργητικού της Εταιρίας έχει αυξηθεί σημαντικά κατά τη διάρκεια της πενταετίας 1994 – 1998, β) Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα (14,4% το 1998 έναντι 4,2% το 1997), γ) Η σχέση ξένα / ίδια κεφάλαια βελτιώθηκε το 1998 και διαμορφώθηκε σε 0,8 :1 έναντι 1,0 :1 το 1997, και δ) Από πλευρά ρευστότητας, η εικόνα της Εταιρίας κρίνεται ικανοποιητική και κατά τη διάρκεια της τελευταίας τριετίας κυμάνθηκε στα ίδια περίπου επίπεδα (0,5 – 0,6 :1).

9.4 ΤΑΥΤΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

9.4.1 ΟΡΟΙ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

Οι όροι της συγχώνευσης, όπως περιγράφονται στη Σύμβαση Συγχώνευσης περιλαμβάνουν τα εξής στοιχεία:

- α) Η συγχώνευση έγινε με ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού, περιλαμβανομένων και των λογαριασμών συναλλαγών της Απορροφώμενης Εταιρίας μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της παρούσας συγχώνευσης, και τα στοιχεία της Απορροφώμενης Εταιρίας μεταφέρονται ως στοιχεία ισολογισμού της Απορροφώσας. Ημερομηνία κλεισίματος των ισολογισμών ορίζεται η 31^η Δεκεμβρίου 1998.
- β) Ορκωτός ελεγκτής μέλος του ΣΟΕ προχώρησε στη μελέτη και αποτίμηση της αξίας των συγχωνευομένων εταιριών και με βάση τον ισολογισμό της 31/12/1998, μετά την εντολή που του δόθηκε από τα Δ.Σ. των δύο εταιριών. Οι κύριες μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν προς το σκοπό αυτό είναι: 1) Η μέθοδος της Π.Κ.Θ. + κεφαλαιοποιημένης μέσης ετήσιας υπερπροσόδου της τελευταίας πενταετίας, 2) Η μέθοδος της Κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των οργανικών ετήσιων κερδών της τελευταίας πενταετίας, και 3) Η μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- γ) Με την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχώνευσης, η Ρεθυμνιακή λύθηκε, χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάρισή της, και το σύνολο της περιουσίας της

(ενεργητικό και παθητικό), όπως αυτό εμφανίζεται στον Ισολογισμό Μετασηματισμού της 31/12/98, μεταβιβάστηκε στην ANEK.

- γ) Σύμφωνα με το άρθρο 2 §2 του ν. 2166/1993, το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας Εταιρίας αξίας 15.459.882.000 δρχ. θα αυξηθεί κατά το εισφερόμενο ποσό του μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφούμενης εκ δραχμών 3.147.000.000 ως και κατά 27.637.908 δραχμές με κεφαλαιοποίηση ισόποσου μέρους του έκτακτου αποθεματικού της Απορροφώσας. Ταυτόχρονα θα αυξηθεί η ονομαστική αξία όλων των μετοχών της Απορροφώσας από πεντακόσιες (500) δραχμές σε πεντακόσιες σαράντα επτά (547) δραχμές. Έτσι, το νέο μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας (ANEK) θα ανέλθει σε 10.634.519.908 δραχμές, και θα διαιρείται στις κατηγορίες μετοχών που παρουσιάζονται στον πίνακα 14, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 14
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ANEK Α.Ε.
(ΜΕΤΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ)

Κατηγορία Μετοχών	Χαρακτηριστικά	Ονομαστική Αξία	Αριθμός Μετοχών
Κοινές Ονομαστικές	Δικαίωμα Ψήφου, Εισηγμένες στο Χ.Α.Α.	547	30.128.513

ΠΙΝΑΚΑΣ 14 (συνέχεια)
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ANEK Α.Ε.
(ΜΕΤΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ)

Κατηγορία Μετοχών	Χαρακτηριστικά	Ονομαστική Αξία	Αριθμός Μετοχών
Προνομιούχες Ονομαστικές, Εκδόσεως 1990	Δικαίωμα Ψήφου, Εισηγμένες στο Χ.Α.Α.	547	374.596
Προνομιούχες Ονομαστικές, Εκδόσεως 1996	Δικαίωμα Ψήφου, Εισηγμένες στο Χ.Α.Α.	547	3.563.655
			34.066.764

δ) Οι πιο πάνω νέες μετοχές ονομαστικής αξίας 547 δρχ. η καθεμία θα ανταλλάγουν με τις σημερινές μετοχές της Απορροφώσας «ANEK Α.Ε.» ονομαστικής αξίας 500 δρχ. με τις σημερινές μετοχές των μετόχων της Απορροφώμενης «Ρεθυμνιακής Α.Ε.» ονομαστικής αξίας 1000 δρχ. η καθεμία, με σχέση ανταλλαγής 1:1, με τη σημείωση ότι οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών της Απορροφώσας θα λάβουν αντίστοιχες προνομιούχες μετοχές ονομαστικής αξίας 547 δρχ. η καθεμία.

Άρα, πριν τη συγχώνευση, υπάρχουν οι εξής μετοχές: 1) 30.919.764 μετοχές της ANEK, κοινές και προνομιούχες ονομαστικής αξίας 500 δρχ. η καθεμία, 2) 3.147.000 μετοχές της Ρεθυμνιακής, ονομαστικής αξίας 1000 η καθεμία.

Η σχέση των μετοχών της κάθε εταιρίας στο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας μετά τη συγχώνευση (εφεξής νέα ANEK) προκύπτει από τον λόγο των

μετοχικών κεφαλαίων των υπάρχουσων εταιριών προς τη νέα εταιρία και είναι :

$$1. \frac{\text{Μετοχ. Κεφ. ANEK}}{\text{Μετοχ. Κεφ. νέας ANEK}} = \frac{15.459.882.000}{18.606.882.000} = 83,1\% \text{ για ANEK}$$

$$2. \frac{\text{Μετοχ. Κεφ. ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ}}{\text{Μετοχ. Κεφ. νέας ANEK}} = \frac{3.147.000.000}{18.606.882.000} = 16,9\% \text{ για ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗ}$$

Αυτή η σχέση δεν πρέπει να διαταράσσει την πραγματική αξία των δύο εταιριών, που είναι σύμφωνα με την πραγματική καθαρή θέση των εταιριών,

81.605.539.215	για την ANEK
<u>7.205.410.022</u>	για τη Ρεθυμνιακή
88.810.949.237	σύνολο

και ο λόγος, που προκύπτει είναι 91,9% για την ANEK και 8,1% για τη Ρεθυμνιακή.

Η σχέση που προκύπτει από τις υπάρχουσες μετοχές, ανεξάρτητα από την ονομαστική τους αξία, και μόνο ως προς τον αριθμό είναι:

30.919.764	μετοχές ANEK
<u>3.147.000</u>	μετοχές Ρεθυμνιακής
34.066.764	μετοχές νέας ANEK

Επομένως, εφόσον ο κάθε μέτοχος της Ρεθυμνιακής θα λάβει μία (1) μετοχή της ANEK, το υπόλοιπο του κεφαλαίου που προκύπτει από τη μέθοδο του ν. 2166/1993 θα μοιραστεί σε όλους τους μετόχους με αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής της νέας ANEK, η οποία θα είναι:

$$\frac{\text{Μετοχ. Κεφ. νέας ANEK}}{\text{Αριθμός Μετ. νέας ANEK}} = \frac{18.606.882.000}{34.066.764} = 546,2\%$$

Συνεπώς, η ANEK θα πρέπει να αυξήσει από τα αποθεματικά της το κεφάλαιο κατά 27.637.908 δρχ. για να διαμορφωθεί ονομαστική αξία της μετοχής 547 δρχ., στρογγυλοποιώντας το ποσό.

- ε) Με την ολοκλήρωση κατά το νόμο της συγχώνευσης θα εκδοθούν, για το σύνολο του διαμορφωθέντος μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφώσας Εταιρίας, νέοι αποθετήριοι ή άυλοι τίτλοι που θα ανταλλάσσονται με τις μετοχές που κατέχουν οι μέτοχοι των συγχωνευομένων εταιριών, σύμφωνα με τα πιο πάνω αναφερόμενα.
- στ) Δεν υφίστανται μέτοχοι της Απορροφώμενης Εταιρίας που έχουν ειδικά δικαιώματα και προνόμια, ούτε είναι κάτοχοι άλλων τίτλων πλην μετοχών.
- ζ) Για τα μέλη των Δ.Σ. και τους τακτικούς ελεγκτές των συγχωνευομένων εταιριών, δεν προβλέπονται από τα καταστατικά τους ή τις αποφάσεις των Γ.Σ. ιδιαίτερα πλεονεκτήματα, ούτε παραχωρούνται από την παρούσα συγχώνευση με απορρόφηση.

9.4.2 ΛΟΓΟΙ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ.

Ο βασικός λόγος που υπαγόρευσε τη συγχώνευση των δύο εταιριών είναι η ικανοποίηση της ανάγκης δημιουργίας ισχυρών επιχειρηματικών σχημάτων, ικανών να αντεπεξέλθουν στην έξαρση του ανταγωνισμού που θα επέλθει από την άρση του cabotage, το 2004.

Με τη συγχώνευση επιδιώκεται η επίτευξη μιας σειράς θετικών αποτελεσμάτων, που θα ωφελήσουν τόσο την οικονομική θέση της Απορροφώσας Εταιρίας, όσο και τους μετόχους και των δύο συγχωνευόμενων εταιριών. Ειδικότερα, με τη συγχώνευση επιδιώκονται:

- ◆ Ικανοποίηση των αυξανόμενων αναγκών για νέες μονάδες, που θα συμβάλλουν στον εκσυγχρονισμό και τη βελτίωση των υπηρεσιών των θαλασσίων μεταφορών.
- ◆ Ορθολογικότερη χρήση των πλοίων σε νέες γραμμές, στις οποίες να είναι πιο κατάλληλα και πιο αποδοτικά, προσδίδοντας έτσι μεγαλύτερη ευελιξία και αποτελεσματικότητα στην εκμετάλλευσή τους.
- ◆ Δημιουργία οικονομικών κλίμακας από τις μειώσεις στα μη ανελαστικά έξοδα και δαπάνες (π.χ. καλύτερες συμφωνίες στις προμήθειες πρώτων υλών και εμπορευμάτων, καυσίμων, λιπαντικών, ανταλλακτικών, κ.λ.π.), οικονομικότερα συμβόλαια επισκευών, χαμηλότερο κόστος συντηρήσεων και δεξαμενισμών.

- ♦ Ορθολογικότερη χρήση του δικτύου πωλήσεων και των ενεργειών προώθησης διαφήμισης.

9.4.3 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ.

Οι προβλέψεις των αποτελεσμάτων της Εταιρίας μετά τη συγχώνευσή για τις χρήσεις 1999 – 2000, με βάση τις εκτιμήσεις της Διοίκησης παρουσιάζονται στον πίνακα 15, που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ 15
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ
ΤΗΣ ΑΝΕΚ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1999 – 2000

(ποσά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ			
	1998	1999 (1/1 – 31/9)	1999 Εκτίμηση	2000 Πρόβλεψη
Συνολικά Έσοδα Εκμετάλλευσης Πλοίων	30.244	23.336	33.818	37.700
Μείον: Κόστος Πωλήσεων	18.063	15.197	20.434	21.866
Μικτό Κέρδος	12.281	8.139	13.384	15.834
Πλέον: Λοιπά έσοδα εκμετ/σης	194	173	251	280
Σύνολο Μικτών Κερδών	12.475	8.312	13.635	16.114
Μείον: Έξοδα διοίκησης	1.136	996	1.305	1.455
Έξοδα διάθεσης	3.207	2.361	3.336	3.719
Λειτουργικό Αποτέλεσμα	8.131	4.955	8.994	10.940
Πλέον: Έσοδα Συμμετοχών	0	0	0	0
Κέρδη από πώληση Συμμετοχών & Χρεογράφων	0	0	0	0
Πλέον: Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	336	543	(37)	(196)
Μείον: Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	603	384	0	0

ΠΙΝΑΚΑΣ 15 (συνέχεια)
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ
ΤΗΣ ANEK Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1999 και 2000

(ποσά σε εκατ. δρχ.)	ΧΡΗΣΗ			
	1998	1999	1999	2000
		(1/1 – 31/9)	Εκτίμηση	Πρόβλεψη
Κέρδη προ Τόκων και Φόρων και Αποσβέσεων	7.864	5.114	8.957	10.744
Πλέον: Πιστωτικοί τόκοι και έξοδα	63	1.008	1.471	600
Μείον: Τόκοι και συναφή έξοδα	1.200	1.079	1.830	2.007
Κέρδη προ Αποσβέσεων και Φόρων	6.727	5.043	8.598	9.337
Μείον: Αποσβέσεις (συνολικές)	1.671	694	2.646	2.924
Κέρδη προ Φόρων	5.055	4349	5.952	6.413
Μείον: Φόροι χρήσης και λοιποί φόροι	51	-	585	126
Μείον: Αμοιβές Δ.Σ.	0	-	0	0
Καθαρά Κέρδη (Μετά Φόρων)	5.004	-	5.367	6.287

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο, για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ANEK Α.Ε., λόγω της συγχώνευσης με απορρόφηση της Ρεθυμνιακής Α.Ε.

9.4.4 ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ANEK Α.Ε.

Η Διοίκηση της ANEK διέγνωσε έγκαιρα την ανάγκη, τόσο αναβάθμισης και εκσυγχρονισμού των υφιστάμενων πλοίων, όσο και της απόκτησης νέων σύγχρονων και ταχύτερων πλοίων, με σκοπό:

1. Την ενίσχυση της ανταγωνιστικής ικανότητας της Εταιρίας στις γραμμές της Αδριατικής με νέα σύγχρονα και ταχύτερα πλοία που θα επιτρέψουν την αύξηση του μεριδίου της ANEK στις γραμμές αυτές,

2. Τη διατήρηση και περαιτέρω διεύρυνση των μεριδίων της αγοράς στις εσωτερικές γραμμές, εν όψει και της άρσης του cabotage και της μετατροπής του επιχειρηματικού περιβάλλοντος από προστατευτικό σε ανταγωνιστικό,
3. Τη βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών από το στόλο της εταιρίας, και ειδικότερα όσον αφορά την ασφάλεια και την άνεση των επιβατών, καθώς και την ταχύτητα, τη συχνότητα και την ακρίβεια των δρομολογίων.

Στα πλαίσια της ανωτέρω πραγματικότητας, η ANEK από το 1996 εκτόνησε και άρχισε να υλοποιεί μακροπρόθεσμο πρόγραμμα νέων επενδύσεων, για το οποίο έγινε λόγος πιο πάνω στις παραγράφους 9.3.1 και 9.3.3.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι βασικός στόχος της ANEK είναι η ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών πρωτοβουλιών στο χώρο της Ναυτιλίας, είτε από την ίδια την εταιρία, είτε μέσω εταιριών στο μετοχικό κεφάλαιο των οποίων συμμετέχει με σημαντικό ποσοστό. Ήδη έχουν ολοκληρωθεί διαδικασίες σύμφωνα με τα προγράμματά της, και σήμερα η ANEK συμμετέχει:

- α) Στο μετοχικό κεφάλαιο της Ν.Ε.Λ. με ποσοστό 16,5% με εγγραφή μετοχών. Για τη συμμετοχή της αυτή, η Εταιρία κατέβαλε ποσό 4.000.007.500 δρχ. Σήμερα, η χρηματιστηριακή αξία της συμμετοχής αυτής ξεπερνά τα 20 δις δρχ.

- β) Στο μετοχικό κεφάλαιο της Λ.Α.Ν.Ε. με ποσοστό 50%. Για τη συμμετοχή της αυτή, η Εταιρία παραχώρησε το Ε/Γ-Ο/Γ ΤΑΛΩΣ, που μετονομάστηκε σε ΙΕΡΑΠΕΤΡΑ.
- γ) Στο ιδρυτικό κεφάλαιο της Α.Ν.Ε.Ν. με ποσοστό 20% με την εισφορά 300.000.000 δρχ. Το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ν.Ε.Ν. ανέρχεται σε 1,5 δις δρχ. Η Α.Ν.Ε.Ν. έχει σκοπό την αγορά κατάλληλου πλοίου για τη σύνδεση της Δυτικής Κρήτης με τα Κύθηρα και τη Νότιο Πελοπόννησο.
- δ) Στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Δ.Α.Ν.Ε. με ποσοστό 50% ως στρατηγικός επενδυτής, αποκτώντας έτσι το 43,3% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου αυτής.

Όλες οι πιο πάνω στρατηγικές κινήσεις της ANEK σε συνδυασμό με τη συγχώνευση με απορρόφηση της Ρεθυμνιακής Α.Ε. φέρουν την Εταιρία στην πρώτη γραμμή ανάπτυξης του επιχειρηματικού ναυτιλιακού γίνεσθαι της Ελληνικής Ακτοπλοΐας. Έτσι, σήμερα η ANEK είναι παρούσα και ισχυρή σε όλα τα λιμάνια της Κρήτης, αναπτύσσεται με έντονη παρουσία στην ευρύτερη περιοχή του Αιγαίου, έχει δυναμική και παραδοσιακή ισχυρή παρουσία στις γραμμές Ελλάδας – Ιταλίας, εκσυγχρονίζει το στόλο ακολουθώντας ένα δυναμικό πρόγραμμα, έχει τη δυνατότητα αναδιάρθρωσης του στόλου της σύμφωνα με τις ανάγκες που δημιουργούνται ευρύτερα στην Ελληνική Ακτοπλοΐα, και βρίσκεται ισχυρή και έτοιμη να αντιμετωπίσει την άρση του cabotage.

Με την ανάπτυξη, την επέκταση και τις συνεργασίες – ενέργειες που αναπτύσσει, η ANEK δημιουργεί οικονομίες κλίμακας και αποτελεσματικότερη εκμετάλλευση του στόλου της Εταιρίας, δημιουργώντας βάσεις για την αύξηση του περιθωρίου κέρδους. Έτσι, έχει την απαραίτητη υποδομή για να επεκταθεί και σε άλλες επιχειρηματικές δραστηριότητες.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. ANEK A.E., Ενημερωτικό Δελτίο για την Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου λόγω της Συγχώνευσης με Απορρόφηση της Εταιρίας Ρεθυμνιακής Α.Ε. , Αθήνα, Δεκέμβριος 1999.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΚΑΤΟ

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε.

10.1 ΓΕΝΙΚΑ.

Προκειμένου να αξιολογήσουμε το εάν η τιμή εξαγοράς και εν γένει η αξία της Ρεθυμνιακής Α.Ε., όπως προκύπτει από τη σύγχroneυση αυτής με την ANEK Α.Ε. είναι ορθή, θα χρησιμοποιήσουμε δύο βασικά εργαλεία: α) Μια ή περισσότερες pro-forma καταστάσεις (pro-forma statements), οι οποίες θα μας δώσουν τις προβλεπόμενες μελλοντικές καθαρές (λειτουργικές) ταμιακές ροές της εξαγοραζόμενης εταιρίας, και β) έναν προσαρμοσμένο στον κίνδυνο συντελεστή προεξόφλησης (risk adjusted discount rate – RADR), με τον οποίο θα κεφαλαιοποιήσουμε τις προβλεπόμενες αυτές ταμιακές ροές και την εκτιμώμενη υπολειμματική αξία της.

Πιο πάνω, στις παραγράφους 2.3.1 και 2.3.2 του δευτέρου κεφαλαίου του πρώτου μέρους, υποστηρίχθηκε ότι στη σύγχroneη πρακτική, για την εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης, χρησιμοποιείται είτε η μέθοδος της παρούσας αξίας των αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών ή των μελλοντικών κερδών (ανάλογα με την προτίμηση που δείχνουν, κατά περίπτωση, οι ενδιαφερόμενοι), είτε η μέθοδος των αναμενόμενων μελλοντικών κερδών και του λόγου τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (η προτεινόμενη μέθοδος κατά πολλούς). Το πρόβλημα, λοιπόν, που ανακύπτει είναι το ποια είναι η ορθότερη από τις δύο μεθόδους, και

στην περίπτωση που αποφασίσουμε να χρησιμοποιήσουμε τη μέθοδο της παρούσας αξίας των αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών ή των μελλοντικών κερδών, είναι το τι είναι ορθότερο να υπολογίσουμε, μελλοντικά κέρδη ή αναμενόμενες (προβλεπόμενες) καθαρές ταμιακές ροές;

Τα περισσότερα στοιχεία που χρησιμοποιούνται κατά την εκτίμηση των προεξοφλητέων ταμιακών ροών (discounted cash flow valuation) είναι εκτιμήσεις που στηρίζονται σε κέρδη της εταιρίας. Όμως τα κέρδη δεν είναι ταμιακές ροές. Τα κέρδη είναι μια λογιστική μονάδα μέτρησης της απόδοσης της εταιρίας, που προκύπτουν στηριζόμενα σε λογιστικά πρότυπα, όπως είναι π.χ. η αρχή της αντιστοίχισης (matching) απαιτήσεων και υποχρεώσεων κατά την ημερομηνία λήξης ή κατά ξένο νόμισμα, και η αρχή της συντηρητικότητας (conservatism). Η εφαρμογή, όμως, λογιστικών προτύπων απαιτεί συχνά τον επιμερισμό συγκεκριμένων εσόδων και κόστους σε διάφορες λογιστικές χρήσεις, επιμερισμούς δηλαδή που είναι ανεξάρτητοι από το πραγματικό χρόνο πραγματοποίησης της πληρωμής και που δεν έχουν καμία σχέση με την πραγματική ροή των πόρων[1]. Έτσι, η αξία μιας επιχείρησης, που έχει υπολογισθεί με βάση τα λογιστικά κέρδη, μπορεί συχνά να επηρεαστεί από τους αυθαίρετους αυτούς επιμερισμούς.

Ο καλύτερος, λοιπόν, τρόπος αποφυγής του πιο πάνω προβλήματος είναι η χρήση ταμιακών ροών αντί για λογιστικά κέρδη, καθώς οι ταμιακές ροές δεν επηρεάζονται από αυθαίρετους λογιστικούς επιμερισμούς, όπως είναι π.χ. οι αποσβέσεις, οι φορολογικές διευκολύνσεις και οι εκτιμήσεις των αποθεμάτων.

Τέλος, ένα ακόμα στοιχείο που συγκλίνει στην άποψη της χρησιμοποίησης ταμιακών ροών αντί μελλοντικών κερδών κατά τον υπολογισμό της ενδεικνυόμενης τιμής εξαγοράς είναι ότι το χρησιμοποιώντας κανείς ταμιακές ροές μπορεί να υπολογίσει το τίμημα (price of money) που θα πρέπει να πληρωθεί σε οποιαδήποτε μελλοντική ημερομηνία, παρακολουθώντας μόνο την απόδοση που παρουσιάζει μια ομολογία στη λήξη της, κατά το χρόνο εκείνο. Ισχύει, όμως, το ίδιο και για τα κέρδη; Και αν ισχύει, πώς υπολογίζουμε το τίμημα αυτών;

Το ζήτημα, λοιπόν, βρίσκεται στο ότι οι ταμιακές ροές διαφορετικών χρονικών περιόδων διαπραγματεύονται στις χρηματαγορές, και στο ότι δεν υπάρχει καμία σχετική αγορά για τη διαπραγμάτευση κερδών. Αυτό συμβαίνει, διότι τα κέρδη αποτελούν έναν τρόπο μέτρησης της αποδοτικότητας μιας δρώσας (ongoing) επιχείρησης, και στο ότι είναι ενήμερα της κατάστασης που μπορεί να επικρατεί στην επιχείρηση. Δυστυχώς, όμως, τα κέρδη δεν πωλούνται. Συνεπώς, το μόνο ρευστό που μπορεί μια επιχείρηση να παράγει, περιέχεται στις ταμιακές της ροές, οι οποίες θα έχουν εκτιμηθεί σε αγοραίες (χρηματιστηριακές) τιμές[2].

Με βάση, λοιπόν, το πιο πάνω σκεπτικό, η ορθότερη μέθοδος εκτίμησης της τιμής εξαγοράς της Ρεθυμνιακής Α.Ε. είναι η μέθοδος της παρούσας αξίας των «αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών», η οποία στηρίζεται, όπως είναι αυτονόητο σε εκτιμώμενες μελλοντικές καθαρές ταμιακές ροές.

10.2 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε.

Για να εκτιμήσουμε την αξία της Ρεθυμνιακής Α.Ε., χρησιμοποιώντας την μέθοδο της παρούσας αξίας των αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών, ακολουθούμε τα εξής στάδια:

10.2.1 ΕΥΡΕΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΤΗΣ.

Το σημαντικότερο, αλλά και το δυσκολότερο συγχρόνως στάδιο κατά την εκτίμηση μιας ενδεικτικής τιμής εξαγοράς της Ρεθυμνιακής Α.Ε. (όπως και κατά την ανάλυση οποιασδήποτε επένδυσης σε πάγια στοιχεία σε συνθήκες αβεβαιότητας) είναι η εκτίμηση των μελλοντικών καθαρών (λειτουργικών) ταμιακών ροών της. Κι αυτό, διότι πολλές είναι οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται κατά την εκτίμηση των πιο πάνω ροών και πολλές είναι οι μέθοδοι που έχουν προταθεί για την εξεύρεση αυτών. Στην παρούσα μελέτη θα προσπαθήσουμε να προσεγγίσουμε το παρόν ζήτημα καταρτίζοντας pro-forma καταστάσεις (pro-forma statements) για ένα εύλογο χρονικό διάστημα (1999 – 2003), που να αντικατοπτρίζει ολόκληρη την εταιρία[3].

Πιο συγκεκριμένα, το μοντέλο των pro-forma καταστάσεων που θα κατασκευάσουμε θα στηρίζεται στις εκτιμώμενες πωλήσεις της εταιρίας (sales – driven pro-forma statements), πράγμα που σημαίνει ότι όλα τα λειτουργικά στοιχεία του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης θα

συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με τις εκτιμώμενες πωλήσεις αυτής. Έτσι, με βάση το μοντέλο αυτό που θα κατασκευάσουμε θα μπορούμε:

- α) Από τις pro-forma εκτιμήσεις των πωλήσεων να διαμορφώσουμε μια άποψη για τις μελλοντικές προσδοκίες της εταιρίας μέσω του μάρκετινγκ,
- β) Από τους pro-forma Ισολογισμούς να διαμορφώσουμε μια άποψη για τις χρηματοοικονομικές πολιτικές και την τεχνολογία που εφαρμόζει και που πιθανόν θα εφαρμόσει η εταιρία, και
- γ) Από τις pro-forma Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης να διαμορφώσουμε μια άποψη για την αποτελεσματικότητα που παρουσιάζει η εταιρία.

10.2.1.1 ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ.

Το μοντέλο, που θα κατασκευάσουμε και με το οποίο θα μπορέσουμε να εκτιμήσουμε τις ταμιακές ροές των πέντε επόμενων χρήσεων (1999 – 2003) της Ρεθυμνιακής Α.Ε. στηρίζεται στα ακόλουθα στοιχεία:

- Α) Μελετώντας κανείς τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις χρήσεις 1994 – 1998, παρατηρεί ότι: η πολιτική που ακολουθεί η διοίκηση της Εταιρίας όσον αφορά το πλεόνασμα μετρητών (excess-cash) είναι: (α) η αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων της και (β) η ολοκλήρωση της αύξησης του

μετοχικού κεφαλαίου (την περίοδο 1995 – 1996), με την καταβολή μετρητών και την επανεπένδυση μέρους αυτών υπό τη μορφή αποθεματικών. Συνεπώς, το γεγονός ότι η διοίκηση της Ρεθυμνιακής χρησιμοποιεί τα πλεονάζοντα μετρητά της για να αποπληρώσει τις δανειακές υποχρεώσεις της (Χρέος) και να ολοκληρώσει την αύξηση της Καθαρής Θέσης της (Ίδια Κεφάλαια), σημαίνει ότι ως σταθερή μεταβλητή (plug) της επιχείρησης για την κατάρτιση των pro-forma καταστάσεων αυτής ορίζουμε το λόγο Χρέος / Ίδια Κεφάλαια (Στόχος Χ_Ι.Κ), τον οποίο εξαιτίας ασύμμετρης πληροφόρησης και στηριζόμενοι στα χρηματοοικονομικά στοιχεία του πίνακα 13 θεωρούμε ότι η Ρεθυμνιακή Α.Ε. προσπαθεί να τον διατηρήσει σε ποσοστό της τάξεως του 58% για καθένα από τα επόμενα έτη.

Β) Προκειμένου να διαμορφώσουμε μια pro-forma κατάσταση ώστε να παράγει ένα αριθμητικό αποτέλεσμα, πρέπει να περιλάβουμε μέσα σ' αυτήν τόσο τον τρόπο λειτουργίας της εταιρίας, όσο και το ισχύον περιβάλλον των πωλήσεων αυτής. Έτσι, στην περίπτωση της Ρεθυμνιακής Α.Ε. στο υπό κατάρτιση μοντέλο θα πρέπει να περιλάβουμε τα ακόλουθα στοιχεία:

1. Τον ρυθμό της ετήσιας αύξησης των πωλήσεων της Εταιρίας στο μέλλον (ΡΥΘΜ ΠΩΛ). Στη σύγχρονη πρακτική, ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων στο μέλλον υπολογίζεται με διάφορους τρόπους, όπως π.χ. με την εκτίμηση των πωλήσεων του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση ως σύνολο, βασιζόμενη στις μακροοικονομικές συνθήκες (πορεία Ακαθάριστου Εθνικού και Εγχώριου Προϊόντος), και με την εκτίμηση του μεριδίου αγοράς που κατέχει η επιχείρηση στον κλάδο,

ύστερα από αξιολόγηση των ανταγωνιστών της και των πλεονεκτημάτων ή και μειονεκτημάτων που παρουσιάζουν αυτοί σε σχέση μ' αυτήν. Αν υποθέσουμε ότι η μακροοικονομική δραστηριότητα θα παραμείνει σταθερή για ένα διάστημα ενός έως πέντε ετών, τότε μπορούμε να προχωρήσουμε σε εκτίμηση των μελλοντικών πωλήσεων της επιχείρησης, στηριζόμενοι στα ιστορικά στοιχεία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των δύο προηγούμενων ετών. Αυτό, διότι στην περίπτωση της Ρεθυμνιακής Α.Ε., οποιαδήποτε προσπάθεια εκτίμησης των μελλοντικών πωλήσεων αυτής στηριζόμενη σε στοιχεία περισσότερα των δύο ετών θα παρουσίαζε σημαντικές αποκλίσεις, εξαιτίας της διαφοράς του μεγέθους πωλήσεων που είχε η Εταιρία το 1994 και 1995 σε σχέση με το 1997 ή 1998. Με βάση αυτό το σκεπτικό, ο ΡΥΘΜ_ΠΩΛ της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τα έτη 1999 – 2003 υπολογίζεται σε 8,0% (μέσος όρος ρυθμού πωλήσεων της Εταιρίας για τα έτη 1997 και 1998).

2. Το ποσοστό των παγίων στοιχείων του Ενεργητικού που είναι απαραίτητο για να πραγματοποιηθεί η εκτιμώμενη ετήσια αύξηση των πωλήσεων αυτής (Π.Ε ΠΩΛ). Στην περίπτωση της Ρεθυμνιακής Α.Ε., το Π.Ε_ΠΩΛ είναι ίσο με 204,8% (μέσος όρος του Παγίου Ενεργητικού της Εταιρίας για τα έτη 1997 και 1998).
3. Το ποσοστό των κυκλοφορούντων στοιχείων του Ενεργητικού που είναι απαραίτητο για να πραγματοποιηθεί η εκτιμώμενη ετήσια αύξηση των πωλήσεων αυτής (Κ.Ε ΠΩΛ). Στην περίπτωση της Ρεθυμνιακής Α.Ε.,

το Κ.Ε_ΠΩΛ είναι ίσο με 28,5% (μέσος όρος του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού της Εταιρίας για τα έτη 1997 και 1998).

4. Το ποσοστό των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων που είναι απαραίτητο για να πραγματοποιηθεί η εκτιμώμενη ετήσια αύξηση των πωλήσεων αυτής (Β.Υ_ΠΩΛ). Στην περίπτωση της Ρεθυμνιακής Α.Ε., το Β.Υ_ΠΩΛ είναι ίσο με 62,6% (μέσος όρος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της Εταιρίας για τα έτη 1997 και 1998).
5. Το ποσοστό του κόστους πωληθέντων (Κ.ΠΩΛΗΘ.) που είναι απαραίτητο για να πραγματοποιηθεί η εκτιμώμενη ετήσια αύξηση των πωλήσεων αυτής (Κ.ΠΩΛΗΘ._ΠΩΛ). Στην περίπτωση της Ρεθυμνιακής Α.Ε., το Κ.ΠΩΛΗΘ._ΠΩΛ είναι ίσο με 63,6% (μέσος όρος του κόστους πωληθέντων της Εταιρίας για τα έτη 1997 και 1998).
6. Το επιτόκιο (δανεισμού), με το οποίο η Εταιρία αποπληρώνει τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της (ΕΠΙΤΟΚΙΟ). Το ΕΠΙΤΟΚΙΟ αυτό για τη Ρεθυμνιακή Α.Ε. είναι της τάξεως του 15,4% (τόκοι χρεωστικοί και συναφή έξοδα 1997 και 1998 / μακροπρόθεσμα δάνεια τραπεζών 1997 και 1998).
7. Το ποσοστό των καθαρών της κερδών (μετά φόρων), που η Εταιρία διανέμει ως μερίσματα (ΠΛΗΡ_ΜΕΡ). Στην περίπτωση της Ρεθυμνιακής Α.Ε., το ΠΛΗΡ_ΜΕΡ είναι ίσο με 43,4% (μέσος όρος αυτού για τα έτη 1997 και 1998).

8. Το συντελεστή φορολογίας, που εφαρμόζεται επί των κερδών (προ φόρων) της Εταιρίας (ΣΥΝΤ. ΦΟΡΟΛ.). Λαμβάνοντας υπόψη μας το ν. 27/1975 και ν. 2238/1994¹ και με το δεδομένο ότι το μεγαλύτερο μέρος των κερδών της Ρεθυμνιακής Α.Ε. (άνω του 95%) είναι αφορολόγητο καθώς προέρχεται από την εκμετάλλευση των πλοίων, θεωρούμε ότι ο ΣΥΝΤ. ΦΟΡΟΛ. της Ρεθυμνιακής Α.Ε. είναι ίσος με 0%.
9. Το συντελεστή αποσβέσεων, που χρησιμοποιεί η Εταιρία (ΣΥΝΤ. ΑΠΟΣΒ.), ο οποίος στην περίπτωση της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τα έτη 1997 και 1998 ήταν της τάξεως του 7,6%.

Έτσι, με βάση τα πιο πάνω στοιχεία, τα δεδομένα για την κατάρτιση των προ-forma καταστάσεων της Ρεθυμνιακής παρουσιάζονται συνοπτικά στον πίνακα 16, που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ 16
ΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΩΝ PRO-FORMA ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε.

ΡΥΘΜ ΠΩΛ	8,0%
Αρχικές Πωλήσεις	3897
Π.Ε ΠΩΛ	204,8%
Κ.Ε ΠΩΛ	28,5%
Β.Υ ΠΩΛ	62,6%
Κ. ΠΩΛΗΘ. ΠΩΛ	63,6%
ΕΠΙΤΟΚΙΟ	15,4%
ΠΛΗΡ ΜΕΡ	43,4%
ΣΥΝΤ. ΦΟΡΟΛ	0,0%
ΣΥΝΤ. ΑΠΟΣΒ	7,6%
Στόχος Χ.Ι.Κ	58,0%

¹ Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία περί φορολογίας πλοίων (ν.27/1975), οι ναυτιλιακές εταιρίες απαλλάσσονται της φορολογίας εισοδήματος για τα κέρδη που προέρχονται από την εκμετάλλευση πλοίων. Όσον αφορά για το υπόλοιπο μέρος των κερδών τους, αυτό επιβαρύνεται με φόρο 35% πριν από οποιαδήποτε διανομή, σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 2238/1994.

10.2.1.2 ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΤΗΣ PRO-FORMA ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε.

Για να καταρτίσουμε την pro-forma Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης της Εταιρίας θα στηριχθούμε αφενός στα στοιχεία της παραγράφου 10.2.1.1, και αφετέρου στις σχέσεις, με τις οποίες συνδέονται οι λογαριασμοί που εμφανίζονται σε μια τέτοιου είδους χρηματοοικονομική κατάσταση. Έτσι, με βάση αυτά σαν δεδομένα και ύστερα από κατάλληλη επεξεργασία, η pro-forma Κατάσταση των Αποτελεσμάτων Χρήσης της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις χρήσεις 1999 – 2003 παρουσιάζεται στον πίνακα 17, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 17
Η PRO-FORMA ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1999 – 2003

ΧΡΗΣΗ (ποσά σε εκατ. δρχ.)	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Πωλήσεις	3897	4211	4550	4916	5312	5739
Κ. ΠΩΛΗΘ.		2678	2894	3127	3378	3650
Αποσβέσεις		637	682	737	796	860
Τόκοι		337	331	325	318	311
Κέρδη Προ Φόρων		559	643	728	820	918
Φόρος		0	0	0	0	0
Κέρδη Μετά Φόρων		559	643	728	820	918
Μερίσματα		243	279	316	356	399
Αδιανέμητα Κέρδη		316	364	412	464	520

10.2.1.3 ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΤΗΣ PRO-FORMA ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε.

Για να καταρτίσουμε την pro-forma Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης της Εταιρίας θα στηριχθούμε αφενός στις σχέσεις της παραγράφου 10.2.1.2, και αφετέρου στις σχέσεις, με τις οποίες συνδέονται οι λογαριασμοί που εμφανίζονται σε μια τέτοιου είδους χρηματοοικονομική κατάσταση. Έτσι, με βάση αυτά τα δεδομένα και ύστερα από κατάλληλη επεξεργασία, η pro-forma Κατάσταση Ισολογισμού της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις χρήσεις 1999 – 2003 παρουσιάζεται στον πίνακα 18, που παρατίθεται αμέσως πιο κάτω:

ΠΙΝΑΚΑΣ 18
Η PRO-FORMA ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1999 – 2003

ΧΡΗΣΗ (ποσά σε εκατ. δρχ.)	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	1258	1202	1299	1403	1516	1639
Πάγιο Ενεργ. στο Κόστος	8138	8624	9318	10068	10878	11754
Συσσωρ. Αποσβέσεις	577	1214	1896	2632	3428	4288
Καθαρό Πάγιο Ενεργητικό	7561	7410	7422	7435	7450	7466
<i>Σύνολο Ενεργητικού</i>	<i>8819</i>	<i>8612</i>	<i>8721</i>	<i>8839</i>	<i>8966</i>	<i>9104</i>
ΠΑΘΗΤΙΚΟ						
Βραχυπρόθ. Υποχρεώσεις	2333	2638	2850	3080	3328	3596
Χρέος	1858	2193	2155	2114	2070	2022
Ίδια Κεφάλαια						
Μετοχικό Κεφάλαιο	3147	1983	1554	1071	531	-71
Αδιανέμητα Αποθεματικά	1481	1797	2161	2574	3037	3557
<i>Σύνολο Παθητικού</i>	<i>8819</i>	<i>8612</i>	<i>8721</i>	<i>8839</i>	<i>8966</i>	<i>9104</i>

10.2.1.4 ΕΥΡΕΣΗ ΤΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1999 – 2003.

Από τη μελέτη της Κατάστασης των Αποτελεσμάτων Χρήσης και τις μεταβολές, που παρουσιάζουν τα στοιχεία του Ισολογισμού κατά τη διάρκεια μιας χρήσης, μπορούμε να υπολογίσουμε τις καθαρές λειτουργικές ταμιακές ροές που παρουσιάζει η Εταιρία στη χρήση t. Αυτό ισχύει τόσο για τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που περιγράφουν την παρελθούσα δραστηριότητα και απόδοση της Εταιρίας, όσο και για τις pro-forma καταστάσεις που περιγράφουν την εκτιμώμενη δραστηριότητα και κατ' επέκταση απόδοση αυτής. Έτσι, αν εφαρμόσουμε την έμμεση μέθοδο (indirect method) υπολογισμού των καθαρών ταμιακών ροών, απ' όπου θα διαχωρίσουμε τις λειτουργικές δραστηριότητες από τις επενδυτικές, χρηματοοικονομικές και μη ταμιακές δραστηριότητες, τότε μπορούμε να υπολογίσουμε τις καθαρές λειτουργικές ταμιακές ροές της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις χρήσεις 1999 – 2003. Με βάση όλα τα πιο πάνω στοιχεία, οι (λειτουργικές) καθαρές ταμιακές ροές (ΚΤΡ) της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις χρήσεις 1999 – 2003 παρουσιάζονται στον πίνακα 19, που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ 19
ΟΙ ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ (ΚΤΡ)
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1999 – 2003

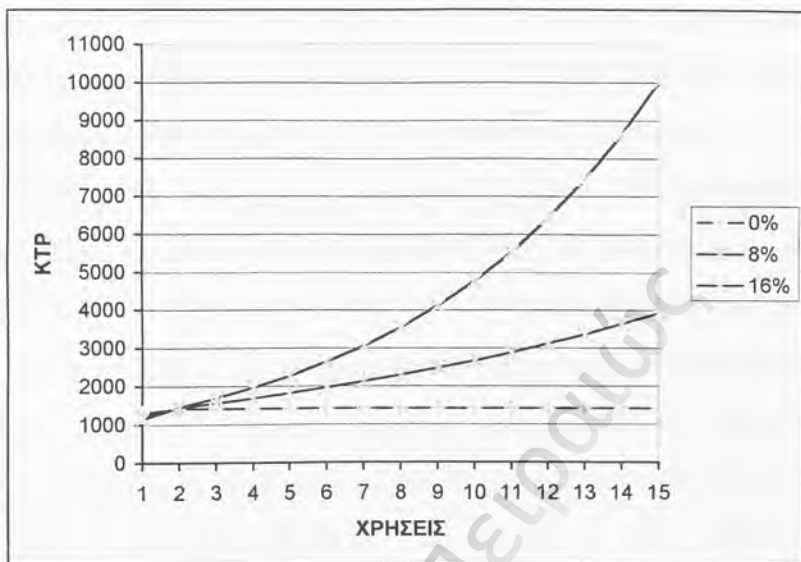
ΧΡΗΣΗ (ποσά σε εκατ. δρχ.)	1999	2000	2001	2002	2003
Κέρδη Μετά Φόρων	559	643	728	820	918
Αποσβέσεις	637	682	737	796	860
Τόκοι * (1 - ΣΥΝΤ.ΦΟΡΟΛ.)	337	331	325	318	311
Μεταβολή στο Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	-361	-116	-125	-135	-146

ΠΙΝΑΚΑΣ 19 (συνέχεια)
ΟΙ ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ (ΚΤΡ)
ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΣΕΙΣ 1999 – 2003

ΧΡΗΣΗ (ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΚΑΤ. ΔΡΧ.)	1999	2000	2001	2002	2003
Ταμιακή Ροή από Λειτουργικές Δραστηριότητες	1172	1540	1665	1798	1943
Νέα Πάγια Στοιχεία Ενεργητικού	56	-97	-105	-113	-122
ΚΤΡ	1228	1444	1560	1686	1821

Οι προσαρμογές, στις οποίες προχωρήσαμε στον πιο πάνω πίνακα 19 κατά των υπολογισμό των ΚΤΡ της Ρεθυμνιακής Α.Ε., αντανakλούν την υπόθεσή μας ότι όλα τα στοιχεία του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων σχετίζονται ευθέως με τις λειτουργίες της επιχείρησης. Συνεπώς, όταν από τα Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων) αφαιρούμε τη μεταβολή του Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης, αυτό σημαίνει ότι ολόκληρη η μεταβολή οφείλεται σε επιμέρους μεταβολές παραγόντων, όπως είναι οι λογαριασμοί εισπρακτέοι, οι λογαριασμοί πληρωτέοι και τα αποθέματα.

Τέλος, προκειμένου να έχει έννοια η πιο πάνω κατάρτιση των pro-forma καταστάσεων για την εύρεση των μελλοντικών ΚΤΡ προχωρούμε σε ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis) του ρυθμού αύξησης των πωλήσεων, και του πώς αυτός ο ρυθμός επηρεάζει τις ΚΤΡ της Εταιρίας. Πιο συγκεκριμένα, στο διάγραμμα 1 που παρατίθεται ευθύς αμέσως, παρουσιάζονται οι εκτιμώμενες ΚΤΡ της Ρεθυμνιακής Α.Ε. για τις επόμενες δεκαπέντε (15) χρήσεις (1999 – 2013) και με πιθανούς ρυθμούς αύξησης των πωλήσεων 0%, 8% και 16%:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: ΟΙ ΚΤΡ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΠΟΣΟΣΤΟ (%) ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΩΝ ΠΩΛΗΣΕΩΝ

Στο διάγραμμα 1, η ευθεία γραμμή απεικονίζει τη μηδενικού ρυθμού αύξηση των πωλήσεων, στην οποία η Ρεθυμνιακή Α.Ε. έχει σχεδόν σταθερές ΚΤΡ. Στην περίπτωση, που ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων είναι 8%, οι μελλοντικές ΚΤΡ της Εταιρίας αυξάνονται αρχικά ελάχιστα, και στη συνέχεια από την πέμπτη χρήση και πέρα αυξάνονται βαθμιαία. Τέλος, όταν ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων είναι 16%, οι ΚΤΡ της αυξάνουν αρχικά βαθμιαία (χρήσεις 1 – 6), και στη συνέχεια ραγδαία (χρήσεις 7 – 15).

Από τις πιο πάνω παρατηρήσεις προκύπτει το τι θα συμβεί στη Ρεθυμνιακή Α.Ε. κατά την προσπάθειά της να διατηρήσει άριστη την κεφαλαιακή της δομή, αν μεταβάλλουμε το ρυθμό αύξησης των πωλήσεών της. Έτσι, όταν ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεών της είναι υψηλός (16%), τότε και οι ταμιακές ροές της

Εταιρίας από λειτουργικές δραστηριότητες είναι υψηλότερες. Παρόλα αυτά, ένας υψηλός ρυθμός αύξησης των πωλήσεων οδηγεί την Εταιρία στο να έχει ανάγκη περισσότερα πάγια στοιχεία (πλοία), με αποτέλεσμα να αυξάνουν οι δανειακές υποχρεώσεις της, και να γίνεται επιτακτική η ανάγκη αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου αυτής, απ' ότι εάν η Εταιρία έχει ρυθμό αύξησης των πωλήσεων της τάξεως του 0% ή 8%. Αυτό φαίνεται εύκολα, αν κοιτάξει κανείς τους pro-forma Ισολογισμούς της Εταιρίας για ρυθμό αύξησης των πωλήσεων 8%, όπου στην πέμπτη χρήση, το Μετοχικό Κεφάλαιο είναι αρνητικό και παράλληλα τα αποθεματικά ιδιαίτερα αυξημένα. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι υπάρχει ανάγκη αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου της Εταιρίας, με κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών της. Κι αυτό, διότι αν η Ρεθυμνιακή Α.Ε. δεν προχωρήσει σε αύξηση του Μετοχικού της Κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών της, τότε στην έκτη χρήση αυτή θα αναγκασθεί να προχωρήσει σε αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου της με μετρητά, έτσι ώστε να καταστεί δυνατή η εισροή μετρητών για τη σύντομη αποπληρωμή των δανείων της.

10.2.2 ΕΥΡΕΣΗ ΤΟΥ ΚΑΤΑΛΗΛΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ.

Γνωρίζοντας, ότι η απόφαση της ANEK Α.Ε. για τη συγχώνευση της με την Ρεθυμνιακή Α.Ε. πάρθηκε τον Οκτώβριο του 1999, η τελική εκτίμηση της αξίας της Ρεθυμνιακής Α.Ε. πρέπει να ξεκίνησε κατά τις αρχές του ίδιου έτους, πριν δηλαδή τις τελικές διαπραγματεύσεις και μετά το κλείσιμο του ισολογισμού μετασχηματισμού.

Η Ρεθυμνιακή Α.Ε., όπως έχει ειπωθεί, χρηματοδοτείται τόσο από δανεισμό όσο και από ίδια κεφάλαια. Όμως, στην προσπάθειά μας να βρούμε τον κατάλληλο ή αλλιώς τον προσαρμοσμένο στον κίνδυνο συντελεστή προεξόφλησης (RADR) των ΚΤΡ αυτής, θεωρούμε ορθότερο να χρησιμοποιήσουμε το συντελεστή προεξόφλησης της ANEK Α.Ε. Αυτό, διότι εάν η Ρεθυμνιακή Α.Ε. συγχωνευθεί με την ANEK Α.Ε., όλες οι δραστηριότητες επομένως και οι συναλλαγές της θα γίνονται, πλέον, με τους όρους που προβλέπονται για την ANEK Α.Ε., αφού η Ρεθυμνιακή Α.Ε., μετά τη συγχώνευση, ως οντότητα δεν θα υφίσταται.

Με βάση το πιο πάνω σκεπτικό, ως θεωρήσουμε ότι η Ρεθυμνιακή Α.Ε. πληρώνει για την χρηματοδότησή της με δανειακά κεφάλαια επιτόκιο r_B (όπου r_B , το κόστος δανεισμού της ANEK Α.Ε.), και r_E για την χρηματοδότησή της με ίδια κεφάλαια (όπου r_E , το κόστος ιδίων κεφαλαίων της ANEK Α.Ε.). Επειδή, όμως, η ANEK Α.Ε. δεν είναι παρά μερικούς μήνες εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) δεν μπορούμε να προχωρήσουμε σε εκτίμηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων αυτής, στηριζόμενοι σε χρηματιστηριακές τιμές. Συνεπώς, αντί του κόστους ιδίων κεφαλαίων της ANEK Α.Ε., θεωρούμε ότι το r_E αντιπροσωπεύει το κόστος ευκαιρίας (των ιδίων κεφαλαίων) αυτής στην περίπτωση που η εταιρία (ANEK) δεν προχωρήσει στη συγχώνευση με τη Ρεθυμνιακή Α.Ε. Και επειδή, η Ρεθυμνιακή Α.Ε. χρηματοδοτεί τις επενδύσεις της, τόσο με δανειακά κεφάλαια, όσο και με ίδια κεφάλαια, ο προσαρμοσμένος στον κίνδυνο συντελεστής προεξόφλησης (RADR) των ΚΤΡ της θα είναι ο σταθμικός μέσος όρος (weighted average) καθενός εξ αυτών[4]. Δηλαδή:

$$\frac{E}{E+B} \times r_E + \frac{B}{E+B} \times r_B$$

όπου:

$\frac{E}{E+B} \times r_E$ = το ποσοστό της συνολικής αξίας της επιχείρησης που χρηματοδοτείται από ίδια κεφάλαια, και

$\frac{B}{E+B} \times r_B$ = το ποσοστό της συνολικής αξίας της επιχείρησης που χρηματοδοτείται από δανειακά κεφάλαια.

Με βάση τα πιο πάνω, και με το δεδομένο ότι η Ρεθυμνιακή Α.Ε., όπως και η ANEK Α.Ε., έχουν ουσιαστικά φορολογικό συντελεστή ίσο με μηδέν (0%), το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital – r_{WACC}) θα δίνεται από τον τύπο :

$$r_{WACC} = \frac{E}{E+B} \times r_E + \frac{B}{E+B} \times r_B$$

10.2.2.1 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΕΥΚΑΙΡΙΑΣ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.

A) Υπολογισμός του κόστους δανεισμού (r_B).

Όπως είπαμε και στην προηγούμενη παράγραφο, θα ήταν λάθος να χρησιμοποιήσουμε το επιτόκιο δανεισμού της Ρεθυμνιακής Α.Ε. (15,4%),

καθώς οι νέες δανειακές υποχρεώσεις της εταιρίας θα ληφθούν με βάση την πολιτική που ακολουθούν οι δανειστές – πιστωτές της ANEK A.E., και όχι της Ρεθυμνιακής A.E. Έτσι, το κόστος δανεισμού r_B δίνεται από τη σχέση:

$$r_B = \frac{\text{χρεωστικοί τόκοι (έξοδα) ANEK 1997 και 1998}}{\text{μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ANEK 1997 και 1998}} \times (1 - \text{ΣΥΝΤ.ΦΟΡΟΛ.})$$

$$\Rightarrow r_B = 8,7\%$$

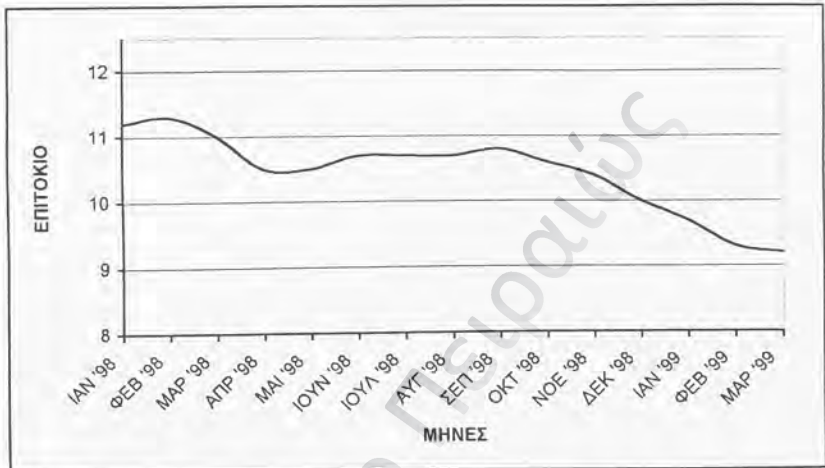
B) Υπολογισμός του κόστους ευκαιρίας των ιδίων κεφαλαίων (r_E).

Αν η ANEK A.E. δεν επενδύσει (μέσω συγχώνευσης) στη Ρεθυμνιακή A.E., θα μπορούσε να διαθέσει τα ίδια κεφάλαιά της στην αμέσως καλύτερη πρόταση για επένδυση, όπως π.χ. σε ετήσιες καταθέσεις προθεσμίας ή σε ομολογίες Ελληνικού δημοσίου. Με άλλα λόγια, η ANEK A.E. θα μπορούσε να διαθέσει τα ίδια κεφάλαιά της σε προτάσεις επένδυσης, οι οποίες σε σύγκριση με την πράξη της συγχώνευσης, θα της προσέφεραν χαμηλότερο κίνδυνο αλλά και χαμηλότερη απόδοση (ετήσιες καταθέσεις προθεσμίας), ή μηδενικό σχεδόν κίνδυνο αλλά και σταθερότερη απόδοση (ομολογίες Ελληνικού δημοσίου). Έτσι:

Περίπτωση Α: Επένδυση σε ετήσιες προθεσμιακές καταθέσεις.

Οι ετήσιες προθεσμιακές καταθέσεις, οι οποίες χαρακτηρίζονται ως επενδύσεις βραχυχρόνιου ορίζοντα (short-run), αποτελούν την πρώτη πρόταση επένδυσης των ιδίων κεφαλαίων της Εταιρίας, καθώς προσφέρουν χαμηλότερο κίνδυνο αλλά και χαμηλότερη απόδοση απ' ότι αυτή μιας συγχώνευσης. Στο διάγραμμα 2 που ακολουθεί, παραθέτουμε την

τάση του επιτοκίου που παρουσίασαν οι ετήσιες προθεσμιακές καταθέσεις κατά το 1998 καθώς και κατά τους τρεις πρώτους μήνες του 1999:



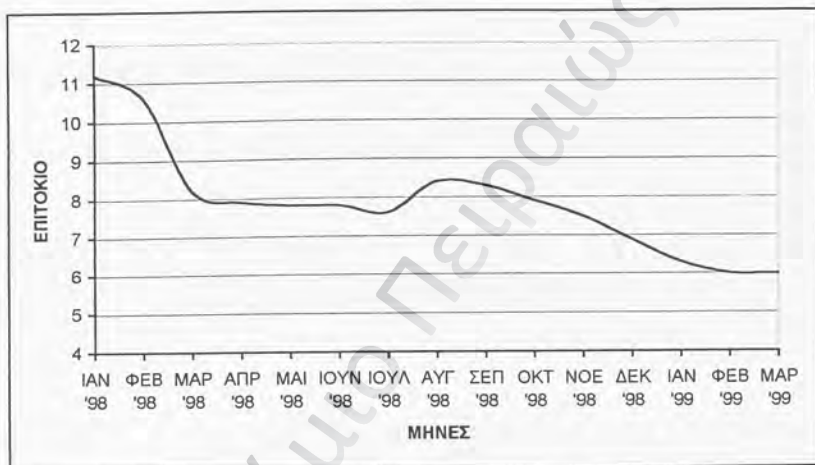
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: Η ΤΑΣΗ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΤΩΝ ΕΤΗΣΙΩΝ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ

Ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των ετήσιων προθεσμιακών καταθέσεων ($\mu_{\text{ΕΠΚ}}$), σύμφωνα με τα στοιχεία που ανακοίνωσε η Τράπεζα της Ελλάδος, για το 1998 ανήλθε σε 10,7%.

Περίπτωση Β: Επένδυση σε 10ετείς ομολογίες Ελληνικού δημοσίου.

Οι 10ετείς ομολογίες Ελληνικού δημοσίου, οι οποίες χαρακτηρίζονται ως επενδύσεις μακροχρόνιου ορίζοντα (long-run), αποτελούν τη δεύτερη πρόταση επένδυσης των ιδίων κεφαλαίων της Εταιρίας, καθώς μακροπρόθεσμα προσφέρουν σταθερό κίνδυνο αλλά και σταθερότερη απόδοση απ' ότι αυτή μιας συγχώνευσης, αλλά και μηδενικό κίνδυνο αλλά

και χαμηλότερη απόδοση απ' ότι προσφέρουν οι ετήσιες προθεσμιακές καταθέσεις. Στο διάγραμμα 3 που ακολουθεί, παραθέτουμε την τάση του επιτοκίου που παρουσίασαν οι 10ετείς ομολογίες Ελληνικού δημοσίου κατά το 1998 καθώς και κατά τους τρεις πρώτους μήνες του 1999:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: Η ΤΑΣΗ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΤΩΝ 10ΕΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟ

Ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των 10ετών ομολογιών του Ελληνικού δημοσίου ($\gamma_{E(OM)}$), σύμφωνα με τα στοιχεία που ανακοίνωσε η Τράπεζα της Ελλάδος, για το 1998 ανήλθε σε 8,5%. Δηλαδή, κατά 2% περίπου χαμηλότερα του αντιστοίχου επιτοκίου των ετήσιων προθεσμιακών καταθέσεων.

10.2.2.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΣΤΑΘΜΙΚΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε.

Με βάση όλα όσα είπαμε στην προηγούμενη παράγραφο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (r_{WACC}) της Εταιρίας μπορεί να είναι δύο μορφών:

A) Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου με r_B και $r_{E(ΠΚ)}$.

Στην περίπτωση αυτή, το $r_{WACC(ΠΚ)}$ θα δίνεται από τη σχέση:

$$r_{WACC(ΠΚ)} = \frac{E}{E+B} \times r_{E(ΠΚ)} + \frac{B}{E+B} \times r_B$$

Και θα είναι:

$$r_{WACC(ΠΚ)} = \frac{42}{100} \times 10,7 + \frac{58}{100} \times 8,7 \Rightarrow$$

$$r_{WACC(ΠΚ)} = 9,5\%$$

B) Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου με r_B και $r_{E(OM)}$.

Στην περίπτωση αυτή, το $r_{WACC(OM)}$ θα δίνεται από τη σχέση:

$$r_{WACC(OM)} = \frac{E}{E+B} \times r_{E(OM)} + \frac{B}{E+B} \times r_B$$

Και θα είναι:

$$r_{WACC(OM)} = \frac{42}{100} \times 8,5 + \frac{58}{100} \times 8,7 \Rightarrow$$

$$r_{WACC(OM)} = 8,6\%$$

10.2.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ (TERMINAL VALUE) ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε.

Η υπολειμματική αξία (terminal value) είναι η αξία που εκτιμούμε ότι η Ρεθυμνιακή Α.Ε. θα έχει στο τέλος της χρονικής περιόδου για την οποία έγιναν οι συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές προβλέψεις (στο τέλος της πέμπτης χρήσης)[5]. Αυτό, διότι από ένα σημείο και μετά, η ανάλυση (το μοντέλο) αλλά και η πληροφόρηση που έχουμε δεν μας επιτρέπει να καταρτίζουμε ακριβείς χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Έτσι, στο σημείο αυτό σταματούμε να κάνουμε λεπτομερείς προβλέψεις, πράγμα που σημαίνει ότι σταματούμε και να καταρτίζουμε pro-forma χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Όμως, αυτό δεν σημαίνει ότι και οι δραστηριότητες της Ρεθυμνιακής Α.Ε. παύουν μετά την πέμπτη χρήση και ότι δεν αξίζουν τίποτα. Γι' αυτό, θα πρέπει να εκχωρήσουμε μια (εκτιμώμενη) αξία στις ΚΤΡ, που η εταιρία μπορεί να παράγει, πέρα από το τέλος της πέμπτης περιόδου. Η αξία αυτή, την οποία θα εκχωρήσουμε ονομάζεται «υπολειμματική αξία».

Ένας τρόπος για να εκτιμήσουμε την υπολειμματική αξία της Ρεθυμνιακής Α.Ε. είναι να υποθέσουμε ότι οι ΚΤΡ, που παράγονται από την Εταιρία, θα συνεχίσουν να αυξάνουν με τον ίδιο ρυθμό (δηλαδή ο μακροπρόθεσμος $PYΘM_ΠΩΛ = \text{βραχυπρόθεσμο } PYΘM_ΠΩΛ = 8\%$). Αυτό σημαίνει ότι η υπολειμματική αξία της Ρεθυμνιακής Α.Ε. δίνεται από την προεξόφληση των μελλοντικών ΚΤΡ με τον προσαρμοσμένο στον κίνδυνο συντελεστή προεξόφλησης. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η υπολειμματική αξία υπολογίζεται με το δεδομένο ότι οι ΚΤΡ της Εταιρίας προκύπτουν στο τέλος

κάθε χρήσης. Με άλλα λόγια, η υπολειμματική αξία της Ρεθυμνιακής Α.Ε. προκύπτει από τον ακόλουθο τύπο, ο οποίος είναι γνωστός ως «τύπος του Gordon» (Gordon formula):

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{\text{FCF}_6}{r-g}$$

όπου:

FCF_6 = η προβλεπόμενη ΚΤΡ της πέμπτης χρήσης (ΚΤΡ_{2003}) \times (1+ ΡΥΘΜ_ΠΩΛ),

r = ο προσαρμοσμένος στον κίνδυνο συντελεστής προεξόφλησης των ΚΤΡ, όπως προέκυψε από την χρήση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου της Εταιρίας ($r_{\text{WACC(ΠΚ)}}$ και $r_{\text{WACC(ΟΜ)}}$),

g = ο ΡΥΘΜ_ΠΩΛ (σταθερός).

Άρα, για τη Ρεθυμνιακή Α.Ε. το $\text{FCF}_6 = 1965$, γεγονός που επιβεβαιώνει την ορθότητα της ανάλυσης ευαισθησίας που προηγήθηκε (διάγραμμα 1), καθώς στην έκτη χρήση, οι ΚΤΡ της Εταιρίας παρουσίασαν αύξηση και $\text{ΚΤΡ}_6 = 1965$.

Εφαρμόζοντας, λοιπόν, τον πιο πάνω τύπο του Gordon έχουμε:

A) Υπολειμματική αξία της Ρεθυμνιακής Α.Ε. με $r_{\text{WACC(ΠΚ)}}$.

Στην περίπτωση αυτή, η υπολειμματική αξία ($\text{Term.val}_{(\text{ΠΚ})}$) της Ρεθυμνιακής Α.Ε. θα δίνεται από τη σχέση:

$$\text{Term. val.}_{(\text{ΠΚ})} = \frac{\text{FCF}_6}{r_{\text{WACC}(\text{ΠΚ})} - \text{ΡΥΘΜ. ΠΩΛ}} \Rightarrow$$

$$\text{Term. val.}_{(\text{ΠΚ})} = 135.517 \text{ δρχ.}$$

B) Υπολειμματική αξία της Ρεθυμνιακής Α.Ε. με $r_{\text{WACC}(\text{ΟΜ})}$.

Στην περίπτωση αυτή, η υπολειμματική αξία ($\text{Term. val.}_{(\text{ΟΜ})}$) της Ρεθυμνιακής Α.Ε. θα δίνεται από τη σχέση:

$$\text{Term. val.}_{(\text{ΟΜ})} = \frac{\text{FCF}_6}{r_{\text{WACC}(\text{ΟΜ})} - \text{ΡΥΘΜ. ΠΩΛ}} \Rightarrow$$

$$\text{Term. val.}_{(\text{ΟΜ})} = 357.273 \text{ δρχ.}$$

10.2.4 Η «ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΗ» ΤΙΜΗ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε.

Για να υπολογίσουμε την τιμή εξαγοράς της Εταιρίας, το τελευταίο στάδιο που πρέπει να εφαρμόσουμε, σύμφωνα με τη μέθοδο της παρούσας αξίας των αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών, είναι αυτό στο οποίο θα προεξοφλήσουμε τις μελλοντικές ΚΤΡ με καθέναν από τους προσαρμοσμένους συντελεστές προεξόφλησης $r_{\text{WACC}(\text{ΠΚ})}$ και $r_{\text{WACC}(\text{ΟΜ})}$. Στους πίνακες 20 και 21, που ακολουθούν, παρουσιάζονται οι τιμές εξαγοράς της Εταιρίας (σε εκατ. δρχ) για $r_{\text{WACC}(\text{ΠΚ})} = 9,5\%$ και $r_{\text{WACC}(\text{ΟΜ})} = 8,6\%$ αντίστοιχα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 20

Η ΤΙΜΗ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ $r_{WACC(PK)}$

Χρήση	Εκτιμώμενες ΚΤΡ	$r_{WACC(PK)}$	Παρούσα Αξία
1	Δρχ. 1.228	9,5%	Δρχ. 1.121
2	1.444	9,5%	1.204
3	1.560	9,5%	1.188
4	1.686	9,5%	1.173
5	1.821	9,5%	1.157
Μερική αξία	Δρχ. <u>7.739</u>	9,5%	Δρχ. <u>5.843</u>
Συν: υπολειμμ. αξία	135.517	9,5%	78.616
Γενική αξία	Δρχ. <u>143.256</u>	9,5%	Δρχ. <u>84.459</u>

ΠΙΝΑΚΑΣ 21

Η ΤΙΜΗ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΤΗΣ ΡΕΘΥΜΝΙΑΚΗΣ Α.Ε. ΓΙΑ $r_{WACC(OM)}$

Χρήση	Εκτιμώμενες ΚΤΡ	$r_{WACC(OM)}$	Παρούσα Αξία
1	Δρχ. 1.228	8,6%	Δρχ. 1.131
2	1.444	8,6%	1.224
3	1.560	8,6%	1.218
4	1.686	8,6%	1.212
5	1.821	8,6%	1.205
Μερική αξία	Δρχ. <u>7.489</u>	8,6%	Δρχ. <u>5.991</u>
Συν: υπολειμμ. αξία	357.273	8,6%	217.782
Γενική αξία	Δρχ. <u>365.012</u>	8,6%	Δρχ. <u>223.773</u>

Από τους πιο πάνω πίνακες προαναφέραμε, δύο ενδεικτικές τιμές εξαγοράς. Αυτό δεν είναι λάθος, καθώς καθεμιά τιμή αντιπροσωπεύει μια διαφορετική πολιτική επενδύσεων. Αυτό σημαίνει ότι, εάν η ANEK Α.Ε. ακολουθεί πολιτική

βραχυχρόνιων επενδύσεων, θα προτιμήσει ως ενδεικτική μέγιστη τιμή εξαγοράς της Ρεθυμνιακής Α.Ε. το ποσό των 84.459 εκατ. δρχ., ενώ εάν ακολουθεί πολιτική μακροχρόνιων επενδύσεων, θα προτιμήσει ως ενδεικτική μέγιστη τιμή εξαγοράς της Ρεθυμνιακής Α.Ε. το ποσό των 223.773 εκατ. δρχ.

Από τη μελέτη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων για τις χρήσεις 1994 – 1998, καθώς και από τις συνοδεύοντες αυτές εκθέσεις πεπραγμένων δεν προκύπτει κάτι το διαφωτιστικό. Συνεπώς, μια ενδεικτική τιμή εξαγοράς της Ρεθυμνιακής Α.Ε., η οποία περιλαμβάνει και την εκτιμώμενη υπολειμματική αξία της Εταιρίας κυμαίνεται μεταξύ 84.459 και 223.773 εκατ. δρχ., ενώ στην περίπτωση που η υπολειμματική αξία δεν ληφθεί υπόψιν, τότε η πιο πάνω τιμή εξαγοράς της Εταιρίας κυμαίνεται μεταξύ 5.843 και 5.991 εκατ. δρχ.

10.3 ΤΕΛΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ.

Η μέθοδος που χρησιμοποιήσαμε κατά την προσέγγιση της ενδεικτικής τιμής εξαγοράς της Ρεθυμνιακής Α.Ε. από την ANEK Α.Ε. είναι σύμφωνα με τη θεωρία μια από τις πιο ενδεξιγμένες. Το αποτέλεσμα, όμως, αυτής το θεωρούμε αξιόπιστο, αν έχουμε υπόψη μας τα ακόλουθα στοιχεία:

- 1) Στο μοντέλο που κατασκευάσαμε (pro-forma καταστάσεις), κάθε στοιχείο (λογαριασμός) που χρησιμοποιείται, συνδέεται άμεσα ή έμμεσα με την πορεία που οι πωλήσεις θα ακολουθήσουν στο μέλλον.

- 2) Στο μοντέλο μας, ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων της Ρεθυμνιακής Α.Ε. είναι σταθερός για καθεμία από τις επόμενες χρήσεις, και υπολογίζεται ως ο μέσος όρος αύξησης των πωλήσεων (κύκλου εργασιών) που πραγματοποίησε η Εταιρία κατά τις δύο τελευταίες χρήσεις.
- 3) Το μοντέλο μας, προκειμένου να λειτουργήσει, λαμβάνει υπόψη του τον τρόπο με τον οποίο η εταιρία αντλεί τα κεφάλαιά της. Κι επειδή η Ρεθυμνιακή Α.Ε. χρηματοδοτείται αποκλειστικά από ίδια και δανειακά κεφάλαια, προϋποθέτει την ύπαρξη ενός στόχου από την Εταιρία σχετικά με το λόγο Χρέος / Ίδια Κεφάλαια (στόχος $X_{I.K}$). Όμως, ο ακριβής στόχος $X_{I.K}$ της Ρεθυμνιακής Α.Ε. είναι άγνωστος σ' εμάς, τους χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της. Συνεπώς η πληροφόρηση, την οποία έχουμε σε σύγκριση με τους εσωτερικούς χρήστες αυτών, είναι «ασύμμετρη». Άρα, μοναδική λύση είναι η εκτίμηση του λόγου αυτού με βάση τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που παρουσίασε η Εταιρία κατά τα παρελθόντα έτη.
- 4) Το γεγονός ότι στην χώρα μας, οι ναυτιλιακές εταιρίες απαλλάσσονται από τη φορολογία εισοδήματος για τα κέρδη που προέρχονται από την εκμετάλλευση πλοίων (ν. 27/1975), ενώ για το υπόλοιπο μέρος των κερδών τους (που συνήθως κυμαίνεται μεταξύ 4 – 6%) επιβαρύνονται με φόρο 35%. Με άλλα λόγια, επειδή τα κέρδη των ναυτιλιακών εταιριών ουσιαστικά είναι αφορολόγητα (ΣΥΝΤ. ΦΟΡΟΛ. = 0%), οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο της επιβατηγού ναυτιλίας παρουσιάζουν υψηλά

καθαρά κέρδη και επομένως και υψηλότερες λειτουργικές καθαρές ταμιακές ροές.

- 5) Το μοντέλο μας παράγει κυρίως βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα (1 – 5 χρήσεις), πράγμα που σημαίνει ότι παύει μακροχρόνια να παράγει ακριβή και αξιόπιστα αποτελέσματα.
- 6) Τα αποτελέσματα που παράγει το μοντέλο μας είναι καθαρές λειτουργικές ταμιακές ροές, γεγονός που σημαίνει ότι μπορεί να βοηθήσει τις συγχωνευόμενες εταιρίες να εκτιμήσουν τα λειτουργικά οφέλη (όπως π.χ. οικονομίες κλίμακας, συμπληρωματικούς συντελεστές παραγωγής, κ.λ.π.) που προκύπτουν από τη συγχώνευση.
- 7) Ο προσαρμοσμένος στον κίνδυνο συντελεστής προεξόφλησης (RADR) που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση (κεφαλαιοποίηση) των ΚΤΡ, στηρίχθηκε στον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) της ANEK A.E. Όπου ο WACC, εξαιτίας της απουσίας χρηματοοικονομικών δεδομένων (η ANEK A.E. και η Ρεθυμνιακή A.E. μέχρι τα τέλη του 1998 δεν ήταν εισηγμένες στο Χ.Α.Α.), υπολογίστηκε με βάση το κόστος ευκαιρίας των ιδίων κεφαλαίων (επιτόκιο ετήσιων προθεσμιακών καταθέσεων και επιτόκιο ομολογιών 10ετούς διάρκειας του Ελληνικού δημοσίου) και το κόστος δανειακών κεφαλαίων της ANEK A.E.
- 8) Η Ρεθυμνιακή A.E. θεωρήθηκε ότι έχει υπολειμματική αξία στο τέλος του πέμπτου έτους, γεγονός που επιβεβαιώθηκε τόσο από την ανάλυση

ευαισθησίας στην οποία προχωρήσαμε, όσο και από τον τύπο του Gordon

- 9) Τέλος, με βάση τη μέθοδο της παρούσας αξίας των αναμενόμενων καθαρών ταμιακών ροών προεξοφλήσαμε τις εκτιμώμενες ΚΤΡ και την υπολειμματική αξία (κατά περίπτωση) με τον ανάλογο συντελεστή προεξόφλησης ($r_{WACC(PK)}$ και $r_{WACC(OM)}$), και παρουσιάσαμε τις δύο ενδεικτικές τιμές εξαγοράς της Ρεθυμνιακής Α.Ε. Όπου, καθεμιά από αυτές τις τιμές αντανακλά και την πιθανή βραχυχρόνια ή μακροχρόνια πολιτική επενδύσεων, που ακολουθεί η ANEK Α.Ε.

Έχοντας, λοιπόν, υπόψη μας τα πιο πάνω στοιχεία μπορούμε εν μέρει να εξηγήσουμε γιατί η διαφορά ανάμεσα στην ενδεικτική τιμή του μοντέλου μας και στην τιμή, στην οποία όντως εξαγοράστηκε και στη συνέχεια απορροφήθηκε η Ρεθυμνιακή Α.Ε. από την ANEK Α.Ε., είναι τόσο μεγάλη.

Ο κυριότερος λόγος είναι ότι η ANEK Α.Ε. στήριξε την εύρεση της καταλληλότερης τιμής εξαγοράς της Εταιρίας σε μεθόδους, που βασίζονται σε οργανικά κέρδη της τελευταίας πενταετίας. Όμως, η ANEK Α.Ε. δεν έλαβε υπόψη της ότι οι αντίστοιχες πωλήσεις ανά έτος (χρήση) και ο ρυθμός αύξησης αυτών παρουσίασαν τεράστιες αυξομειώσεις. Έτσι, αν το δούμε από την πλευρά ότι τα μελλοντικά κέρδη έχουν άμεση σχέση με τις πωλήσεις και το ρυθμό αύξησης αυτών, η εκτίμηση μιας επιχείρησης που βασίζεται στα παρελθοντικά κέρδη είναι εσφαλμένη, αφού το παρελθόν παρουσιάζει πάντοτε μόνο μια ένδειξη για το μέλλον.

Τέλος, ένας άλλος λόγος ο οποίος εξηγεί την τεράστια διαφορά μεταξύ των δύο τιμών εξαγοράς είναι ότι πουθενά δεν αναφέρεται στο Ενημερωτικό Δελτίο της πιο πάνω συγχώνευσης, ποιο τρέχον επιτόκιο χρησιμοποίησε η διοίκηση της ANEK A.E. για να κεφαλαιοποιήσει τα οργανικά καθαρά κέρδη της Εταιρίας, καθώς και το εάν έλαβε υπόψη της την (όντως πολλή υψηλή) υπολειμματική αξία, που είχε η Ρεθυμνιακή A.E.

Για όλους αυτούς τους λόγους, και βάση των στοιχείων στα οποία αναφερθήκαμε προηγουμένως θεωρούμε ότι η προσέγγιση αυτή σε μεγάλο βαθμό είναι ακριβής, και ότι μπορεί να αποτελεί σημείο αναφοράς κατά τις διαπραγματεύσεις για μια συγχώνευση ή εξαγορά, αφού αυτό στο οποίο ουσιαστικά προχωρά είναι εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Dyckman – Duke – Davis, Intermediate Accounting, 4th edition, International edition, Irwin – McGraw Hill, 1998, σελ. 264 – 267.
2. Brigham – Weston – Besley, Essentials of Managerial Finance, 11th edition, The Dryden Press, 1996, σελ. 523 – 524.
3. Brigham F. Eugene – Gapenski C. Louis, Intermediate Financial Management, 5th edition, The Dryden Press, 1996, σελ. 836 – 838.
4. Ross A. Stephen – Westerfield W. Randolph – Jaffe Jeffrey, Corporate Finance, 4th edition, Irwin – McGraw Hill Inc, 1996, σελ. 324 – 325.
5. Brigham – Weston – Besley, ό.π., σελ. 529.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ**I. ΕΛΛΗΝΙΚΗ.**

1. ANEK A.E., Ενημερωτικό Δελτίο για την Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου λόγω της Συγχώνευσης με Απορρόφηση της Εταιρίας Ρεθυμνιακής Α.Ε., Αθήνα, Δεκέμβριος 1999.
2. Δαγτόγλου Δ. Π., Η Ελευθερία Ανταγωνισμού στο Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Δίκαιο, Εκδόσεις ANT. N. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1996.
3. Δρυλλεράκης Κ. Ιωάννης, Ο ν. 703/77 και οι Αναγκαίες Τροποποιήσεις του, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών (ΔΕΕ), 1999.
4. Κοτσίρης Ε. Λάμπρος, Δίκαιο Ανταγωνισμού (Αθέμιτου και Ελεύθερου), 3^η έκδοση, Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 2000.
5. Κοτσίρης Ε. Λάμπρος, «Διεθνείς Εξελίξεις στον Έλεγχο των Συγκεντρώσεων των Επιχειρήσεων», Συλλογικό Έργο: Ο Έλεγχος των Συγκεντρώσεων Επιχειρήσεων στο Δίκαιο του Ελεύθερου Ανταγωνισμού, Νομική Βιβλιοθήκη, 1998.
6. Λεβαντής Φ. Ελευθέριος, Το Δίκαιο των Εμπορικών Εταιριών (Τόμος Δ', Ανώνυμες Εταιρίες), Εκδόσεις ANT. N. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1989.

7. Λεονταρής Κ. Μιλτιάδης, Μετατροπή – Συγχώνευση – Διάσπαση Εταιριών, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 2000.
8. Μούσης Σ. Νίκος, Ευρωπαϊκή Ένωση (Θεσμοί και Πολιτικές), 4^η έκδοση, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, 1995.
9. Πυροβέτης Π. Μιχαήλ, Ο Έλεγχος των Συγκεντρώσεων μεταξύ των Επιχειρήσεων στο Δίκαιο του Ανταγωνισμού, Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1992.
10. Ρόκας Κ. Νικ., Εμπορικές Εταιρίες, 4^η έκδοση, Εκδόσεις ΑΝΤ. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1996.
11. Σακκέλης Ι. Εμμανουήλ, Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως – Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων – Συγχωνεύσεις και Μετατροπές Εταιριών, 2^η έκδοση, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, 1994.
12. Σχινάς Γ. Ιωάννης, Προστασία του Ελεύθερου Ανταγωνισμού (Η Πρακτική Της ΕΑ), Εκδόσεις ΑΝΤ. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 1992.
13. Τζουγανάτος Ν. Δημήτρης, «Η Επίδραση του Κοινοτικού Δικαίου στον Εθνικό Έλεγχο των Συγκεντρώσεων Επιχειρήσεων», Συλλογικό Έργο: Ο Έλεγχος των Συγκεντρώσεων Επιχειρήσεων στο Δίκαιο του Ελεύθερου Ανταγωνισμού, Νομική Βιβλιοθήκη, 1998.

14. Τότησης Ν. Χρήστος, Κώδικας Φορολογικών Κινήτρων (με ερμηνευτικές λύσεις του Υπουργείου Οικονομικών και τη Δικαστική Νομολογία), 8^η έκδοση, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, 1999.

II. ΞΕΝΗ.

1. Bos Pierre – Stuyck Jules – Wytinck Peter, Concentration Control in the European Economic Community, European Business Law & Practice Series, Graham & Trotman Limited, 1992.
2. Brealey A. Richard – Myers C. Stewart, Principles of Corporate Finance, 4th edition, International edition, McGraw Hill, 1991.
3. Brigham F. Eugene – Gapenski C. Louis, Intermediate Financial Management, 5th edition, The Dryden Press, 1996.
4. Brigham – Weston – Besley, Essentials of Managerial Finance, 11th edition, The Dryden Press, 1996.
5. Cooke E. Terence, Mergers & Acquisitions, Basil Blackwell Editions Ltd, 1989.
6. Draper Paul – Paudyal Krishina, "Corporate Takeovers: Mode of Payment, Returns and Trading Activity", Journal of Business, Finance and Accounting, June / July 1999.

7. Dyckman – Duke – Davis, Intermediate Accounting, 4th edition, International edition, Irwin – McGraw Hill, 1998.
8. Gussow Dow, The New Merge Game, International edition, McGraw Hill, 1978.
9. Lasok D – Bridge W. J, Law and Institutions of the European Communities, 2nd edition, Butterworth & Co (Publishers) Ltd, 1979.
10. Layoux Reed Alexandra, The Art of M&A Integration, McGraw Hill, 1997.
11. Mead J. Walter, "Instantaneous Merger Profit as a Conglomerate Merger Motive", Western Economics Review, December 1969.
12. Myers C. Stewart, Modern Developments in Financial Management, 1st edition, Praeger Publishers Inc, 1976.
13. Ross A. Stephen – Westerfield W. Randolph – Jaffe Jeffrey, Corporate Finance, 4th edition, Irwin – McGraw Hill Inc, 1996.
14. Scharf A. Charles, Acquisitions, Mergers, Sales and Takeovers (A Handbook With Forms), 9th printing, Prentice-Hall Inc, 1977.
15. Sternand M. Joel – Chew JR H. Donald, The Resolution in Corporate Finance, Basil Blackwell Editions Ltd, 1986.

16. Van Horne C. James, Financial Management and Policy, 11th edition, Prentice Hall International Editions, 1998.
17. Van Horne C. James, Fundamentals of Financial Management, 4th edition, Prentice – Hall Inc, 1980.
18. Vice Anthony, The strategy of Takeovers, McGraw Hill, 1971.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς