



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**UNIVERSITY OF PIRAEUS**

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ & ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
**ΔΙΚΑΙΟ &  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**  
MASTER IN LAW & ECONOMICS

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΤΙΤΛΟ:

**«ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ  
ΑΓΟΡΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ Η ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΤΩΝ  
ΕΤΑΙΡΙΩΝ GDF ΚΑΙ SUEZ (ENGIE)»**

**«THE EU REGULATORY FRAMEWORK OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN  
THE ENERGY MARKET»**

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΡΙΑΣ: **ΒΡΑΧΙΜΗ Α. ΤΕΡΕΖΑ**  
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: **ΝΙΚΟΛΑΟΣ Ε. ΦΑΡΑΝΤΟΥΡΗΣ**

**Πειραιάς, 2020**

## Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



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

#### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

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

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Δίκαιο και Οικονομία» με τίτλο «**Το ευρωπαϊκό νομικό πλαίσιο των εξαγορών & συγχωνεύσεων στην αγορά ενέργειας**» έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

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

Υπογραφή Μεταπτυχιακής Φοιτήτριας

Όνοματεπώνυμο: **Τερέζα Α. Βραχίμη**

**Ημερομηνία: 16 Οκτωβρίου 2020**

Copyright © Τερέζα Α. Βραχίμη, 2020

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved. Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

*Στη μητέρα μου, την αδελφή μου και τον  
σύζυγό μου.*

## Ευχαριστίες

*Η συμμετοχή μου στο ΔΠΜΣ «Δίκαιο & Οικονομία», του Πανεπιστημίου Πειραιώς, μου άφησε τις καλύτερες δυνατές εντυπώσεις, τόσο από πλευράς του επιπέδου γνώσεων που αποκόμισα κατά τη φοίτησή μου σε αυτό, όσο και από πλευράς των ίδιων των διδασκόντων – Καθηγητών για την πολύτιμη καθοδήγησή τους, της υπεύθυνης Καθηγήτριας του Προγράμματος, κας. Πέκκα – Οικονόμου, καθώς και του προσωπικού του Πανεπιστημίου για την άψογη συνεργασία τους με εμάς τους φοιτητές. Για το λόγο αυτό θα ήθελα να τους ευχαριστήσω όλους, έναν προς έναν, που έκαναν τη φοίτησή μου στο πρόγραμμα αυτό μια όμορφη και εποικοδομητική εμπειρία που θα θυμάμαι πάντα. Δεν θα μπορούσα να μην ευχαριστήσω επίσης και τους συμφοιτητές μου και συνοδοιπόρους στο ταξίδι αυτό για τις ωραίες στιγμές που περάσαμε μαζί και που θα μας συντροφεύουν για το υπόλοιπο της ζωής μας.*

*Εν συνεχεία, θα ήθελα να κάνω μια ειδική αναφορά στον Επιβλέποντα Καθηγητή μου, κο. Νικόλαο Φαραντούρη και να τον ευχαριστήσω θερμά για την άψογη συνεργασία μας, για την πολύτιμη καθοδήγησή του, αλλά και για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε, με την ανάθεση της παρούσας εργασίας. Ευχαριστώ επίσης θερμά και τον Καθηγητή κο. Μιχαήλ Πολέμη, για τις εξαιρετικά εύστοχες παρατηρήσεις και προτάσεις του κατά τη διάρκεια της σύνταξης της παρούσας.*

*Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τα τρία σημαντικότερα άτομα στη ζωή μου, τη μητέρα μου, Έλενα, την αδελφή μου, Δανάη και τον σύζυγό μου, Βασίλη, για την υπομονή τους καθ' όλη την πορεία των σπουδών μου, ήδη από την αρχή της φοίτησής μου στο τμήμα Πολιτικής Επιστήμης & Δημόσιας Διοίκησης του ΕΚΠΑ, μέχρι και το πέρας των μεταπτυχιακών σπουδών μου που έρχεται με την εκπόνηση αυτής της εργασίας. Η στήριξή τους όλα αυτά τα χρόνια ήταν και αυτή που με ώθησε στο να πραγματοποιήσω όλους μου τους στόχους, αλλά και να συνεχίσω να θέτω νέους για το μέλλον, γνωρίζοντας ότι εκείνοι θα είναι πάντα δίπλα μου σε κάθε μου βήμα.*

## Περίληψη

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει κατά πόσο το νέο ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο που σταδιακά άρχισε να εφαρμόζεται στον τομέα της ενέργειας, ήδη από τα τέλη της δεκαετίας του '90, κατά την οποία οι αγορές ενέργειας σε διάφορες χώρες – μέλη της ΕΕ, όπως το Ην. Βασίλειο, ξεκίνησαν σταδιακά να ανοίγουν και οι οποίες μέχρι τότε στο μεγαλύτερο βαθμό τους, ήταν μονοπωλιακού τύπου, επηρέασε τις συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τομέα αυτό.

Αρχικά, θα κάνουμε μια ιστορική αναδρομή στην έναρξη της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας, που έλαβε για πρώτη φορά χώρα στα μέσα της δεκαετίας του '90, καθώς και στις πρώτες Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, αναφορικά με την απελευθέρωση αυτή και τους όρους υπό τους οποίους θα έπρεπε να εφαρμοστεί σε κάθε μια από τις χώρες – μέλη της. Η δεκαετία 2000 – 2010, υπήρξε όπως θα διαπιστώσουμε και στη συνέχεια, η πιο καθοριστική όσον αφορά την απελευθέρωση της αγοράς ενέργειας στην ΕΕ, καθώς με τη Συνθήκη της Λισαβώνας το 2007 και την ένταξη στην ΣΛΕΕ του άρθρου 194, η ενεργειακή πολιτική αναβαθμίστηκε *expressis verbis* σε πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποτελώντας πλέον τομέα συντρέχουσας αρμοδιότητας με τα κράτη – μέλη της.

Στη συνέχεια, θα αναφερθούμε στα είδη των εξαγορών & συγχωνεύσεων και θα εξετάσουμε τα διαφορετικά κύματα αυτών, τα οποία ξεκινούν ήδη από το τέλος του 19<sup>ου</sup> αιώνα, προκειμένου να κατανοήσουμε πλήρως με ποια κριτήρια αυτά διακρίνονται ανά περίοδο. Αφού μελετήσουμε επίσης τα κίνητρα των Σ&Ε, ώστε να διαπιστώσουμε τους διαφορετικούς λόγους για τους οποίους μια επιχείρηση μπορεί να επιλέξει να συγχωνευθεί με μια άλλη, αλλά και τους παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την απόδοση των Σ&Ε και τι είδους επιπτώσεις αυτές μπορεί να έχουν στο υπάρχον εργατικό δυναμικό μιας επιχείρησης, αλλά και στα διευθυντικά της στελέχη, θα επικεντρωθούμε στο θεσμικό πλαίσιο των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην ευρωπαϊκή αγορά ενέργειας και πώς αυτό επηρέασε και σε τι βαθμό την επίτευξη μερικών από τα σημαντικότερα deals όλων των εποχών στον ενεργειακό τομέα.

Τέλος, μέσα από τη μελέτη περίπτωσης ενός από τα μεγαλύτερα deals στην αγορά ενέργειας παγκοσμίως, της εξαγοράς του γαλλικού ενεργειακού «κολοσσού», Suez, από την επίσης γαλλική υπερδύναμη, Gaz de France, και τη μετέπειτα δημιουργία της διεθνούς εταιρίας παραγωγής ενέργειας και αερίου, GDF Suez, που από το 2016 μετονομάστηκε σε ENGIE, θα μπορέσουμε να δούμε και στην πράξη τα όσα θα έχουμε ήδη εξετάσει και ανωτέρω, το πώς δηλαδή μπορεί το καινούργιο ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο στην αγορά ενέργειας, αλλά και το ίδιο το άνοιγμα της αγοράς, να οδηγήσει ολοένα και περισσότερες μεγάλες εταιρίες στον κλάδο να επιθυμούν να ενώσουν τις δυνάμεις μεταξύ τους, ώστε να μπορούν να ανταπεξέλθουν στα νέα δεδομένα και στις αυξημένες απαιτήσεις της παγκόσμιας αγοράς στην οποία και στοχεύουν να εδραιωθούν και να αποκτήσουν κυρίαρχη θέση.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Η ευρωπαϊκή (εσωτερική) αγορά ενέργειας.....	1
1.1. Ιστορική αναδρομή.....	1
1.2. Το άρθρο 194 ΣΛΕΕ.....	3
1.3. Τελικές παρατηρήσεις.....	8
2. Τα βασικά στοιχεία των εξαγορών & συγχωνεύσεων.....	9
2.1. Ορισμός & είδη.....	9
2.2. Ιστορική εξέλιξη των Σ&Ε.....	11
2.3. Κύματα συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ και παγκοσμίως.....	13
2.4. Τα κίνητρα των Σ&Ε.....	16
Α. Οικονομικές θεωρίες.....	16
Β. Διοικητικές θεωρίες (Managerial Theories).....	20
Γ. Χρηματοοικονομικές θεωρίες (Finance Theories).....	22
Δ. Στρατηγικές θεωρίες (Strategic Management Theories).....	23
Ε. Θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών (Organizational & Behavioral Theories).....	24
2.5. Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε.....	24
2.6. Επιπτώσεις των Σ&Ε στα διευθυντικά στελέχη.....	33
2.7. Επιπτώσεις των Σ&Ε στους εργαζομένους.....	33
2.8. Στρατηγικές εξαγοράς και μορφές αμύνης.....	34
2.8.1. Στρατηγικές και τακτικές αγοραστών (bidders).....	34
2.8.2. Στρατηγικές εταιριών – στόχων (targets).....	38
3. Εξαγορές & Συγχωνεύσεις στην αγορά ενέργειας.....	44
3.1. Η εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΚ) 139/2004 σε συγκεντρώσεις στον τομέα της ενέργειας.....	47
3.2. Η συνεχής επιρροή της κανονιστικής πολιτικής.....	52
3.3. Το μέλλον των Σ&Ε στον τομέα της ενέργειας.....	56
4. Μελέτη περίπτωσης: Η υπόθεση GDF/Suez (vun Engie).....	58

4.1. Σύντομη ιστορική αναδρομή των δύο εταιριών.....	58
4.2. Το ιστορικό της συμφωνίας συγχώνευσης.....	59
4.2.1. Οι δεσμεύσεις (remedies) που έλαβε η νεοσυσταθείσα εταιρεία προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού (ΕΕΑ).....	61
4.3. Το οικονομικό περιβάλλον της κρίσης την περίοδο 2008 – 2009 και οι κίνδυνοι που αντιμετώπισε η νεοσυσταθείσα εταιρία.....	64
4.4. Οι οικονομικοί κίνδυνοι (financial risks) της κρίσης για την εταιρία.....	65
4.5. Αλλαγές στο θεσμικό και ανταγωνιστικό περιβάλλον και η επιρροή του στις δραστηριότητες της εταιρίας.....	68
4.6. Οργανόγραμμα των βασικών δραστηριοτήτων της εταιρίας.....	70
4.6.1. Η επιχειρησιακή οργάνωση (operational organization) της ENGIE.....	71
4.6.2. Το νομικό και θεσμικό πλαίσιο (legal and regulatory framework).....	73
4.7. Σχέδια για το 2019 – 2021.....	77
5. Συμπεράσματα – Επίλογος.....	79
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	81



## **ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΚΡΩΝΥΜΙΩΝ**

### ΕΛΛΗΝΙΚΑ:

ΕΚΤ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΑΠΕ	ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ ΠΗΓΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ
ΔΠΧΑ	ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΡΟΤΥΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΑΝΑΦΟΡΑΣ
ΔΣ	ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ
ΕΕ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ
ΕΚ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ
ΕΟΚ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ
ΟΝΕ	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ
ΟΣΡΑΕ	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑΣ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ
ΠΟΕ	ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ
Σ&Ε	ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ
ΣΛΕΕ	ΣΥΝΘΗΚΗ ΓΙΑ ΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

### ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΑ:

CEO	CHIEF EXECUTIVE OFFICER
CFO	CHIEF FINANCIAL OFFICER
CPT	COMMISSION DES PARTICIPATIONS ET DES TRANSFERTS
CRE	COMMISSION DE REGULATION DE L' ENERGIE
DVA	DEBIT VALUATION ADJUSTMENT
EC	EUROPEAN COUNCIL

ESOP	EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLAN
IFRS	INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS
LBOs	LEVERAGED BUY-OUTS
LNG	LIQUIFIED NATURAL GAS
M&As	MERGERS & ACQUISITIONS
MBOs	MANAGEMENT BUY-OUTS
NAFTA	NORTH AMERICAN FREE TRADE AGREEMENT
OTC	OVER-THE-COUNTER
PEST analysis	POLITICAL ECONOMIC SOCIAL and TECHNOLOGICAL analysis
SBU's	STRATEGIC BUSINESS UNITS
SWOT analysis	STRENGTHS WEAKNESSES OPPORTUNITIES and THREATS analysis

## **ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ**

<i>Πίνακας 1: Στρατηγικές αμύνης των εταιριών – στόχων, προ της προφοράς.....</i>	<i>39</i>
<i>Πίνακας 2: Στρατηγικές αμύνης των εταιριών – στόχων, μετά την προσφορά.....</i>	<i>40</i>
<i>Πίνακας 3: European energy merger review 2004 – 2009.....</i>	<i>49</i>
<i>Πίνακας 4: Βασικοί όροι (remedies) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την έγκριση του σχεδίου συγχώνευσης GDF/Suez.....</i>	<i>55</i>
<i>Πίνακας 5: Η Επιχειρησιακή Οργάνωση (Operational Organization) της ENGIE.....</i>	<i>64</i>

## 1. Η ευρωπαϊκή (εσωτερική) αγορά ενέργειας.

### *1.1 Ιστορική αναδρομή*

Η δεκαετία του 1990 αποτέλεσε δεκαετία «σταθμό», καθώς σήμανε την έναρξη της ολοκλήρωσης της εσωτερικής αγοράς, με την θέση σε ισχύ της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς της 1<sup>ης</sup> Ιουλίου 1987 (προθεσμία για ισχύ μέχρι 31 Δεκεμβρίου 1992), γεγονός που ως αποτέλεσμα είχε και τη σταδιακή απελευθέρωση της εσωτερικής αγοράς ενέργειας. Την περίοδο μάλιστα που οι περισσότερες εθνικές αγορές ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου τελούσαν ακόμα υπό μονοπωλιακό καθεστώς, η Ευρωπαϊκή Ένωση και τα κράτη μέλη της αποφάσισαν να ανοίξουν σταδιακά τον ανταγωνισμό σε αυτές τις αγορές, εγκρίνοντας μάλιστα και τις πρώτες Οδηγίες, ήδη από το 1990 με την Οδηγία 90/377/ΕΟΚ για τη διαφάνεια των τιμών αερίου και ηλεκτρικής ενέργειας και την Οδηγία 90/547/ΕΟΚ για τη διαμετακόμιση ηλεκτρικής ενέργειας μέσω μεγάλων δικτύων, θέτοντας με τον τρόπο αυτό τα πρώτα θεμέλια για την ολοκλήρωση μιας θεσμοθετημένης ευρωπαϊκής αγοράς ενέργειας. Στη συνέχεια, μετά και την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχ το 1992 και την μετονομασία πλέον της ΕΟΚ σε Ευρωπαϊκή Ένωση, εκδίδεται και η «πρώτη δέσμη» μέτρων για την ενέργεια, που περιλαμβάνει την Οδηγία 96/92/ΕΚ, (ΕΕ L 176/57), για την απελευθέρωση της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας και την Οδηγία 98/30/ΕΚ (ΕΕ L 204/1), για την απελευθέρωση της αγοράς φυσικού αερίου (Οδηγίες οι οποίες θα έπρεπε να ενσωματωθούν στα εθνικά δίκαια των κρατών – μελών το αργότερο μέχρι το 1998 για την ηλεκτρική ενέργεια και το 2000 για το φυσικό αέριο).

Το 2003 και ενώ πλέον αποκτήθηκε αρκετή εμπειρία στο χρονικό αυτό διάστημα που μεσολάβησε, όσον αφορά τη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς, υιοθετείται η «δεύτερη δέσμη» μέτρων, με την οποία οι αρχικές Οδηγίες καταργούνται και αντικαθίστανται πλέον από την Οδηγία 2003/54/ΕΚ (ΕΕ L 176/37) και τον Κανονισμό (ΕΚ) 1228/2003 για την ηλεκτρική ενέργεια και την Οδηγία 2003/55/ΕΚ (ΕΕ L 176/57) και τον Κανονισμό (ΕΚ) 1775/2005 για το φυσικό αέριο, σε μια προσπάθεια επισπεύσεως της διαδικασίας απελευθέρωσης της ευρωπαϊκής αγοράς ενέργειας, μέσω μιας περισσότερο λειτουργικής εσωτερικής αγοράς. Μια σημαντική αλλαγή που έφερε αυτή η δέσμη μέτρων αποτέλεσε το γεγονός ότι οι οικιακοί και βιομηχανικοί καταναλωτές ήταν πλέον ελεύθεροι να επιλέγουν τους προμηθευτές ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου από ένα ευρύτερο φάσμα ανταγωνιστών, ενώ επίσης θεσπίζονται για πρώτη φορά όροι σχετικά με την πρόσβαση στα δίκτυα μεταφοράς φυσικού αερίου και στις διασυνοριακές ανταλλαγές ηλεκτρικής ενέργειας (με τους ανωτέρω Κανονισμούς υπ' αριθ. (ΕΚ) 1775/2005 και (ΕΚ) 1228/2003 αντίστοιχα. Την ίδια εποχή μάλιστα εκδίδεται και η Απόφαση 2003/796

ΕΚ της Επιτροπής σχετικά με τη σύσταση ευρωπαϊκής ομάδας ρυθμιστικών αρχών για την ενέργεια και το φυσικό αέριο.

Εν συνεχεία και ύστερα από την πρώτη έρευνα που διεξήχθη από την Γενική Διεύθυνση Ανταγωνισμού της Επιτροπής, αναφορικά με τον ανταγωνισμό στον τομέα της ενέργειας, διαπιστώθηκε ότι τα βασικά προβλήματα δεν είχαν ακόμη επιλυθεί και ότι η διαδικασία της απελευθέρωσης σε πανευρωπαϊκό επίπεδο είχε ακόμη πολλά εμπόδια μπροστά της που έπρεπε να υπερκεραστούν, με κυριότερο την έλλειψη ρητής κανονιστικής αρμοδιότητας της ΕΕ.

Το πρόβλημα αυτό ήρθε να λύσει το Δεκέμβριο του 2007 η Συνθήκη της Λισαβώνας. Πριν τη Συνθήκη, ο τρόπος κατανομής των αρμοδιοτήτων μεταξύ της Κοινότητας και των κρατών – μελών χαρακτηριζόταν από ασάφεια και αοριστία<sup>1</sup>. Η πρόταση της Επιτροπής με τίτλο «An energy policy for Europe» ενισχύει την ιδέα μιας κοινής πολιτικής με μακροπρόθεσμη στόχευση την δημιουργία μιας ενεργειακής ένωσης «Energy Union». Οι τρεις βασικοί πυλώνες του σχεδίου δράσης είναι η βιωσιμότητα, η ασφάλεια και επάρκεια του εφοδιασμού και η αύξηση του ανταγωνισμού. Η πρόταση της Επιτροπής, την περίοδο από το 2007- 2009, γνωστή και ως «20/20/20», έγινε δεκτή από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το Δεκέμβριο του 2008 και αφορούσε: α) μείωση των αερίων που προκαλούν το φαινόμενο του θερμοκηπίου τουλάχιστον κατά 20% μέχρι το 2020, σε σχέση με τα επίπεδα του 1990, β) αύξηση των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας στο 20% της συνολικής κατανάλωσης ενέργειας της ΕΕ μέχρι το 2020, γ) βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης κατά 20% και επιπλέον δ) επίτευξη υποχρεωτικού στόχου 10% σε βιοκαύσιμα νέας γενεάς για τις μεταφορές και ε) λειτουργία μιας πραγματικά ανταγωνιστικής αγοράς ενέργειας<sup>2</sup>.

Μια ακόμη σημαντική αλλαγή που επέφερε η Συνθήκη της Λισαβώνας, είναι η εισαγωγή στη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ) νομοθετικού πλαισίου για τη λειτουργία της αγοράς ενέργειας. Πιο συγκεκριμένα, με το άρθρο 194 ΣΛΕΕ η ενέργεια αναβαθμίζεται *expressis verbis* σε πολιτική της Ένωσης, αποτελώντας πλέον τομέα συντρέχουσας αρμοδιότητας με τα κράτη – μέλη, όπως ισχύει με το περιβάλλον, τις μεταφορές, τα διευρωπαϊκά δίκτυα και την εσωτερική αγορά. Η πρωτοβουλία αυτή της Ευρωπαϊκής Ένωσης να αναβαθμίσει το ρόλο της στην αγορά ενέργειας δεν υπολείπεται πολιτικού χαρακτήρα, καθώς με τον τρόπο αυτό δίνεται περαιτέρω έμφαση στην προσήλωση του θεσμού για υλοποίηση μιας συνεκτικής πολιτικής. Από νομικής σκοπιάς, αυτή είναι η

---

<sup>1</sup> Φορτσάκης, Π., Φαραντούρης, Ν. (2016), *Δίκαιο της Ενέργειας*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

<sup>2</sup> Φορτσάκης, Π., Φαραντούρης, Ν. (2016), *Δίκαιο της Ενέργειας*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

πρώτη φορά που θεσπίζεται συγκεκριμένη και αυτοτελής νομική βάση για την ανάληψη δράσεων από την Ένωση στο πεδίο αυτό<sup>3</sup>.

## 1.2 Το άρθρο 194 ΣΛΕΕ

Όπως προαναφέραμε, με το άρθρο 194 της ΣΛΕΕ, για πρώτη φορά στην ιστορία του θεσμού, η ενέργεια αναδείχθηκε σε τομέα συντρέχουσας αρμοδιότητας της ΕΕ και των κρατών – μελών, καθιστώντας σαφή πλέον την αυξημένη σημασία της και την ανάγκη αυστηρότερου θεσμικού πλαισίου για την προστασία των αποθεμάτων της και τον ασφαλή εφοδιασμό όλων των ευρωπαϊών πολιτών. Με την εισαγωγή λοιπόν του άρθρου αυτού επαναδιατυπώνονται και εμπλουτίζονται οι βασικοί στόχοι της ενεργειακής πολιτικής (όπως αποτυπώνονται στην παράγραφο 1 του ως άνω άρθρου), ήτοι: α) η διασφάλιση της λειτουργίας της εσωτερικής αγοράς, β) η διασφάλιση του ενεργειακού εφοδιασμού, γ) η προώθηση της ενεργειακής αποδοτικότητας και της εξοικονόμησης ενέργειας και δ) η προώθηση της διασύνδεσης των ενεργειακών δικτύων<sup>4</sup>.

### A) Διασφάλιση της λειτουργίας της εσωτερικής αγοράς

Όσον αφορά τη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς ενέργειας, ήδη όπως προαναφέραμε, έχουν εκδοθεί οι δύο πρώτες δέσμες μέτρων, το 1996 – 1998 και το 2003 αντίστοιχα (βλ. ανωτέρω υπό 1.1), ενώ τον Αύγουστο του 2009 δημοσιεύεται και η «τρίτη δέσμη» μέτρων στην οποία περιλαμβάνονται: α) ο Κανονισμός (ΕΚ) 713/2009 για την ίδρυση του Οργανισμού Συνεργασίας των Ρυθμιστικών Αρχών Ενέργειας (ΟΣΡΑΕ), β) ο Κανονισμός (ΕΚ) 714/2009 (που καταργεί τον Κανονισμό 1228/2003), σχετικά με τους όρους πρόσβασης στο δίκτυο για τις διασυνοριακές ανταλλαγές ηλεκτρικής ενέργειας, γ) ο Κανονισμός (ΕΚ) 715/2009 (που καταργεί τον Κανονισμό 1775/2005), σχετικά με τους όρους πρόσβασης στα δίκτυα μεταφοράς φυσικού αερίου, δ) η Οδηγία 2009/72/ΕΚ (που καταργεί την προγενέστερη 2003/54/ΕΚ), για την εσωτερική αγορά ενέργειας και ε) η Οδηγία 2009/73/ΕΚ (που καταργεί την 2003/55/ΕΚ), για το φυσικό αέριο.

### B) Διασφάλιση ενεργειακού εφοδιασμού

---

<sup>3</sup> Φορτσάκης, Π., Φαραντούρης, Ν. (2016), *Δίκαιο της Ενέργειας*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

<sup>4</sup> Φορτσάκης, Π., Φαραντούρης, Ν. (2016), *Δίκαιο της Ενέργειας*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

Κατά το άρθρο 194 παρ. 1 στ. β' ΣΛΕΕ, βασική προτεραιότητα στην ενεργειακή πολιτική της ΕΕ αποτελεί η διασφάλιση του ενεργειακού εφοδιασμού. Ήδη στην Πράσινη Βίβλο της 29<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 2000, «Προς μια ευρωπαϊκή στρατηγική για την ασφάλεια του ενεργειακού εφοδιασμού», καθώς και στην Ανακοίνωση της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου 2002, «Η εσωτερική αγορά ενέργειας: Συντονισμένα μέτρα όσον αφορά την ασφάλεια του ενεργειακού εφοδιασμού», καταγράφεται ρητώς η προτεραιότητα αυτή, πριν ακόμη και από τη θέσπιση αυτοτελούς νομικού πλαισίου, ενώ πέραν από τις «τρεις δέσμες», εκδόθηκε και μια σειρά Οδηγιών για το σκοπό αυτό, όπως η Οδηγία 2004/67/ΕΚ για τα μέτρα ασφάλισης εφοδιασμού με φυσικό αέριο,<sup>5</sup> η Οδηγία 2005/89/ΕΚ για τα μέτρα διασφάλισης του εφοδιασμού με ηλεκτρισμό και τις επενδύσεις υποδομής<sup>6</sup> και η Οδηγία 2009/119/ΕΚ για την υποχρέωση διατήρησης ενός ελάχιστου επιπέδου αποθεμάτων αργού πετρελαίου ή/και προϊόντων πετρελαίου από τα κράτη - μέλη<sup>7</sup>. Ωστόσο, η Ρωσο – Ουκρανική κρίση του 2009, μας έδειξε ότι τα μέτρα αυτά για την αντιμετώπιση τέτοιων ενεργειακών κρίσεων ήταν ανεπαρκή και η πρωτοφανής για τα δεδομένα της εποχής διαταραχή της παροχής φυσικού αερίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση, κατέδειξε την ανάγκη λήψης πιο αυστηρών μέτρων για την προστασία του ενεργειακού εφοδιασμού εν γένει στη Γηραιά Ήπειρο. Ανάμεσα στους βασικούς άξονες της νέας πολιτικής για την κατοχύρωση της προστασίας του ενεργειακού εφοδιασμού, μετά και την κατάργηση της Οδηγίας 2004/67/ΕΚ είναι: α) η υιοθέτηση ενός μηχανισμού αντιμετώπισης κρίσεων, β) η ενδυνάμωση των διευρωπαϊκών υποδομών ενέργειας, γ) η διαφοροποίηση των πηγών και οδύσεων εισαγωγής και δ) η συγκρότηση μιας συλλογικής εξωτερικής ενεργειακής πολιτικής<sup>8</sup>.

#### Γ) Ενεργειακή αποδοτικότητα – εξοικονόμηση ενέργειας – Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας

Μια από τις βασικές πρωτοβουλίες της ΣΛΕΕ ήταν η απόφαση να αναχθεί η πολιτική περιβάλλοντος σε τομέα συντρέχουσας αρμοδιότητας μεταξύ ΕΕ και κρατών – μελών, όπως ακριβώς και η ενεργειακή πολιτική, δυνάμει του άρθρου 4 ΣΛΕΕ. Πιο συγκεκριμένα, με το άρθρο 194 ΣΛΕΕ, αναγνωρίζεται η σύνδεση ενεργειακής πολιτικής και περιβάλλοντος, καθώς αναφέρεται ότι «η ενεργειακή πολιτική της Ένωσης θα πρέπει να ασκείται λαμβανομένης υπόψη της απαίτησης να προστατευθεί και να βελτιωθεί το περιβάλλον<sup>9</sup>». Τα πρώτα βήματα προς μια ενοποιημένη πολιτική ενέργειας – περιβάλλοντος έγιναν,

<sup>5</sup> ΕΕ L 127/92, 29-4-2004

<sup>6</sup> ΕΕ L 33/22, 4-2-2006

<sup>7</sup> ΕΕ L 265/9, 9-10-2009

<sup>8</sup> Φορτσάκης, Π., Φαραντούρης, Ν. (2016), *Δίκαιο της Ενέργειας*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

<sup>9</sup> Ιωακεμίδης, Π.Κ. (2010), *Η Συνθήκη της Λισαβώνας*, Εκδ. Θεμέλιο, Αθήνα.

όπως προαναφέραμε, ήδη από το Δεκέμβριο του 2008 με την πρόταση «20/20/20» της Επιτροπής, ενώ τον Απρίλιο 2010, η Επιτροπή εξέδωσε Ανακοίνωση για μείωση των εκπομπών αερίων πλέον του 20%.<sup>10</sup>

Εν συνεχεία, βασικός παράγων για την προστασία του περιβάλλοντος και την επίτευξη των στόχων της ευρωπαϊκής ενεργειακής πολιτικής δεν θα μπορούσε να μην είναι και η προώθηση των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (ΑΠΕ). Οι ανανεώσιμες πηγές ενέργειας (αιολική ενέργεια, ηλιακή ενέργεια, υδροηλεκτρική ενέργεια, ενέργεια από τους ωκεανούς, γεωθερμική ενέργεια, βιομάζα και βιοκαύσιμα) αποτελούν εναλλακτικές λύσεις αντί των ορυκτών καυσίμων και συμβάλλουν στη μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου, στη διαφοροποίηση του ενεργειακού εφοδιασμού και στη μείωση της εξάρτησης από αναξιόπιστες και ασταθείς αγορές ορυκτών καυσίμων, ειδικότερα πετρελαίου και φυσικού αερίου<sup>11</sup>. Κατά τη διατύπωση του άρθ. 194 εδ. Α' ΣΛΕΕ, η αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και η προώθηση των ΑΠΕ συγκαταλέγονται ρητώς στους στόχους της ενεργειακής πολιτικής, εξίσου μαζί με την ενεργειακή αποδοτικότητα και την εξοικονόμηση ενέργειας. Οι ΑΠΕ εμφανίστηκαν για πρώτη φορά στη νομοθετική ατζέντα το 1997 με τη Λευκή Βίβλο της Επιτροπής «*Ενέργεια για το μέλλον: ανανεώσιμες πηγές ενέργειας*<sup>12</sup>», σύμφωνα με την οποία η Επιτροπή έθετε ως στόχο την κάλυψη του 12% της κατανάλωσης ενέργειας και του 22,1% της κατανάλωσης ηλεκτρικής ενέργειας με ενέργεια από ανανεώσιμες πηγές (ΑΠΕ) έως το 2010, με ενδεικτικούς στόχους για κάθε κράτος μέλος που ορίζονταν στην οδηγία 2001/77/ΕΚ. Το 2007 ο στόχος αυτός ανέβηκε από 12% σε 20% κατανάλωση των ΑΠΕ μέχρι το 2020 (νέος Οδικός Χάρτης για τις ΑΠΕ<sup>13</sup>), ενώ το 2009 υιοθετήθηκε και η Οδηγία 2009/28/ΕΚ για την επίτευξη του ανωτέρω στόχου, η οποία θέσπιζε δεσμευτικούς εθνικούς στόχους για κάθε κράτος – μέλος της ΕΕ Για την Ελλάδα συγκεκριμένα ο στόχος καθορίζεται στο 18%, βάσει της οικονομικής κατάστασης της χώρας και της ενεργειακής της γεωγραφίας, ενώ εντύπωση προκαλεί ότι οι στόχοι αυτοί διαφέρουν σημαντικά ανά χώρα, με χαρακτηριστικό παράδειγμα τη Μάλτα με στόχο 10% και τη Σουηδία με στόχο 49%. Σε συνολική κατανάλωση ενέργειας από ΑΠΕ ο στόχος του 2010 για 22,1% αυξήθηκε στο 34% για το 2020.

Ήδη η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει αρχίσει να προετοιμάζει το έδαφος για την πολιτική της και μετά το 2020 και όπως φαίνεται οι ΑΠΕ εξακολουθούν και διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ενεργειακή της πολιτική. Σύμφωνα μάλιστα και με τον «*Ενεργειακό Χάρτη πορείας για το 2050*<sup>14</sup>» προβλέπεται

---

<sup>10</sup> COM(2010)265 τελικό

<sup>11</sup> [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/el/FTU\\_2.4.9.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/el/FTU_2.4.9.pdf)

<sup>12</sup> COM(1997)599 τελικό

<sup>13</sup> COM(2006)848 τελικό

<sup>14</sup> COM(2011)885 τελικό

επίτευξη μεριδίου ενέργειας από ΑΠΕ τουλάχιστον στο 30% μέχρι το 2030 (από 20% που ήταν μέχρι το 2020). Ο Οδικός αυτός χάρτης προειδοποιεί ωστόσο ότι θα σημειωθεί κάμψη στην ανάπτυξη του τομέα των ΑΠΕ αν δεν υπάρξει περαιτέρω καινοτομία. Μάλιστα μετά και τη δημοσίευση της Πράσινης Βίβλου το 2013 με τίτλο: «Πλαίσιο για τις πολιτικές που αφορούν το κλίμα και την ενέργεια με χρονικό ορίζοντα το έτος 2030<sup>15</sup>», η Επιτροπή πρότεινε, σε ανακοίνωσή της την 22 Ιανουαρίου 2014, με τίτλο: «Πλαίσιο πολιτικής για την ενέργεια κατά την περίοδο από το 2020 έως το 2030<sup>16</sup>», να μην ανανεωθούν οι δεσμευτικοί στόχοι για τα κράτη – μέλη της ΕΕ, όσον αφορά τις ΑΠΕ, μετά το 2020.

Μετά την ανακοίνωση αυτή, το Κοινοβούλιο, το Φεβρουάριο του 2014 ενέκρινε ψήφισμα <sup>17</sup>με το οποίο ασκούσε έντονη κριτική στις προτάσεις της Επιτροπής για το κλιματικό και ενεργειακό πλαίσιο για το 2030, το οποίο συγκεκριμένα χαρακτήρισε «κοντόφθαλμο και μη φιλόδοξο<sup>18</sup>». Ζήτησε μάλιστα να καθιερωθεί δεσμευτικό μερίδιο 30% για τις ΑΠΕ, το οποίο θα εφαρμοστεί μέσω χωριστών δεσμευτικών εθνικών στόχων και επίσης να παραταθεί η ισχύς των στόχων για τα καύσιμα μεταφορών μετά το 2020 (απαλλαγή από τις ανθρακούχες εκπομπές και διαφοροποίηση στον τομέα των μεταφορών, με στόχο για τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας για το 2030 τουλάχιστον το 14% της συνολικής κατανάλωσης ενέργειας στον τομέα των μεταφορών).

Τον Μάρτιο του 2013, το Κοινοβούλιο ενέκρινε τον «Ενεργειακό Χάρτη Πορείας για το 2050<sup>19</sup>» και κάλεσε την Επιτροπή να υποβάλει όσο το δυνατόν συντομότερα πολιτικό πλαίσιο για το 2030 συμπεριλαμβάνοντας στόχους για τις εκπομπές αερίων θερμοκηπίου, την ενέργεια από ΑΠΕ και την ενεργειακή απόδοση. Το Κοινοβούλιο κάλεσε την Επιτροπή να υποβάλει ανάλυση και προτάσεις για τον τρόπο βελτίωσης της βιωσιμότητας των ΑΠΕ και την αύξηση της απόδοσής τους στην ΕΕ.

Εν συνεχεία, τον Ιούνιο του 2016, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενέκρινε ψήφισμα <sup>20</sup>για την έκθεση προόδου σχετικά με την ενέργεια από ΑΠΕ, με το οποίο ζητούσε από την Επιτροπή να παρουσιάσει μια πιο φιλόδοξη κλιματική και ενεργειακή δέσμη για το 2030, η οποία θα αναβάθμιζε τον στόχο της ΕΕ για τις ΑΠΕ σε τουλάχιστον 30% και που θα εφαρμοζόταν μέσω επιμέρους εθνικών στόχων. Οι στόχοι που έχουν ήδη συμφωνηθεί για το 2020 πρέπει να θεωρηθούν ως ελάχιστη βασική γραμμή κατά την

---

<sup>15</sup> COM(2013)169 τελικό

<sup>16</sup> COM(2014)15 τελικό

<sup>17</sup> Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 5ης Φεβρουαρίου 2017 σχετικά με πλαίσιο για τις πολιτικές που αφορούν το κλίμα και την ενέργεια με χρονικό ορίζοντα το έτος 2030 (ΕΕ C 93 της 24.3.2017, σ. 79).

<sup>18</sup> [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/el/FTU\\_2.4.9.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/el/FTU_2.4.9.pdf)

<sup>19</sup> Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 14ης Μαρτίου 2016 σχετικά με τον Ενεργειακό Χάρτη Πορείας για το 2050, ένα μέλλον με ενέργεια (ΕΕ C 36 της 29.1.2016, σ. 62).

<sup>20</sup> Ψήφισμα του Κοινοβουλίου της 23ης Ιουνίου 2018 σχετικά με την έκθεση προόδου στον τομέα των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας (ΕΕ C 91 της 9.3.2018, σ. 16).



αναθεώρηση της οδηγίας για τις ΑΠΕ. Μάλιστα, στις 17 Ιανουαρίου 2018, το Κοινοβούλιο υποστήριξε ότι τουλάχιστον το 35% του συνόλου της ενέργειας θα πρέπει να προέρχεται από ανανεώσιμες πηγές έως το 2030<sup>21</sup>, καθώς επίσης και να ενισχυθεί η ίδια κατανάλωση ως δικαίωμα.

Τον Νοέμβριο του 2016, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε πρόταση αναδιατύπωσης της Οδηγίας για την προώθηση των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας (ΑΠΕ). Η συμφωνία όριζε δεσμευτικό στόχο 32% για τις ΑΠΕ από την ΕΕ έως το 2030. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο ενέκριναν επίσημα το κείμενο τον Δεκέμβριο του 2018 (Οδηγία 2018/2001 του Συμβουλίου). Τα κράτη – μέλη θα πρέπει να μεταφέρουν την αναθεωρημένη Οδηγία στο εθνικό τους δίκαιο έως τις 30 Ιουνίου 2021, ενώ η αναθεωρημένη Οδηγία θα τεθεί σε ισχύ από την 1η Ιουλίου 2021.

#### Δ) Διασύνδεση ενεργειακών δικτύων

Ο τελευταίος στόχος του άρθρου 194 της ΣΛΕΕ αναφέρεται στη διασύνδεση των ενεργειακών δικτύων, στόχος ο οποίος εντάσσεται στη γενικότερη πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τα διευρωπαϊκά δίκτυα ενέργειας (Τίτλος XVI, άρθρα 170 – 172 ΣΛΕΕ) και συνδέεται κυρίως με τη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς ενέργειας (αρθ. 194 παρ. 1 στοιχ. α' ΣΛΕΕ), καθώς τέμνεται και με άλλους στόχους της ενεργειακής πολιτικής, όπως ο ενεργειακός εφοδιασμός (αρθ. 194 παρ. 1 στοιχ. β' ΣΛΕΕ), η ενεργειακή αποδοτικότητα, η εξοικονόμηση ενέργειας και η προώθηση των ΑΠΕ (αρθ. 194 παρ. 1 στοιχ. γ' ΣΛΕΕ).

Βασικό εργαλείο για την επίτευξη του στόχου της διασύνδεσης των ενεργειακών δικτύων αποτελεί η χρηματοδότηση μέσω της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και του Ταμείου Συνοχής του άρθρου 177 ΣΛΕΕ, που θεσπίζεται στο πλαίσιο της πολιτικής της ΕΕ για τα διευρωπαϊκά δίκτυα. Σύμφωνα μάλιστα και με την Απόφαση 1364/2006/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τον καθορισμό προσανατολισμών σχετικά με τα διευρωπαϊκά δίκτυα στον τομέα της ενέργειας<sup>22</sup>, δίδεται προτεραιότητα σε έργα που έχουν ιδιαίτερη σημασία για τη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς ενέργειας ή την ασφάλεια του ενεργειακού εφοδιασμού, καθώς επίσης η όλη διαδικασία προσδιορισμού και υλοποίησης των έργων ευρωπαϊκού ενδιαφέροντος, στο πλαίσιο των διευρωπαϊκών δικτύων ενέργειας, θα πρέπει να συνάδει και με τις διατάξεις των Κανονισμών (ΕΚ) 2236/95 για τον καθορισμό των γενικών κανόνων για τη χορήγηση κοινοτικής ενίσχυσης στον τομέα

<sup>21</sup> <http://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20180112IPR91629/meps-set-ambitious-targets-for-cleaner-more-efficient-energy-use>

<sup>22</sup> ΕΕ L 2612/1, 22-9-2006

των διευρωπαϊκών δικτύων<sup>23</sup>, όπως αυτή τροποποιήθηκε με τον Κανονισμό (ΕΚ) 1159/2005<sup>24</sup>, καθώς και των αποφάσεων με τις οποίες εγκρίνονται μεμονωμένα έργα βάσει της νομοθεσίας αυτής, ή στο πλαίσιο των Οδηγιών 2003/54/ΕΚ και 2003/55/ΕΚ.

### 1.3 Τελικές παρατηρήσεις

Είναι γεγονός ότι παλαιότερα, καθώς δεν υπήρχε ενιαίο νομοθετικό πλαίσιο για την ενεργειακή πολιτική της ΕΕ, οι εθνικές αγορές ενέργειας ήταν κατακερματισμένες, ενώ η όποια ενεργειακή πολιτική της ΕΕ περιοριζόταν αποκλειστικά στην έκδοση ορισμένων Κανονισμών και Οδηγιών, που συνεχώς καταργούνταν και ανανεώνονταν με νεότερες, ώστε να συμβαδίζουν με τις συνεχώς αυξανόμενες απαιτήσεις της εκάστοτε χρονικής περιόδου. Με τη Συνθήκη της Λισαβώνας ή Μεταρρυθμιστική Συνθήκη, η ενεργειακή πολιτική αναδείχθηκε πλέον σε τομέα συντρέχουσας αρμοδιότητας μεταξύ της Ένωσης και των κρατών – μελών της. Με τη θέσπιση του άρθρου 194 της ΣΛΕΕ για πρώτη φορά τίθενται σταθερά νομοθετικά θεμέλια στην ενεργειακή πολιτική της Ένωσης, οι βασικοί στόχοι της οποίας επαναδιατυπώνονται και εμπλουτίζονται και πλέον η διασφάλιση της λειτουργίας της εσωτερικής αγοράς συνδυάζεται και με άλλες εξίσου σημαντικές προτεραιότητες, όπως η διασφάλιση του ενεργειακού εφοδιασμού, η προώθηση της ενεργειακής αποδοτικότητας, η εξοικονόμηση ενέργειας, η ανάπτυξη των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και η βέλτιστη διασύνδεση των ενεργειακών δικτύων. Όπως προκύπτει και από τα ανωτέρω, οι στόχοι του άρθρου 194 ΣΛΕΕ αλληλεπιδρούν και προϋποθέτουν ο ένας τον άλλο, αφού προϋπόθεση για την επίτευξη της αειφόρου ενέργειας είναι η δημιουργία και η λειτουργία μιας ενιαίας εσωτερικής αγοράς και το αντίστροφο<sup>25</sup>.

Με βάση όσα είπαμε παραπάνω, καταλήγουμε στο ότι πλέον δεν επιτρέπεται η περαιτέρω απελευθέρωση των αγορών και η τόνωση του ανταγωνισμού χωρίς να ληφθεί πρώτα υπόψιν η ενεργειακή ασφάλεια ή η ανάπτυξη και διασύνδεση των δικτύων στα κράτη – μέλη και στην ΕΕ. Εν συμπεράσματι, ο σαφής διαχωρισμός των αρμοδιοτήτων με βάση τις αρχές της επικουρικότητας και της αναλογικότητας, αποσαφήνισε το θεσμικό πλαίσιο και συνέβαλε στην εμπέδωση της ασφάλειας δικαίου και στην επιτάχυνση της ολοκλήρωσης της αγοράς ενέργειας.

---

<sup>23</sup> ΕΕ L 228, 23-9-1995

<sup>24</sup> ΕΕ L 191/16, 22-7-2005

<sup>25</sup> Φορτσάκης, Π., Φαραντούρης, Ν. (2016), *Δίκαιο της Ενέργειας*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

## 2. Τα βασικά στοιχεία των εξαγορών & συγχωνεύσεων.

### 2.1 Ορισμός & Είδη

Οι Συγχωνεύσεις & Εξαγορές (Mergers & Acquisitions – M&As) είναι ο τρόπος με τον οποίο δύο εταιρείες ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους. Τα είδη των Σ&Ε κατηγοριοποιούνται με βάση διάφορα κριτήρια, όπως:

**A.** Η νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση:

- **Εξαγορά (Acquisition/Takeover<sup>26</sup>)** είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή ολόκληρης της επιχείρησης (έναντι μετρητών), κατά την οποία η αγοράστρια εταιρία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η οποία εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Με τον τρόπο αυτό η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται θυγατρική της εξαγοράζουσας.
- **Συγχώνευση (Merger)** είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό & παθητικό) της απορροφώμενης επιχείρησης μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση (έναντι μετοχών), βάσει μιας καθορισθείσας σχέσεως ανταλλαγής. Στη συνέχεια η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου (λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται), ενώ η απορροφώσα τη διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της.

*Βάσει των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (International Financial Reporting Standards - IFRS), και συγκεκριμένα του Δ.Π.Χ.Α. 3 του 2008 για τις Συνενώσεις επιχειρήσεων, σχεδόν όλες οι μορφές επιχειρηματικών μετασχηματισμών ενοποίησης ανεξάρτητα από τη μορφή του ανταλλάγματος (μετρητά, μετοχές, λοιπά αξιόγραφα) θεωρούνται εξαγορές, εκτός από την περίπτωση εκείνη που δεν μπορεί να αναγνωρισθεί ποια είναι η αγοράστρια και ποια η εξαγοραζόμενη εταιρία και αναγνωρίζεται μόνο η μέθοδος της απόκτησης/εξαγοράς (purchase/acquisition method).*

**B.** Ο τρόπος προσφοράς της εξαγοράς:

- **Δημόσιες προσφορές στους μετόχους (Public Tender Offer)**
- **Συγχωνεύσεις (Mergers)**

---

<sup>26</sup> Στις αγγλοσαξονικές χώρες η ορολογία του takeover αφορά στην εξαγορά μιας επιχείρησης από μια άλλη πολύ μεγαλύτερη.

- **Μάχες μέσω αντιπροσώπων (Proxy Fights<sup>27</sup>, στις ΗΠΑ)**

*Συνήθως, οι δημόσιες προσφορές γίνονται με μετρητά και οι συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών.*

Γ. Η διάθεση/αντίδραση (mood) της διοικήσεως της εξαγοραζόμενης εταιρίας:

- **Εχθρικές (hostile)**
- **Φιλικές (friendly)**

*Συνήθως οι δημόσιες προσφορές είναι εχθρικές και οι συγχωνεύσεις φιλικές.*

Δ. Συσχέτιση κλάδου δραστηριότητας – βαθμός ολοκλήρωσης

- **Συσχετισμένες (related/concentric mergers)**, οι οποίες διακρίνονται σε:
  - 1) *Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers)*, που αφορούν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας
  - 2) *Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers)*, που αφορούν σε διαφορετικά τμήματα των λειτουργιών της αλυσίδας αξίας, είτε προς τα εμπρός (forward vertical integration), είτε προς τα πίσω (backward vertical integration)
- **Ασυσχέτιστες (unrelated mergers/conglomerates)**, που αφορούν σε κλάδους δραστηριότητας που δεν σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους.

Ε. Μια άλλη μορφή εταιρικών μετασχηματισμών είναι οι λεγόμενες **αποσχίσεις (divestments)**, οι οποίες στοχεύουν στη μεγιστοποίηση της απόδοσης των οικονομικών μονάδων που ενοποιούνται, σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική ή στρατηγική λογική. Αυτές διακρίνονται σε:

- **Sell-offs:** αποσχίσεις (πωλήσεις) τμημάτων ή επιχειρηματικών μονάδων
- **Spin-offs:** απόσχιση θυγατρικής από μητρική και δημιουργία νέας ανεξάρτητης εταιρίας (με αναλογική διανομή (pro-rata basis) των μετοχών που κατέχει η μητρική στη θυγατρική στους μετόχους της μητρικής).
- **Split-offs:** μεταβίβαση των μετοχών της θυγατρικής σε κάποιους από τους μετόχους της μητρικής, μέσω ανταλλαγής των μετοχών που κατέχουν στη μητρική.
- **Split-ups:** η μητρική εταιρία διαμελίζεται σε πολλές ξεχωριστές εταιρίες μέσω μιας αλυσίδας αποσκίρτησεων και παύει να υφίσταται (οι μετοχές της διανέμονται στους μετόχους της).

<sup>27</sup> Τα proxy fights αφορούν στην προσπάθεια μερίδας μετόχων ή του management να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρίας και του ΔΣ, προτρέποντας τους μετόχους να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων (proxy contests).

- **Carve-outs:** η μητρική εταιρία μειώνει το ποσοστό ιδιοκτησίας της σε θυγατρική, παραιτούμενη των δικαιωμάτων της σε ΑΜΚ δια δημόσιας εγγραφής της θυγατρικής της.

**ΣΤ.** Άλλες διακρίσεις επιχειρηματικών μετατροπών που αποτελούν μορφές Σ&Ε είναι:

- **MBOs (Management Buy-Outs)** – απόκτηση ελέγχου της εταιρίας από ομάδα του management ή/και άλλης ομάδας επενδυτών (venture capital) και μετατροπή της σε μη εισηγμένη εταιρία (going private transactions).
- **LBOs (Leveraged Buy-Outs)** – τα MBOs συνήθως χρηματοδοτούνται με τη χρήση δανεισμού (π.χ. χρήση junk bonds, ρόλος επενδυτικών τραπεζών, εταιριών venture capital).
- **Reverse LBOs** – μια εταιρία που έχει γίνει ιδιωτική κατόπιν LBO γίνεται ξανά εισηγμένη (πιθανόν μέσω πώλησης της συμμετοχής των αρχικών επενδυτών (managers ή venture capital fund) με δημόσια εγγραφή στο ευρύ επενδυτικό κοινό (secondary IPOs).

## 2.2 Ιστορική εξέλιξη των Σ&Ε

Αν ανατρέξουμε στην ιστορία των Σ&Ε, παρατηρούμε πως αυτές εμφανίζονται κατά «κύματα» (merger waves). Στις ΗΠΑ, μάλιστα, οι Σ&Ε έχουν ιστορία 100 περίπου χρόνων, στο Ην. Βασίλειο περίπου 50 έτη, ενώ στις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ, οι Σ&Ε είναι ένα φαινόμενο σχετικά πρόσφατο, αφού παρατηρείται για πρώτη φορά από τις αρχές του 1990 και μετά. Δεν υπάρχει κάποια μοναδική εξήγηση για το φαινόμενο αυτό, ωστόσο έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες. Μέσω PEST analysis και της ανάλυσης των πέντε δυνάμεων του Porter, μπορούμε να κατανοήσουμε καλύτερα τις αλλαγές που συμβαίνουν στο μακρο- και μικρο-περιβάλλον των επιχειρήσεων και διαπιστώνουμε ότι παράγοντες όπως οι αναδιαρθρώσεις σε κλάδους, οι εξελίξεις σε νέες τεχνολογίες, οι κυβερνητικές ρυθμίσεις, αλλά και η απορρύθμιση και φιλελευθεροποίηση των αγορών (φαινόμενο που παρατηρήθηκε πρώτα στις ΗΠΑ), εξηγούν σε μεγάλο βαθμό την επιτάχυνση των Σ&Ε σε ορισμένες πρώτα περιοχές του κόσμου (όπως οι ΗΠΑ και το Ην. Βασίλειο) και εν συνεχεία στις υπόλοιπες.

Οι παράγοντες που εξετάσαμε ανωτέρω, θα μπορούσαν να τυποποιηθούν σε δύο βασικές σχολές – απόψεις<sup>28</sup>, οι οποίες αποπειρώνται να εξηγήσουν τη δραστηριότητα των κυμάτων των Σ&Ε. Η πρώτη σχολή είναι η νεοκλασική σχολή (της οποίας βασικός εκφραστής είναι ο Gort (1969)), η οποία εξηγεί τη δραστηριότητα των Σ&Ε ως μια ορθολογική αντίδραση σε εξωγενείς μεταβολές (exogenous shocks), όπως η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, η απορρύθμιση αγορών (deregulation), η εμφάνιση

<sup>28</sup> Κυριαζής, Δ. (2016), *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*, Εκδ. Διπλογραφία, Αθήνα.

νέων τεχνολογιών και υποκατάσταση των προϊόντων και υπηρεσιών και η ενίσχυση της κεφαλαιακής ρευστότητας των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τη θεωρία της «διατάραξης» των αγορών του Gort<sup>29</sup>(disturbance theory of merger waves), τα κύματα των συγχωνεύσεων συμβαίνουν όταν υπάρχει μια αύξηση στη γενική οικονομική δραστηριότητα που προκαλεί μια ανισορροπία (disequilibrium) στις αγορές προϊόντων, ώστε αρκετοί επενδυτές αποκτούν υψηλότερες προσδοκίες σχετικά με τη μελλοντική ζήτηση από άλλους και αποτιμούν θετικότερα κάποιες επιχειρήσεις, που με τον τρόπο αυτό γίνονται στόχος εξαγοράς. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα όταν κάποιες επιχειρήσεις αγοράζουν κάποιες άλλες, στη συνέχεια να ακολουθούν και άλλοι ανταγωνιστές, φοβούμενοι μήπως βρεθούν ουραγοί των εξελίξεων. Η θεωρία αυτή του Gort εξηγεί τη συσχέτιση που παρατηρείται μεταξύ των κυμάτων των Σ&Ε, της ανόδου του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και των κεφαλαιαγορών στις χώρες των ΗΠΑ, του Ην. Βασιλείου και της ΕΕ, καθώς και της συγκέντρωσης των Σ&Ε σε συγκεκριμένους κλάδους (industry clustering). Σε παρόμοια συμπεράσματα έχουν καταλήξει και οι πιο πρόσφατες μελέτες των Mitchell and Mullerin<sup>30</sup>(1996) και του Harford<sup>31</sup>(2005) για το ρόλο της κεφαλαιακής ρευστότητας.

Η δεύτερη σχολή, η συμπεριφορική άποψη (behavioural approach), υποστηρίζει ότι η αποτίμηση των αγορών και ειδικότερα η υπερτίμηση (market's overvaluation/overreaction) που κάνουν οι αγορές είναι αυτή που επηρεάζει τη δραστηριότητα των Σ&Ε. Η θεωρία αυτή, που αρχικά θεμελιώθηκε από τους Schleifer and Vishny<sup>32</sup>(2003), υποστηρίζει ότι όταν συμβαίνει μια απόκλιση των αποτιμήσεων από τα θεμελιώδη μεγέθη, υπερτιμημένες επιχειρήσεις κάνουν προσφορές εξαγορών, με ανταλλαγή μετοχών για λιγότερο υπερτιμημένες ή υποτιμημένες επιχειρήσεις. Η συγκεκριμένη πρακτική χαρακτηρίζει σε μεγάλο βαθμό το 5<sup>ο</sup> κύμα των Σ&Ε (τέλη 10ετίας '90), που θα εξετάσουμε και στη συνέχεια, όπως επιβεβαιώθηκε και από τις μελέτες των Rhodes-Kropf and Viswantham (2004<sup>33</sup>, 2005<sup>34</sup>).

---

<sup>29</sup> Gort M. (1969). *An Economic Disturbance Theory of Mergers*, Quarterly Journal of Economics, 11, 241-273.

<sup>30</sup> Mitchell, M.L. and J.H. Mullerin (1996). *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*, Journal of Financial Economics, 41, 193-229.

<sup>31</sup> Harford, J. (2005). *What drives merger waves*, Journal of Financial Economics, 77, 529-560.

<sup>32</sup> Shleifer A. and R.W. Vishny (2003). *Stock market driven acquisitions*, Journal of Financial Economics, 70, 295-311.

<sup>33</sup> Rhodes-Kropf, M. and S. Viswantham (2004). *Market valuation and merger waves*, Journal of Finance, 59, 2685-2718.

<sup>34</sup> Rhodes-Kropf, M. and S. Viswantham (2005). *Valuation waves and merger activity*, Journal of Financial Economics, 77, 561-603.

### 2.3 Κύματα συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ και παγκοσμίως

Αν επιθυμούμε να εξετάσουμε ενδελεχώς τα κύματα των Σ&Ε παγκοσμίως και με ποια κριτήρια αυτά διακρίνονται ανά περίοδο, θα πρέπει να εξετάσουμε καταρχήν την αμερικανική αγορά, καθώς οι ΗΠΑ ήταν η πρώτη χώρα στην οποία για πρώτη φορά εμφανίστηκαν κύματα Σ&Ε, κυρίως λόγω της φιλελευθεροποίησης των αγορών, ήδη από τις αρχές του 20<sup>ου</sup> αιώνα. Από το 1890 μέχρι σήμερα, παρατηρούνται 7 κυρίως κύματα Σ&Ε στις ΗΠΑ, τα οποία αναλύονται ως εξής:

1. **1890 – 1905:** Δημιουργία των μεγάλων μονοπωλίων μέσω οριζόντιων συγχωνεύσεων (π.χ. General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco, Du Pont, κ.λπ.).
2. **1919 – 1929:** Δημιουργία των ολιγοπωλίων και κάθετη ολοκλήρωση (Αυστηρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία Clayton Act, διάσπαση της Standard Oil).
3. **1955 – 1969:** Ανάπτυξη των conglomerates (τάση για επέκταση των επιχειρήσεων σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες λόγω της αυστηρής αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας).
4. **1980 – 1989:** Εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων (divestitures), οι οποίες απαρτίζουν περίπου το 20% με 30% των εξαγορών. Την περίοδο αυτή σημειώθηκε το λεγόμενο de-conglomeration, η αντιστροφή δηλαδή της τάσης για διαφοροποίηση, η συγκέντρωση στα core-activities και η αύξηση του outsourcing. Επιπλέον, την περίοδο αυτή σημειώθηκε εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για τη χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου LBOs.
5. **1993 – 2000:** Το πέμπτο κύμα Σ&Ε που καλύπτει το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του '90, χαρακτηρίζεται σε μεγάλο βαθμό από προσφορές με ανταλλαγή μετοχών και ταχεία άνοδο στις τιμές τους. Τα αίτια του 5<sup>ου</sup> αυτού κύματος, μπορούν να διακριθούν ως εξής:
  - Ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών (διαδίκτυο, καλωδιακή και δορυφορική τηλεόραση, τηλεπικοινωνίες)
  - Δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών, όπως ΕΕ, ΟΝΕ, ΠΟΕ, ΝΑΡΤΑ
  - Παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών
  - Απορρύθμιση και φιλελευθεροποίηση αγορών, ιδιωτικοποιήσεις κλάδων, όπως τράπεζες, επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας (όπως επιχειρήσεις παροχής ενέργειας), υπηρεσίες υγείας κλπ.
  - Αναδιάρθρωση κλάδων που ήταν σε φάση ωριμότητας, όπως τράπεζες, αυτοκινητοβιομηχανία, βιομηχανία τροφίμων κλπ.

Το 5<sup>ο</sup> κύμα Σ&Ε ήταν το μεγαλύτερο από όλα τα προηγούμενα κύματα, τόσο από πλευράς αριθμού συναλλαγών, όσο και από πλευράς αξίας, φτάνοντας το 2000 στο 1,75 τρις. USD, σε σχέση με τα 324 δις. το έτος 1989. Σε παγκόσμια κλίμακα η αξία των Σ&Ε το έτος 2000 ανήλθε σε 3,3 τρις. USD, σε σχέση με τα περίπου 0,3 δις. το 1992. Το 5<sup>ο</sup> κύμα έληξε με το σπάσιμο της «φούσκας» των εταιριών νέας τεχνολογίας το 2001.

6. **2003 – 2007:** Το 6<sup>ο</sup> κύμα των Σ&Ε χαρακτηρίζεται από υψηλή συγκέντρωση στους κλάδους των μετάλλων, καυσίμων, τηλεπικοινωνιών, τραπεζών, υγείας και επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας (utilities). Το κύμα αυτό χαρακτηρίζεται από αυξημένη ρευστότητα και φθινό δανεισμό λόγων των χαμηλών επιτοκίων. Αυτός είναι και ο λόγος που οι προσφορές σε μετρητά είναι κυρίαρχες σε αυτό το κύμα. Επιπλέον, οι Σ&Ε που προέρχονται από private equity funds είχαν αυξηθεί σημαντικά σε σχέση με το 2000, ενώ, σύμφωνα με τους συνεργάτες της McKinsey, Dobbs et al. (2006<sup>35</sup>) και Capaldo et al. (2009<sup>36</sup>), από πλευράς αξίας ξεπέρασε και το προηγούμενο κύμα με την αξία των συναλλαγών να ανέρχεται σε 4,6 τρις. USD το 2007, με τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών να ωφελούνται πολύ περισσότερο σε σχέση με την περίοδο 1998 – 2000.

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, το 6<sup>ο</sup> κύμα χαρακτηρίζεται από υψηλότερη αξία συμφωνιών και μεγαλύτερη δημιουργία αξίας (DVA) για τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών, σε σχέση με τα προηγούμενα κύματα. Την παρατήρηση αυτή επιβεβαιώνει και η έρευνα των Alexandridis et al. (2012<sup>37</sup>), που αναφέρει ότι τα διευθυντικά στελέχη των αγοραστριών εταιριών κατά τη διάρκεια του 6<sup>ου</sup> κύματος έκαναν πιο συντηρητικές και λιγότερο υπεραισιόδοξες κινήσεις και προέβησαν σε πιο ορθολογικές αποφάσεις εξαγορών, καταβάλλοντας μικρότερα premiums και κάνοντας προσφορές με μετρητά, οι οποίες ήταν λιγότερο καταστροφικές από αυτές της δεκαετίας του '90, λόγω της μεγαλύτερης ρευστότητας που ήταν πλέον διαθέσιμη σε αυτούς.

Το 2007 κατεγράφη ως ρεκόρ αξίας συναλλαγών (4,6 τρις. \$) και μέχρι το τρίτο τρίμηνο η αξία και ο όγκος συναλλαγών αυξανόταν. Όμως λόγω της αναδυόμενης κρίσης στην αγορά ακινήτων και στα σχετικά δάνεια, οι συμφωνίες των Σ&Ε έπεσαν μέσα σε ένα τρίμηνο κατά 40%, κυρίως στην αγορά των private equity (-50%). Το 6<sup>ο</sup> κύμα τελειώνει το 2008 με την απόσυρση μεγάλων deals (όπως πχ το bid της BHP Biliton για την Rio Tinto), κατά το 4<sup>ο</sup> τρίμηνο, ενώ πλέον λόγω της

<sup>35</sup> Dobbs, R., M. Goedahrt and H. Suonio (2006). *Are companies getting better at M&A?* In the website of McKinsey.

<sup>36</sup> Capaldo, A., D. Cogman and H. Suonio (2009). *What's different about M&A in this downturn.* In the website of McKinsey.

<sup>37</sup> Alexandridis, G., Ch. Mavrovitis, and N. Travlos (2012). *How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave*, The European Journal of Finance, 18 (8), 663-688.



ύπαρξης πολλών εταιρικών αναδιαρθρώσεων με κρατικό συντονισμό (πχ BoA – Meril Lynch, Barclays αγορά στοιχείων της Lehman Bros.), τα κίνητρα των Σ&Ε είναι πλέον διαφορετικά. Πάντως, μετά το έτος 2008, υπήρξε συγκρατημένη πτώση των Σ&Ε σε σχέση με την αντίστοιχη πτώση τα έτη 2001 – 2002.

7. **2013 – σήμερα:** Το έβδομο αυτό κύμα Σ&Ε είναι μέχρι στιγμής το υψηλότερο όλων από πλευράς αξίας συναλλαγών, φτάνοντας το έτος 2015 σε παγκόσμιο επίπεδο την αξία των \$ 4,9 τρις. (σε σχέση με τα \$ 4,6 τρις. Το 2007). Το διάστημα αυτό κυριαρχούν τα mega deals (> \$10δισ.) με σημαντικότερες συμφωνίες τις Pfizer – Allergan για \$183 δις<sup>38</sup>. και Anheuser – SABMiller για \$120,5 δις. Χαρακτηριστικά στοιχεία αυτού του κύματος είναι η κεφαλαιακή ρευστότητα, μιας και που η νομισματική πολιτική της «ποσοτικής χαλάρωσης» που ακολούθησε πρώτη η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. και εν συνεχεία η ΕΚΤ με την πολιτική των χαμηλών επιτοκίων, βοήθησαν σημαντικά στη δημιουργία αυτού του κύματος. Ένα ακόμη χαρακτηριστικό του κύματος αυτού είναι η επιστροφή της κυριαρχίας των Η.Π.Α. (50% επί της συνολικής αξίας των συναλλαγών) έναντι της Ευρώπης και των λοιπών αγορών, σε αντίθεση με το 6<sup>ο</sup> κύμα.

Είναι γεγονός ότι οι επενδυτές του κύματος αυτού είναι υπέρ των mega deals, σε αντίθεση με τα παλαιότερα κύματα. Σύμφωνα μάλιστα με τη μελέτη των Rehm and West (2015<sup>39</sup>), ο λόγος που παρατηρείται η αύξηση των mega deals είναι το γεγονός ότι σήμερα οι διοικήσεις στοχεύουν περισσότερο στην επίτευξη πιο απαιτητικών στόχων, όπως η διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου (diversification), οι συνέργειες εσόδων από σταυροειδείς πωλήσεις (cross – selling), ή από την απόκτηση νέας πελατειακής βάσης, όπως και από το μετασχηματισμό του οργανισμού μέσω απόσχισης μονάδων, κ.α.

Σύμφωνα με έρευνα ερωτηματολογίων της KPMG το 2016 σε 550 καταξιωμένους επαγγελματίες στο χώρο των Σ&Ε, σχετικά με τις προοπτικές των Σ&Ε για το έτος αυτό, το 91% των ερωτηθέντων απάντησαν ότι εντός των επόμενων 12 μηνών θα ξεκινούσαν διαδικασίες εξαγοράς μιας ή περισσότερων εταιριών, κυρίως σε τεχνολογικούς κλάδους, που αποτέλεσαν την πλειονότητα των εξαγορών τη χρονιά εκείνη, ενώ το 2015 ο αριθμός αυτός βρισκόταν μόλις στο 82%. Το γενικό συμπέρασμα είναι ότι οι Σ&Ε θα είναι η κυρίαρχη στρατηγική ανάπτυξης τα

---

<sup>38</sup> Η συμφωνία αυτή τελικά δεν έγινε, καθώς όπως αποδείχθηκε είχε φορολογικά κίνητρα (μετακίνηση έδρας στην Ιρλανδία που είχε χαμηλότερη φορολόγηση), γεγονός που δεν επετράπη από την κυβέρνηση Obama, και έτσι ακυρώθηκε, με την Pfizer να πληρώνει την Allergan αποζημίωση \$150 εκατ.

<sup>39</sup> Rehm, W. and A. West (2015): “M&A 2015: News highs and a new tone” In the website of McKinsey.

επόμενα χρόνια σε παγκόσμιο επίπεδο, παρά την επέλευση αστάθμητων παραγόντων τα τελευταία χρόνια, όπως η πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, η κρίση στις εμπορικές σχέσεις ΗΠΑ – Κίνας, το Brexit κ.α.

## 2.4 Τα κίνητρα των Σ&Ε

Τα τελευταία 50 χρόνια έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες, οι οποίες προσπαθούν να εξηγήσουν τους λόγους της έντονης δραστηριότητας των Σ&Ε. Κατά γενική διαπίστωση, στην περίπτωση των Σ&Ε υπάρχουν πολλά και συγκρουόμενα συμφέροντα των ενδιαφερομένων ομάδων (conflicting interests of stakeholder groups). Οι ανωτέρω θεωρίες μπορούν να ομαδοποιηθούν ως εξής:

**A. Οικονομικές θεωρίες (Economic theories)**

**B. Διοικητικές θεωρίες (Managerial theories)**

**Γ. Χρηματοοικονομικές θεωρίες (Finance theories)**

**Δ. Στρατηγικές θεωρίες (Strategic theories)**

**Ε. Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών (Organisational theories)**

### **A. Οικονομικές Θεωρίες**

Οι θεωρίες αυτές υποστηρίζουν ότι τα κίνητρα των Σ&Ε είναι κατά κανόνα οικονομικά. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι ακόλουθες θεωρίες:

- **Μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετόχων (profit-maximisation και shareholders' value maximisation).** Η θεωρία αυτή στηρίζεται πάνω στην νεοκλασική οικονομική προσέγγιση [Friedman (1953<sup>40</sup>), Alchian (1950<sup>41</sup>), Becker (1962<sup>42</sup>)], η οποία υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις για να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον προωθούν στόχους μεγιστοποίησης κερδών, που μεταφράζονται στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Άρα οι διοικήσεις των εταιριών θεωρούν τις εξαγορές ως ένα οποιοδήποτε άλλο επενδυτικό σχέδιο το οποίο θα πρέπει να αναλάβουν εάν η καθαρά παρούσα αξία του είναι θετική και μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων<sup>43</sup>.

<sup>40</sup> Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*. (Chicago : 1953).

<sup>41</sup> Alchian, A. A. (1950). *Uncertainty, evolution and Economic Theory*. *Journal of Political Economy*, 58 : 211-221.

<sup>42</sup> Becker, G.S. (1962). *Irrational behavior and economic theory*. *Journal of Political Economy*, 70, (1) : 1-13.

<sup>43</sup> Halpern, P. (1983). *Corporate acquisitions: A theory of special cases? A review of event studies applied to acquisitions*. *The Journal of Finance*, 38, (2) : 297-317.

Βάσει των ανωτέρω, η μεγιστοποίηση των κερδών από τις εξαγορές μπορεί να επιτευχθεί με δύο τρόπους: α) είτε με αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) που οδηγεί σε μείωση του κόστους των προϊόντων, β) είτε με την αύξηση της δύναμης στην αγορά (increase in market power), που οδηγεί σε αύξηση της τιμής των προϊόντων.

α) η αύξηση της αποτελεσματικότητας μπορεί να επιτευχθεί μέσω συνεργειών σε:

- Λειτουργικό επίπεδο (operational synergies), μέσα από οικονομίες κλίμακος (στην περίπτωση οριζόντιων συγχωνεύσεων), οικονομίες φάσματος ή εύρους προϊόντων και οικονομίες μάθησης και εμπειρίας (στην περίπτωση συγχωνεύσεων επιχειρήσεων με συσχετισμένες ή ασυσχέτιστες δραστηριότητες). Λειτουργικές συνεργείες μπορούν να προκύψουν και από κάθετες συγχωνεύσεις από την εσωτερίκευση των εργασιών σε σύγκριση με την μεταφορά τους στην αγορά (make or buy decision) σε σχέση με τη θέση της επιχείρησης, όπως διαμορφώνεται σύμφωνα με τις Πέντε Δυνάμεις του μικρο-περιβάλλοντός της, που περιέγραψε ο Porter (1985<sup>44</sup>).
- Διοικητικό επίπεδο (managerial synergies), μέσα από το μοίρασμα των ικανοτήτων των διοικητικών ομάδων των συγχωνευομένων επιχειρήσεων, ή από την αντικατάσταση μιας αναποτελεσματικής ομάδας management της εξαγοραζόμενης εταιρίας από μια ικανότερη, αυτή του αγοραστή. Διοικητικές συνεργείες μπορούν να λειτουργήσουν καλύτερα σε οριζόντιες ή κάθετες συγχωνεύσεις, στο βαθμό που οι ικανότητες αυτές είναι εξειδικευμένες (specific capabilities) (πχ. παραγωγή, έρευνα, marketing κλπ.), ενώ στο βαθμό που υπάρχουν σε πιο γενικό επίπεδο (generic capabilities) (πχ. διοίκηση, σχεδιασμός, έλεγχος) μπορούν να πραγματοποιηθούν και σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.
- Χρηματοοικονομικό επίπεδο (financial synergies). Χρηματοοικονομικές συνεργείες μπορεί να δημιουργηθούν από:
  - α) αυξημένη δανειακή ικανότητα (increased debt capacity) που προκύπτει από την πιθανή διαφορά του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης μεταξύ των συγχωνευομένων εταιριών ή από τη μειωμένη συσχέτιση των ταμειακών ροών των συγχωνευομένων επιχειρήσεων στην περίπτωση των conglomerate mergers, κάτι που επίσης είναι γνωστό ως insurance effect <sup>45</sup>, λόγω του ότι οι ροές της μιας επιχείρησης

---

<sup>44</sup> Porter, M. (1985). *Competitive Advantage*, (New York: Free Press, 1985).

<sup>45</sup> Lewellen, W.G. (1971). *A pure financial rationale for the conglomerate merger*. *Journal of Finance*, 26, 521-545.

«ασφαλίζουν» κατά κάποιο τρόπο τις ροές της άλλης, μειώνοντας τον κίνδυνο χρεωκοπίας (default/bankruptcy risk) της ενιαίας εταιρίας.

β) τη διαφορά μεταξύ πλεοναζόντων ταμειακών ροών (excess cash flows) στην επιχείρηση του bidder και επενδυτικών ευκαιριών (investment/growth opportunities) της επιχείρησης του target, κατά τους Markham (1973<sup>46</sup>) και Myers and Majluf (1984<sup>47</sup>).

γ) φορολογικές εξοικονομήσεις (tax savings) που μπορούν να προέλθουν είτε φορολογικά κίνητρα που παρέχει η κυβέρνηση (πχ. μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές για συγχωνεύσεις), είτε από τη μεταφορά ζημιών από τη μια επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή (effective tax rate<sup>48</sup>).

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι χρηματοοικονομικές συνεργείες αναμένονται συνήθως σε συγχωνεύσεις μη συσχετισμένων δραστηριοτήτων (conglomerates).

β) η αύξηση της δύναμης στην αγορά (Increase in Market Power) μπορεί να επιτευχθεί κυρίως μέσω οριζόντιας συγχώνευσης και μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη κερδοφορία της ενιαίας επιχείρησης, μιας και που η τακτική αυτή οδηγεί συνήθως σε μονοπωλιακά κέρδη (αύξηση της τιμής λόγω έλλειψης ανταγωνισμού). Κάτι τέτοιο βέβαια μπορεί να επιτευχθεί και στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων, καθώς πχ. η εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή αυξάνει τα εμπόδια εισόδου στην αγορά. Σε κάθε περίπτωση πάντως είναι γεγονός ότι ο κίνδυνος αυτός μετριαάζεται σήμερα, από την ισχύ των κανονισμών αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας<sup>49</sup>.

- **Ασυμμετρία πληροφόρησης (Information Asymmetry Hypothesis).** Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή οι συγχωνεύσεις προκαλούνται λόγω των διαφορετικών εκτιμήσεων της αξίας των επιχειρήσεων – στόχων που πηγάζουν από την ασύμμετρη κατανομή των πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών στην αγορά. Με άλλα λόγια, αυτό που προκαλεί τη διοίκηση του αγοραστή (bidder) να κάνει προσφορά εξαγοράς για μια άλλη εταιρία, είναι ότι μπορεί να πιστεύει, βάσει προνομιακών πληροφοριών, ότι η εταιρία αυτή είναι υποτιμημένη από την αγορά (η οποία δεν διαθέτει τις ίδιες πληροφορίες) και συνεπώς, κάνοντας την εξαγορά, μπορεί να αξιοποιήσει το

---

<sup>46</sup> Markham, J.W. (1973). *Conglomerate enterprises and public policy*. MA thesis: Harvard Graduate School of Business Administration, Boston.

<sup>47</sup> Myers, S.C. and N.S. Majluf (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics, 13: 187-221.

<sup>48</sup> Οι περισσότερες νομοθεσίες των χωρών θέτουν όρια στην εκμετάλλευση αυτής της μορφής των φορολογικών πλεονεκτημάτων.

<sup>49</sup> Healy, P., Palepu K. and R Ruback, R. (1992). *Does corporate performance improve after mergers?* Journal of Financial Economics, 31: 135-175.

πραγματικό δυναμικό της επιχείρησης. Το γεγονός ότι ένας bidder αποδίδει υψηλότερη αξία σε αυτή την επιχείρηση στέλνει ένα μήνυμα σε άλλους επίδοξους bidders και στην αγορά (signalling theory) ότι η πραγματική της αξία είναι μεγαλύτερη και συνεπώς, ότι υπάρχουν περιθώρια για κέρδη. Όμως, η σχέση της ασυμμετρίας πληροφόρησης και της δραστηριότητας των εξαγορών δεν είναι απόλυτη, καθώς έχει αποδειχθεί ότι οι υψηλές αποδόσεις των μετοχών των targets που έχουν δεχθεί την δημόσια προσφορά, δεν διατηρούνται εάν οι προσφορές αποτύχουν (failed bids) λόγω των μη πραγματοποιηθεισών συνεργειών, που ερμηνεύεται και ως εξασθένιση της θέσης της επιχείρησης έναντι του ανταγωνισμού<sup>50</sup>.

- **Θεωρία της Οικονομικής Διαταράξεως των Αγορών (Economic Disturbance Theory)**, που ανέπτυξε πρώτος ο Gort (1969), όπως αναφέραμε και προηγουμένως (βλ. εν. 2.2) και αντίδρασης σε εξωγενείς μικρο-παράγοντες, όπως νέες τεχνολογίες, ρευστότητα κλπ., όπως ανέδειξαν οι Mitchell and Mulherin (1996) (βλ. εν. 2.2).
- **Θεωρία της υπεραντίδρασης της αγοράς (Market Overreaction Hypothesis) και υπερέτιμησης της αγοράς (Market Overvaluation Hypothesis)**. Η θεωρία διατάραξης των αγορών του Gort (1969), αποτέλεσε τη βάση για την ανάπτυξη της θεωρίας της υπεραντίδρασης των αγορών από τους DeBondt and Thaler (1985<sup>51</sup>). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, η οποία επηρεάστηκε και από τα ευρήματα των Shiller (1984<sup>52</sup>, 1989<sup>53</sup>) και Geroski (1984<sup>54</sup>) σχετικά με την μη-ορθολογική ψυχολογία των επενδυτών και της αγοράς (fads and fashion movements), οι αγορές τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά στις ανακοινώσεις καλών ή κακών πληροφοριών σε μικρο- και μακροοικονομικό επίπεδο.
- **Θεωρία παιγνίων (Game theory)**. Η θεωρία παιγνίων ασχολείται «με την ανάλυση λήψης άριστων αποφάσεων, όταν όλοι εκείνοι που λαμβάνουν τις αποφάσεις δρουν ορθολογικά και καθένας εξ αυτών προσπαθεί να προβλέψει τις κινήσεις και αντιδράσεις των υπολοίπων<sup>55</sup>». Η θεωρία αυτή περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις αντιδρούν σε ορισμένες πιθανές κινήσεις των ανταγωνιστών τους. Βάσει της θεωρίας αυτής εξηγείται το φαινόμενο των συγχωνεύσεων στους διάφορους κλάδους δραστηριότητας (industry clustering).

---

<sup>50</sup> Bradley, M., A. Desai and H.E. Kim (1983). *The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?* Journal of Financial Economics, 11: 183-206.

<sup>51</sup> DeBondt, W.F. and R.H. Thaler (1985). *Does the stock market overreact?* Journal of Finance, 40: 793-805.

<sup>52</sup> Shiller, R.J. (1984). *Stock prices and social dynamics*. Brookings Papers on Economic Activity, 2: 457-498.

<sup>53</sup> Shiller, R.J. (1989). *Fashions, fads and bubbles in financial markets*. In: *Takeovers, and contests for corporate control*, ed. By Coffee C., Lowenstein L. and Ackerman S.R. (Oxford University Press: Oxford 1989).

<sup>54</sup> Geroski, P.A. (1984). *On the relationship between aggregate merger activity and the stock market*. European Economic Review, 25: 223-233.

<sup>55</sup> Besanko, D., D. Dranove and M. Shanley (2000). *Economics of Strategy*. New York: John Wiley and sons, 2000.

Χαρακτηριστική περίπτωση αποτελούν οι συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα την περίοδο 1998-2000, οι συγχωνεύσεις των πετρελαϊκών εταιριών την περίοδο 1998-2001 μεταξύ BP-Amoco, Mobil-Exxon, Chevron-Texaco και BP-Conoco.

## **B. Διοικητικές Θεωρίες (Managerial Theories)**

Οι θεωρίες αυτές βασίσθηκαν στις απόψεις των Winter (1964<sup>56</sup>), Marris (1964<sup>57</sup>) και Galbraith (1967<sup>58</sup>), σχετικά με την κατάσταση που επικρατεί σε αγορές που δεν επικρατεί τέλειος ανταγωνισμός, με αποτέλεσμα οι διοικήσεις των εταιριών να επιδιώκουν στόχους αύξησης μεγέθους αντί για αύξηση των κερδών.

- **Πρόβλημα αντιπροσώπευσης (Agency Problem).** Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory), όπως αναπτύχθηκε αρχικά από τους Jensen and Meckling (1976<sup>59</sup>) και εν συνεχεία από τους Fama (1980<sup>60</sup>) και Fama and Jensen (1983<sup>61</sup>), στους σύγχρονους επιχειρηματικούς οργανισμούς, όπου υπάρχει διάκριση μεταξύ των ιδιοκτητών-μετόχων (principals) και των εκπροσώπων-εργαζομένων όλων των επιπέδων (agents), μπορεί να υπάρχουν και διαφορετικά συμφέροντα μεταξύ τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα συχνά οι agents (και κυρίως οι managers) να μην ακολουθούν τα συμφέροντα της μεγιστοποίησης του πλούτου των principals, οι οποίοι δεν μπορούν να ελέγξουν αποτελεσματικά την απόδοση των πρώτων χωρίς την επιβολή σημαντικών κοστών ελέγχου (monitoring costs) των συμφωνηθέντων. Το πρόβλημα αυτό προκαλείται όταν οι εργαζόμενοι και κυρίως οι managers δεν κατέχουν ιδιοκτησία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησής τους. Το πρόβλημα επιδεινώνεται όταν, σύμφωνα με τον Mueller (1980<sup>62</sup>), με τις εξαγορές άλλων επιχειρήσεων, οι managers αποσκοπούν στο να αυξήσουν το μέγεθος της επιχείρησής τους, αυξάνοντας τους μισθούς, τα bonus τους και το κύρος τους εις βάρος της κερδοφορίας της επιχείρησής τους. Μάλιστα, κατά τον Jensen (1986<sup>63</sup>), η ύπαρξη

---

<sup>56</sup> Winter, S.G. (1964). *Economic natural selection and the theory of the firm*, Yale Economic Essays: Spring 1964.

<sup>57</sup> Marris, R.L. (1964). *The economic theory of managerial capitalism*. London. 1964.

<sup>58</sup> Galbraith, J.K. (1967). *A review of the review*. The public interest: Fall 1967.

<sup>59</sup> Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976). *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 6: 95-101.

<sup>60</sup> Fama, E.F. (1980). *Agency problem and the theory of the firm*. Journal of Political Economy, 88, (2): 288-307.

<sup>61</sup> Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983). *Separation of ownership and control*. Journal of law and economics, 26: 301-325.

<sup>62</sup> Mueller, D.C. (1980). *The determinants and effects of mergers: An international comparison*. Publication of the Science Center Berlib, 24 (International Institute of Management: 1980).

<sup>63</sup> Jensen, M.C. (1986). *Agency costs of free cash flows, Corporate Finance and Takeovers*. American Economic Review, 76, (2): 323-329.

ελεύθερων ταμειακών ροών (Free Cash Flows<sup>64</sup>) στη διάθεση των managers, τους ενθαρρύνει να εμπλακούν σε δραστηριότητες εξαγορών, αντί να διανέμουν αυξημένα μερίσματα και έτσι να λάβουν αποφάσεις, οι οποίες τελικά μειώνουν την αξία των μετόχων.

Σύμφωνα με τους Golubov, Petmezas and Travlos<sup>65</sup> (2012), καθώς το έργο μέτρησης των διάφορων μορφών κόστους είναι αδύνατον να πραγματοποιηθεί, ωστόσο τα κόστη αντιπροσώπευσης μπορούν να μειωθούν εάν τα συμφέροντα των διοικήσεων συγκλίνουν με τα συμφέροντα των μετόχων. Αυτό μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω βελτιωμένων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Μεταξύ των μηχανισμών αυτών είναι: η ιδιοκτησία μετόχων από τη διοίκηση, τα συστήματα ανταμοιβών της διοίκησης, το ποσοστό ιδιοκτησίας μεγάλων μετόχων, ο διαχωρισμός του CEO από τον Chairman και η συμμετοχή μη-εκτελεστικών διευθυντών στο ΔΣ της εταιρίας και η ύπαρξη μηχανισμών αμύνης (Anti-Takeover Provisions – ATPs) για προσφορές εχθρικών εξαγορών.

- **Αλαζονεία των διευθυντικών στελεχών (Hubris Hypothesis).** Η θεωρία αυτή, που αναπτύχθηκε από τον Roll (1986<sup>66</sup>), υποστηρίζει ότι τα διευθυντικά στελέχη των αγοραστών και ειδικά αυτών που στο παρελθόν είχαν μια πολύ καλή απόδοση, τείνουν να πληρώνουν υπερβολικό τίμημα για τις εξαγορές των επιχειρήσεων, κάνοντας λάθη αποτιμήσεων, που οφείλονται στην υπερβολική αισιοδοξία και εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους να διακρίνουν αγοραστικές ευκαιρίες και στην υπερεκτίμηση των προσδοκώμενων συνεργειών της συγχώνευσης. Στη βιβλιογραφία, αυτή η αλαζονεία ή ύβρις (hubris) των στελεχών, έχει περιγραφεί και ως «προκατάληψη υπερ-εμπιστοσύνης» (over-confidence or self-attribution bias).

Το 2008, οι Malmendier and Tate<sup>67</sup> χρησιμοποίησαν δύο πιο εξελιγμένα και αντικειμενικά μέτρα εκτίμησης της υπερ-εμπιστοσύνης των διευθυντικών στελεχών, το ένα από αυτά είναι η μη εξάσκηση των δικαιωμάτων αυτών που κατέχουν stock options, μέχρι το έτος λήξης τους, έστω και αν η τρέχουσα τιμή είναι αρκετά υψηλότερη (από 40% - 67%) από την

---

<sup>64</sup> Κατά τον Jensen, ο ορισμός των free cash flows έχει ως εξής: «Ελεύθερες Ταμειακές Ροές είναι οι ταμειακές ροές επιπλέον αυτών που χρειάζονται για τη χρηματοδότηση όλων των επενδυτικών σχεδίων που έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία, όταν προεξοφληθούν με το κατάλληλο κόστος κεφαλαίου».

<sup>65</sup> Golubov, A., D. Petmezas, D. and N. Travlos (2012). *Empirical M&A research: A review of methods, evidence and managerial implications*. In the Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance edited by Adrian Bell, Chris Brooks and Marcel Prokopczuk published by Edward Elgar.

<sup>66</sup> Roll, R. (1986). *The hubris hypothesis of corporate takeovers*. Journal of Business, 59 (2): 197-216.

<sup>67</sup> Malmendier, U. and G. Tate (2008). *Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction*. Journal of Financial Economics, 102, 507-525.

τιμή εξάσκησης (είναι δηλ. in-the-money options), αναμένοντας περαιτέρω άνοδο της τιμής τους και το άλλο αφορά στον χαρακτηρισμό ως «αισιόδοξο» ή κάποια άλλη συναφή φράση που κάνουν τα μέσα μαζικής ενημέρωσης για τα διευθυντικά στελέχη. Σύμφωνα με την έρευνα των Malmendier and Tate (2008), οι αγοράστριες εταιρίες που έχουν «υπεραισιόδοξα» διευθυντικά στελέχη, κάνουν περισσότερες εξαγορές και πληρώνουν περισσότερα από όσα πρέπει, γεγονός που αποτυπώνεται στις αρνητικές αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης, σε σχέση με τις αγοράστριες εταιρίες, που έχουν στελέχη με διαφορετικά χαρακτηριστικά. Τα ανωτέρω αποτελέσματα είναι πιο έντονα μάλιστα, ειδικά αν τα διευθυντικά στελέχη έχουν εύκολη πρόσβαση σε εσωτερική χρηματοδότηση και κάνουν διαφοροποίηση δραστηριοτήτων, μέσω Σ&Ε (diversifying mergers).

Τέλος, το 2011 οι Kolasinski and Li <sup>68</sup> ανέπτυξαν ένα ακόμη μέτρο υπερ-εμπιστοσύνης, το οποίο προέρχεται από την αναγνώριση των CEOs που καταγράφουν αρνητικές αποδόσεις από την πώληση των μετοχών της εταιρίας από το προσωπικό τους χαρτοφυλάκιο μέσα σε περίοδο δύο ετών από τότε που αρχικά τις αγόρασαν. Με την παρούσα μελέτη τεκμηριώνεται ότι οι CEOs που έχουν χάσει χρήματα από πράξεις αγοραπωλησίας στο προσωπικό τους χαρτοφυλάκιο λαμβάνουν πιο ορθολογικές αποφάσεις εξαγορών στο μέλλον που αφορούν και σε λιγότερη διαφοροποίηση δραστηριοτήτων (diversifying mergers), υποβοηθούμενοι και από ένα ΔΣ του οποίου τα μέλη είναι περισσότερο ανεξάρτητα και εξωτερικά (outside independent directors).

### ***Γ. Χρηματοοικονομικές θεωρίες (Finance theories)***

Με βάση τις θεωρίες αυτές, που ως επί το πλείστον αποτελούν ένα μείγμα νεοκλασικών, οικονομικών και διοικητικών θεωριών, το ρόλο της προώθησης της μεγιστοποίησης των κερδών τον αναλαμβάνει η ίδια η αγορά χρησιμοποιώντας το μηχανισμό των εξαγορών.

- **Εταιρικός έλεγχος της αγοράς (Market for Corporate Control).** Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι υπάρχει ένας μηχανισμός εταιρικού ελέγχου της αγοράς, ο οποίος επικρατεί σε κάθε τέλεια ανταγωνιστική αγορά. Η άποψη αυτή αναπτύχθηκε πρώτα από τον Manne (1965<sup>69</sup>), ενώ στοιχεία αυτής συναντούμε και στο έργο των Friedman (1953<sup>70</sup>) και Baumol (1965<sup>71</sup>).

---

<sup>68</sup> Kolasinski, A.C. and X. Li (2011). *Can strong boards and trading experience help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs.* Working Paper. University of Washington and Lehigh University.

<sup>69</sup> Manne, H.G. (1965). *Mergers and the market for corporate control.* Journal of Political Economy, 3: 110-120.

<sup>70</sup> Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics.* Chicago: 1953.



Αγορά εταιρικού ελέγχου ορίζεται ως «η αγορά με το δικαίωμα ελέγχου της διοίκησης των εταιρικών πόρων<sup>72</sup>». Μάλιστα, όταν οι managers λαμβάνουν αποφάσεις που βλάπτουν τα συμφέροντα των μετόχων, προκαλώντας πτώση των μετοχών αυτών των εταιριών, τότε η αγορά με τον μηχανισμό των εξαγορών επεμβαίνει με σκοπό είτε να απομακρύνει την αναποτελεσματική ομάδα management (punitive discipline), είτε να δώσει την ευκαιρία στους managers να διορθώσουν την απόδοση της εταιρίας τους (corrective discipline), εάν βέβαια επιτύχουν να παραμείνει ανεξάρτητη και ματαιώσουν την επικείμενη εξαγορά.

- **Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών (Real Options Theory).** Η θεωρία αυτή αποτελεί επέκταση του Option Pricing Theory, αλλά όσον αφορά επιλογές πραγματικών περιουσιακών στοιχείων (άυλων και υλικών), αντί για αξιόγραφα και αντιμετωπίζει τις εξαγορές επιχειρήσεων ως μια πιθανή επιλογή έναντι άλλων λύσεων (όπως πχ εσωτερικού τρόπου ανάπτυξης, στρατηγικές συμμαχίες κλπ.). Βάσει λοιπόν της θεωρίας αυτής, η επιλογή μιας εξαγοράς είναι ένα αντίστοιχο call-option πάνω στα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης που ανοίγει μια σειρά από πολλές άλλες επιλογές στρατηγικού χαρακτήρα. Εν αντιθέσει, ένα divestment αποτελεί ένα put-out πάνω στα ίδια περιουσιακά στοιχεία. Σε μια διαδικασία εξαγορών ελλοχεύει πάντα το στοιχείο του κινδύνου (στρατηγική επιλογή, εύρεση στρατηγικής καταλληλότητας, αποτίμηση κλπ.), μόνο που στην περίπτωση των real options ο κίνδυνος είναι πολύ μεγαλύτερος, καθώς δεν υπάρχει δυνατότητα ακύρωσης του συμβολαίου και η κατανομή του κινδύνου σε κάποιο τρίτο μέρος που λειτουργεί ως εγγυητής.

#### **Δ. Στρατηγικές θεωρίες (Strategic Management Theories)**

Οι στρατηγικές θεωρίες βρίσκονται σε αλληλεξάρτηση με τις οικονομικές θεωρίες που είδαμε προηγουμένως. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, η απόφαση του εξωτερικού τρόπου ανάπτυξης μέσω εξαγορών είναι απόρροια της επιλογής της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής σε ισορροπία με την επιλογή των επιμέρους γενικών στρατηγικών, ηγεσίας κόστους, διαφοροποίησης προϊόντων, ή εστίασης από τις διάφορες SBUs με απώτερο σκοπό τη δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος<sup>73</sup>.

---

<sup>71</sup> Baumol, W. J. (1965). *The stock market and economic efficiency*. New York, 1965.

<sup>72</sup> Jensen, M.C. and R. Ruback (1983). *The market for corporate control: The scientific evidence*. Journal of Financial Economics, 11: 5-50.

<sup>73</sup> Porter, M. (1985). *Competitive Advantage*, (New York: Free Press, 1985).

Επίσης, σύμφωνα με τη στρατηγική θεώρηση των Πόρων και Ικανοτήτων <sup>74</sup>που δίδει έμφαση στους μοναδικούς πόρους και θεμελιώδεις ικανότητες των επιχειρήσεων, ως πηγή διατηρήσιμου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, οι εξαγορές αντιμετωπίζονται ως ένας από τους γρήγορους τρόπους για την επίτευξη αυτών.

### ***E. Θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών (Organisational & Behavioural Theories)***

Οι θεωρίες αυτές βασίζονται κατά ένα βαθμό στις διοικητικές θεωρίες και αντιμετωπίζουν τις διαδικασίες διοικητικών αποφάσεων εντός ενός οργανισμού ως μη απόλυτα ορθολογικές που είναι ευάλωτες σε μια ποικιλία πιέσεων, πολιτικού χαρακτήρα. Καθώς σε έναν οργανισμό ενυπάρχουν διαφορετικοί παράγοντες με διαφορετικές προτεραιότητες και κριτήρια, αυτό δημιουργεί την ανάγκη για ενιαίο συντονισμό και διαχείριση των πολύπλοκων διαδικασιών διοικητικών αποφάσεων σχετικά με την εξαγορά. Η εξαγορά είναι μια διαδικασία που τόσο οι οργανωτικές όσο και ανθρώπινες πλευρές καθορίζουν από κοινού την επιτυχία της.

#### ***2.5. Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε.***

Προσπαθώντας να αναγνωρίσουμε τους παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την απόδοση των Σ&Ε, καταλήγουμε στο ότι αυτοί πρέπει να διακριθούν σε δύο επιμέρους κατηγορίες, στους **μακροπρόθεσμους (long-run)** και στους **βραχυπρόθεσμους (short-run)**.

Οι **μακροπρόθεσμοι παράγοντες** έχουν σχέση με την επιλογή της συγχώνευσης ως τμήμα μιας ολοκληρωμένης στρατηγικής που επιδιώκει τη διατήρηση του παλαιού ή την απόκτηση νέου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Τέτοιου είδους παράγοντες μπορεί να είναι:

- Ο *βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων (industrial relatedness)* των συγχωνευομένων επιχειρήσεων, δηλαδή το εάν η συγχώνευση είναι οριζόντια, κάθετη ολοκλήρωση, συσχετισμένη ή ασυσχετίστη (conglomerates) διαφοροποίηση. Οι απόψεις ως προς τα ανωτέρω δίστανται γενικώς, ωστόσο η πλειοψηφία δείχνει να τάσσεται υπέρ των συσχετισμένων Σ&Ε, υποστηρίζει δηλαδή ότι μεταξύ επιχειρήσεων που οι δραστηριότητές τους συσχετίζονται μεταξύ τους με κάποιο τρόπο (οριζόντιες, κάθετες ή συσχετισμένη διαφοροποίηση), τα κέρδη των Σ&Ε είναι υψηλότερα από ότι μεταξύ επιχειρήσεων με

---

<sup>74</sup> Prahalad, C.K. and G. Hamel (1990). *The core competence of the corporation*. Harvard Business Review, May/June 1990, 79-91.

ασυσχετίστες μεταξύ τους δραστηριότητες, κυρίως λόγω των λειτουργικών συνεργειών και της αύξησης της λειτουργικής αποτελεσματικότητας<sup>75</sup>. Υπάρχουν μάλιστα σχετικά πρόσφατες μελέτες που έχουν αποδείξει την υπεροχή των κάθετων συγχωνεύσεων (vertical mergers) και εστιασμένων συγχωνεύσεων (focused mergers) έναντι των λοιπών μορφών ολοκλήρωσης και εταιρικής στρατηγικής<sup>76</sup>. Μάλιστα, οι Hoberg and Phillips (2010), έδειξαν ότι εταιρίες των οποίων τα προϊόντα και περιουσιακά στοιχεία χαρακτηρίζονται από συμπληρωματικότητα (assets complementarities) είναι πιθανότερο να προβούν σε συγχωνεύσεις με υψηλότερες αποδόσεις από άλλες εταιρίες με ασυσχετίστα μεταξύ τους προϊόντα. Επιπλέον, η μελέτη των Fitch et al. (2013), έδειξε ότι Σ&Ε μεταξύ εταιριών στην εφοδιαστική αλυσίδα (supply chain) οι οποίες εκμεταλλεύονται τις σχέσεις εξάρτησης μεταξύ ζήτησης (εταιρίες – αγοραστές) και προσφοράς (εταιρίες – προμηθευτές) είναι πιθανότερο να έχουν υψηλότερες αποδόσεις. Ωστόσο, υπάρχει και η αντίθετη άποψη που υποστηρίζει ότι οι ασυσχετίστες Σ&Ε (conglomerates) δημιουργούν επίσης σημαντική αξία, είτε λόγω της δημιουργίας διοικητικών συνεργειών (managerial synergies) είτε λόγω χρηματοοικονομικών συνεργειών (financial synergies), οι οποίες προκύπτουν από τον χαμηλότερο κίνδυνο που δημιουργεί η χαμηλή συσχέτιση των διαφορετικών ταμειακών ροών των επιχειρήσεων (co-insurance effect<sup>77</sup>). Αξίζει μάλιστα να αναφέρουμε ότι πολλές από τις συγχωνεύσεις που από πολλές πλευρές φαίνονταν να είναι ασυσχετίστες στην ουσία δεν ήταν, καθώς γύρω από ένα θέμα υπήρχε εμπειρία τεχνολογίας, διοικητικών ικανοτήτων, marketing κλπ<sup>78</sup>. Δεν είναι τυχαίο άλλωστε ότι πολύ μεγάλες επιχειρήσεις, όπως η General Electric, Hyundai, κλπ. συνδύασαν με επιτυχία ασυσχετίστες και συσχετισμένες δραστηριότητες μεταξύ τους, οι οποίες βασιζόνταν απλώς σε ένα κοινό θέμα (common theme), όπως για παράδειγμα η κατασκευή μηχανών, γεγονός στο οποίο και οφείλουν τη μεγάλη επιτυχία τους.

---

<sup>75</sup> Σχ. Βλ. Ansoff H.I. (1965). *Corporate Strategy*. McGraw-Hill, New York, Rumelt, R.P. (1974). *Strategy, Structure and Economic Performance*. Harvard University Press, Boston, MA, Porter, M. (1985) *Competitive Advantage*, (New York: Free Press, 1985), Shelton, L. (1988). *Strategic business fits and corporate acquisition: Empirical evidence*. Strategic Management Journal, 9, (2): 279-287, Ravenscraft, D. and F. Scherer (1988). *Mergers and Managerial Performance*. In: Knights and Raiders, ed. by Coffe J. Ackerman C. (Oxford University Press, 1988): 194-210, Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny (1990). *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* Journal of Finance, 45 (1): 31-48, Markides C. (1995). *Diversification, restructuring and economic performance*. Strategic Management Journal, 16, (2): 101-118, Maquieira, C.P., W.L. Megginson and L. Nail (1998). *Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers*, Journal of Financial Economics, 48, 3-33, Hubbard, R.G. and D. Palia (1995). *Benefits of control, managerial ownership, and the stock returns of acquiring firms*, RAND Journal of Economics, 26, 782-792.

<sup>76</sup> Σχ. Βλ. De Long, G.L. (2001). *Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers*, Journal of Financial Economics, 59, 221-252, Fan, J.P.H. and V.K. Goyal (2006). *On the patterns and wealth effects of vertical mergers*, Journal of Business, 79, 877-902, Hoberg, G. and G. Phillips (2010). *Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis*, Review of Financial Studies, 23, 3773-3811.

<sup>77</sup> Lewellen, W.G. (1971). *A pure financial rationale for the conglomerate merger*. Journal of Finance, 26: 521-545.

<sup>78</sup> Ashlinger, P.L. and T.E. Copeland (1996). *Growth through acquisitions: A fresh look*. Harvard Business Review, 74: 126-135.

Η ανωτέρω διχογνωμία δεν αποκλείεται πάντως να οφείλεται και στη διαφορετική φάση της δραστηριότητας των Σ&Ε και των υψηλών προσδοκιών των επενδυτών από την ανάπτυξη των conglomerates<sup>79</sup>. Όπως αποδείχθηκε αυτό αληθεύει, καθώς οι ασυσχέτιστε Σ&Ε στην περίοδο του 3<sup>ου</sup> κύματος της δεκαετίας του '60 προσέφεραν υψηλές αποδόσεις στους μετόχους των αγοραστριών εταιριών, οι οποίες όμως τις επόμενες δεκαετίες ανεστράφησαν, αποδεικνύοντας ότι ήταν καταστροφικές επιλογές<sup>80</sup>.

- Η *γεωγραφική διαφοροποίηση (cross-border M&As vs. Domestic M&As)*, εάν δηλαδή οι Σ&Ε είναι εγχώριες ή διασυνοριακές. Ως προς το συγκεκριμένο παράγοντα έχουν προκύψει ανάμεικτα αποτελέσματα. Έτσι λοιπόν έρευνες έχουν δείξει ότι οι πολυεθνικές εταιρίες με έδρα τις ΗΠΑ κερδίζουν σημαντικά υψηλές αποδόσεις όταν εισέρχονται για πρώτη φορά σε νέες αγορές μέσα από διασυνοριακές Σ&Ε<sup>81</sup>. Από την άλλη πλευρά όμως, άλλες μελέτες έχουν δείξει ότι οι Σ&Ε που διαφοροποιούν τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων σε διεθνές επίπεδο καταλήγουν σε χαμηλότερες αποδόσεις από αυτές που επιδίδονται όλο και λιγότερο σε διεθνή διαφοροποίηση δραστηριοτήτων<sup>82</sup>.

Η απάντηση στην ανωτέρω διάσταση απόψεων έρχεται με πιο πρόσφατες μελέτες, σύμφωνα με τις οποίες η απόδοση ή μη των διασυνοριακών Σ&Ε εξαρτάται από διαφορές που υπάρχουν σε κάθε χώρα, στο νομικό εταιρικό πλαίσιο, στους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, στους κανονισμούς των χρηματιστηρίων και στην ποιότητα των λογιστικών προτύπων. Έτσι λοιπόν, σύμφωνα με πιο πρόσφατες μελέτες, σε διασυνοριακές Σ&Ε εισηγμένων εταιριών – στόχων καταγράφονται θετικές αποδόσεις για την αγοράστρια εταιρία, σε περιπτώσεις που η εταιρία – στόχος βρίσκεται σε χώρα που έχει χαμηλό καθεστώς προστασίας μετοχών, ενώ σε χώρες με υψηλό καθεστώς προστασίας μετοχών παρατηρείται το ακριβώς αντίθετο<sup>83</sup>. Αντίστοιχα και από την πλευρά των μετόχων των εταιριών – στόχων έχει λεχθεί ότι αυτοί κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις όταν εξαγοράζονται από ξένες εταιρίες<sup>84</sup>, ενώ ένας ακόμη παράγοντας

---

<sup>79</sup> Martynova, M. and L. Renneboog (2008). *A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand?*, Journal of Banking and Finance, 32 (10), 2148-77.

<sup>80</sup> Akbulut, M.E. and J.G. Matsusaka (2003). *Fifty years of diversifications announcements*, SSRN Working Paper No. 469781 (published in Financial Review, 2010, v. 45, 231-262).

<sup>81</sup> Doukas, J. and N. Travlos (1988). *The effect of corporate multinationalism on shareholders wealth: Evidence from international acquisitions*, Journal of Finance, 61, (2): 725-762.

<sup>82</sup> Moeller, S.B., F.P. Schlingemann and R.M. Stulz (2005). *Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave*, Journal of Finance, 60 (2), 757-782.

<sup>83</sup> John, K., S. Freund, D. Nguyen and G.K. Vasudevan (2010). *Investor protection and cross – border acquisitions of private and public targets*, Journal of Corporate Finance, 16, 259-275.

<sup>84</sup> Harris, R.S. and D. Ravenscraft (1991). *The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the US stock market*, Journal of Finance, 46, 825-844.

που επηρεάζει τις αποδόσεις τους είναι οι διαφορές που υπάρχουν στα λογιστικά πρότυπα των χωρών των συγχωνευομένων εταιριών.

- Η χρονική φάση (*growth, maturity, decline, etc.*) του κλάδου στον οποίο γίνονται οι συγχωνεύσεις και της οικονομίας εν γένει. Από αυτή προκαλούνται και τα «κύματα» των Σ&Ε. Είναι γεγονός ότι οι Σ&Ε που ξεκινούν στην αρχή του κάθε «κύματος» προκαλούνται από τα λεγόμενα *industry shocks*. Οι εξαγορές αυτές δημιουργούν βραχυπρόθεσμα σημαντικό πλούτο στους μετόχους της εταιρίας – στόχου και της ενιαίας εταιρίας με την προσδοκία επίτευξης συνεργειών<sup>85</sup>, ενώ οι περισσότερες καταστροφικές Σ&Ε λαμβάνουν χώρα στο 2<sup>ο</sup> μισό του «κύματος». Αυτές οι μη αποδοτικές Σ&Ε, προκύπτουν από διάφορες αιτίες, όπως η αλαζονεία υπερεκτίμησης (*managerial hubris*) των διοικητικών στελεχών, καθώς και στο πρόβλημα αντιπροσώπευσης (*agency problem*). Όταν οι αιτίες αυτές υπάρχουν, επιδεινώνονται όσο αυξάνει και η ένταση του «κύματος» των Σ&Ε, κυρίως λόγω της μεροληψίας «αγέλης» των διοικητικών στελεχών (*managerial herding*), της χαμηλότερης ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και της χαμηλότερης ποιότητας των προβλέψεων των αναλυτών. Όλα αυτά καταλήγουν σε μια ασυμμετρία πληροφόρησης, η οποία με τη σειρά της οδηγεί σε υπερέτιμηση των αγοραστριών εταιριών (*overvaluation hypothesis*<sup>86</sup>).

Οι **βραχυπρόθεσμοι παράγοντες** έχουν κυρίως σχέση με τον τρόπο με τον οποίο γίνεται η προσφορά, τις συνθήκες που ισχύουν κατά τη διαδικασία της προσφοράς, το καθεστώς της εταιρίας στόχου και διάφορες τακτικές που εφαρμόζει ο bidder και target κατά τη διαδικασία προσφοράς. Τέτοιοι παράγοντες είναι:

- Ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος (*cash equity* ή εναλλακτικοί τρόποι πληρωμής – *mixed offers*). Έχει γίνει δεκτό ότι προσφορές που γίνονται με μετρητά (*cash*) προσφέρουν ανώτερες αποδόσεις στους μετόχους των συγχωνευομένων εταιριών από αυτές που γίνονται με ανταλλαγή μετοχών (*equity offers*). Κάτι τέτοιο οφείλεται σε δύο κυρίως λόγους, πρώτον στην πιθανή σηματοδότηση υπερέτιμησης (*overvaluation hypothesis*) των μετοχών της αγοράστριας εταιρίας και δεύτερον στο ρόλο του *merger arbitrage* που ασκεί πτωτική πίεση στην τιμή της μετοχής της αγοράστριας εταιρίας.

---

<sup>85</sup> Bhagat, S., M. Dong, D. Hirshleifer and R. Noah (2005). *Do tender offers create value? New methods and evidence*, *Journal of Financial Economics*, 76, 3-60.

<sup>86</sup> Duchin, R. and B. Schmidt (2013). *Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring and bad acquisitions*, *Journal of Financial Economics*, 107, 69-88.

Σύμφωνα με την υπόθεση της υπερτίμησης των μετοχών του αγοραστή (overvaluation hypothesis<sup>87</sup>), εάν η διοίκηση της αγοράστριας εταιρίας εκτιμά ότι η μετοχή της είναι υπερτιμημένη θα έχει το κίνητρο να κάνει προσφορά εξαγοράς με αυτές τις υπερτιμημένες μετοχές. Επειδή όμως οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου και οι επενδυτές φοβούνται ακριβώς αυτό το ενδεχόμενο, είναι και πιο διστακτικοί στο να αποδεχθούν την προσφορά, με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής της αγοράστριας εταιρίας να κινηθεί πτωτικά, διορθώνοντας έτσι την υπερτίμηση που έγινε κατά την περίοδο της προσφοράς και οδηγώντας με τον τρόπο αυτό σε χαμηλότερες αποδόσεις.

Άλλος ένας λόγος που εξηγεί την πτώση τη τιμής της μετοχής της αγοράστριας εταιρίας είναι η δραστηριότητα του merger arbitrage και πιο συγκεκριμένα των ανοικτών πωλήσεων (short-selling) που κάνουν οι merger arbitrageurs (funds ή ιδιώτες) πάνω στις μετοχές των αγοραστριών εταιριών, με ταυτόχρονη αγορά των μετοχών της εισηγμένης εταιρίας – στόχου, αμέσως μετά τη δημόσια ανακοίνωση της προσφοράς για να εξαλείψουν τον κίνδυνο αγοράς (κίνδυνος μεταβολής των τιμών των δύο εταιριών). Έχει παρατηρηθεί μάλιστα ότι σχεδόν το 50% των αρνητικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών, κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης προσφορών Σ&Ε με ανταλλαγή μετοχών, οφείλονται στη δραστηριότητα του short-selling που πραγματοποιούν τα merger arbitrage funds πάνω στις μετοχές των αγοραστρών με σκοπό να αντισταθμίσουν πλήρως τον κίνδυνο αρνητικής μεταβολής (down-side risk) της τιμής των εταιριών αυτών κατά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συναλλαγής, δηλαδή όταν θα γίνει η ανταλλαγή των μετοχών των εταιριών – στόχων με τις μετοχές των αγοραστριών εταιριών<sup>88</sup>.

- *Το καθεστώς ιδιοκτησίας της εταιρίας – στόχου (private/listed status of the target firm)* βάσει του οποίου οι προσφορές εξαγορών για ιδιωτικές (μη εισηγμένες) εταιρίες – στόχους οδηγούν σε θετικές αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρίες, ενώ οι προσφορές για εξαγορές εισηγμένων εταιριών καταλήγουν σε μηδενικές ή και αρνητικές αποδόσεις<sup>89</sup>. Όπως έχει τεκμηριωθεί, τα αποτελέσματα αυτά οφείλονται κυρίως στην ανύπαρκτη εμπορευσιμότητα των μη εισηγμένων εταιριών (η αλλιώς liquidity discount) που μειώνει το premium εξαγοράς και όχι στον

---

<sup>87</sup> Myers, S.C. and N.S. Majluf (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have*, Journal of Financial Economics, 13, 187-221.

<sup>88</sup> Mitchel, M., T. Pulvino and Stafford, E. (2004), *Limited arbitrage in equity markets*, Journal of Finance, 57, 551-584.

<sup>89</sup> Βλ. σχ. και μελέτες των Chang, S. (1998). *Takeovers of privately held targets, methods of payment and bidder returns*, Journal of Finance 53, 773-784., Fuller, K., J. Netter and M. Stegemoller (2002). *What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions*, Journal of Finance, 57 (4), 1763-1793. (για τις ΗΠΑ) και Draper, P. and K. Paudyal (2006). *Acquisitions: Private versus public*, European Financial Management, 12, 57-80. (για το Ην. Βασίλειο).

παράγοντα της αυξημένης διαπραγματευτικής δύναμης (bargaining power hypothesis) της διοίκησης της εταιρίας – στόχου, λόγω συγκεντρωμένης μετοχικής ιδιοκτησίας.

Από τις ανωτέρω μελέτες προέκυψε επίσης το συμπέρασμα ότι οι εξαγορές των ιδιωτικών εταιριών που γίνονται με προσφορά ανταλλαγής μετοχών, οδηγούν σε ακόμη υψηλότερες θετικές αποδόσεις των αγοραστών. Έχει μάλιστα αποδειχθεί ότι οι πιο υψηλές θετικές αποδόσεις των αγοραστών επιτυγχάνονται στις εξαγορές θυγατρικών εταιριών με προσφορές που γίνονται με ανταλλαγή μετοχών<sup>90</sup>.

Η υπεροχή αυτή των stock offers στις εξαγορές ιδιωτικών/θυγατρικών εταιριών θα μπορούσε να αποδοθεί σε δύο παράγοντες: πρώτον, στη μειωμένη ασυμμετρία πληροφόρησης (reduced information asymmetry hypothesis) που υπάρχει μεταξύ αγοραστή και εταιρίας – στόχου, καθώς οι συναλλαγές αυτές αποτελούν κατά κανόνα φιλικές συμφωνίες, οι οποίες διευκολύνουν την αμοιβαία ροή αξιόπιστων πληροφοριών μεταξύ τους, σηματοδοτώντας έτσι ότι οι τιμές των μετοχών τους αποτιμώνται σωστά και δεύτερον, στον αυξημένο ελεγκτικό ρόλο (monitoring role of blockholders hypothesis) των μεγάλων μετόχων της ιδιωτικής εταιρίας – στόχου, καθώς η μετοχική ιδιοκτησία σε εταιρίες τέτοιου τύπου είναι συγκεντρωμένη σε λίγους μεγάλους μετόχους, πάνω στην ενιαία εταιρία μετά την ανταλλαγή των μετοχών τους, με αποτέλεσμα να μειώνεται το πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency problem).

- *Το μέγεθος της αγοράστριας εταιρίας και το σχετικό μέγεθος της συμφωνίας ή το μέγεθος της εταιρίας – στόχου (relative size of the deal/target).* Έρευνες έχουν δείξει ότι το μέγεθος του αγοραστή παίζει αρνητικό ρόλο στις αποδόσεις του, καθώς το μεγάλο μέγεθος μπορεί να συσχετίζεται με μεγαλύτερα κόστη αντιπροσώπευσης και ελέγχου της διοίκησης<sup>91</sup>. Το αντίθετο πάλι συμβαίνει σε μικρότερες εταιρίες όπου η μετοχική ιδιοκτησία είναι συγκεντρωμένη σε λίγους μεγάλους μετόχους και ο έλεγχος της διοίκησης είναι πιο εύκολος. Είναι γεγονός ότι τα διευθυντικά στελέχη των μεγάλων αγοραστριών εταιριών είναι πιο επιρρεπή στο φαινόμενο της υπερεκτίμησης των ικανοτήτων τους (hubris hypothesis), καθώς όντας εκτεθειμένοι συχνά στα μέσα μαζικής ενημέρωσης έχουν καλλιεργήσει μια θετική εικόνα για τις ικανότητές τους να αυξάνουν το ρυθμό ανάπτυξης των εταιριών τους και να βρίσκουν εύκολα χρηματοδότηση για τα επενδυτικά τους σχέδια<sup>92</sup>.

---

<sup>90</sup> Βλ. ανωτέρω Fuller et. al. (2002).

<sup>91</sup> Βλ. σχ. Moeller et. al. (2005).

<sup>92</sup> Moeller, S.B., F.P. Schlingemann and R.M. Stulz (2004). *Firm size and the gains from acquisitions*, Journal of Financial Economics, 73, 201-228.

- *Επίπεδο επενδυτικών ευκαιριών (Growth opportunities) και αποτίμησης εταιριών (Firm's valuation)*. Το Q ratio, η αγοραία αξία δηλαδή της επιχείρησης προς το τρέχον κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων της, χρησιμοποιείται εδώ ως ένα μέτρο εκτίμησης των επενδυτικών ευκαιριών μιας εταιρίας και συνεπώς και της αποτίμησής της (υπερτιμημένη ή υποτιμημένη). Σύμφωνα λοιπόν με έρευνες, αγοραστές με υψηλούς Q ratios πριν την προσφορά εξαγοράς αποκτούν υψηλότερες αποδόσεις<sup>93</sup>.
- *Ασυμμετρία πληροφόρησης (Information asymmetry)*. Ο παράγοντας αυτός συνδέεται με τη θεωρία υπερτίμησης που είδαμε προηγουμένως<sup>94</sup>, και που προβλέπει την έκδοση νέων μετοχών όταν η εταιρία πιστεύει ότι η μετοχή της είναι υπερτιμημένη, αλλά αυτή την πληροφόρηση δεν την μοιράζονται οι υπόλοιποι επενδυτές. Έχει αποδειχθεί ότι αγοραστές με υψηλό επίπεδο ασυμμετρίας πληροφόρησης πριν την ανακοίνωση της προσφοράς, καταγράφουν χαμηλότερες αποδόσεις στην περίπτωση που η προσφορά έχει γίνει με ανταλλαγή μετοχών<sup>95</sup>. Επίσης με βάση δεδομένα από το Ηνωμένο Βασίλειο, αγοράστριες εταιρίες με υψηλό επίπεδο διασποράς (απόκλισης) των προβλέψεων των αναλυτών που κάνουν προσφορές με ανταλλαγή μετοχών είναι πιο πιθανόν να είναι υπερτιμημένες<sup>96</sup>. Έτσι οι τιμές των μετοχών των εταιριών αυτών πέφτουν κατά τη μακροπρόθεσμη περίοδο μετά την εξαγορά, προσαρμοζόμενες έτσι στα θεμελιώδη μεγέθη τους. Τέλος, έχει τεκμηριωθεί ότι η αγοράστρια εταιρία κερδίζει περισσότερο, όταν χρησιμοποιεί τις μετοχές της για να αγοράσει εταιρία – στόχο που χαρακτηρίζεται από υψηλό επίπεδο ασυμμετρίας<sup>97</sup>.
- *Η ύπαρξη ενός ποσοστού ιδιοκτησίας στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας – στόχου από τον αγοραστή (bidder's toehold)* την περίοδο πριν την προσφορά μπορεί να μειώσει τα κέρδη για την εταιρία – στόχο και να αυξήσει τα κέρδη για την αγοράστρια εταιρία.
- *Η ύπαρξη μεγάλων μετόχων κυρίως θεσμικών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας – στόχου, κατά την περίοδο της προσφοράς*, μπορεί να μειώσει τα κέρδη των μετόχων των targets, λόγω του αποτελεσματικού ελέγχου που ασκούν κατά την περίοδο πριν την προσφορά.
- *Η διάθεση της προσφοράς (Mood of the bid)*, δηλαδή εάν η εξαγορά είναι εχθρική ή φιλική. Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι εχθρικές εξαγορές συνδέονται με πολύ

<sup>93</sup> Lang, L.H., R.M. Stultz and R.A. Walkling (1989). *Managerial performance, Tobin's Q and the gains from successful tender offers*. Journal of Financial Economics, 24: 137-154.

<sup>94</sup> Βλ. σχ. Myers and Majluf (1984).

<sup>95</sup> Βλ. σχ. Moeller et al. (2004).

<sup>96</sup> Alexandridis, G., A. Antoniou, A. and D. Petmezas (2007). *Divergence of opinion and post-acquisition performance*. Journal of Business Finance and Accounting, 34 (3), 439-460.

<sup>97</sup> Officer, M.S., A. Polsen and M. Stegemoller (2009). *Target-firm information asymmetry and acquirer returns*, Review of Finance, 13, 467-493.



μεγαλύτερες αποδόσεις για τους μετόχους των εταιριών – στόχων, αλλά με χαμηλότερες αποδόσεις για τους αγοραστής, καθώς συχνά καταλήγουν σε αυξημένα premia και αναθεωρημένες προσφορές (revised offers<sup>98</sup>). Δεν αποκλείεται όμως να υπάρξουν και μεγαλύτερες αποδόσεις για την αγοράστρια εταιρία, γεγονός που θα μπορούσε να συσχετιστεί μόνο με την ύπαρξη ενός τύπου πειθαρχίας της αγοράς σε μη αποτελεσματικούς managers, μέσω του μηχανισμού των εχθρικών εξαγορών (disciplinary mechanism of hostile takeovers) που περιορίζει το agency problem.

- *Επίπεδο ανταγωνισμού μεταξύ των αγοραστριών εταιριών.* Έχει γίνει γενικώς παραδεκτό το γεγονός ότι η ύπαρξη πολλαπλών αγοραστών αυξάνει τα κέρδη των μετόχων των εταιριών – στόχων και μειώνει τα αντίστοιχα κέρδη των αγοραστών. Δεν έχει όμως πλήρως διασαφηνιστεί ακόμα το πως επιδρά το αναμενόμενο premium που θα προσφερθεί για μια εταιρία – στόχο στην εκδήλωση ανταγωνιστικών προσφορών από άλλους αγοραστής, αφού ένα ανταγωνιστικό premium μπορεί να τους αποθαρρύνει από το να καταθέσουν μια ανταγωνιστική προσφορά. Ωστόσο, μελέτες που πραγματοποιήθηκαν σε τραπεζικές συγχωνεύσεις, στις οποίες το νομικό πλαίσιο κάνει πιο εύκολη την αναγνώριση πιθανών αντίπαλων αγοραστών, έδειξαν πως οι αποδόσεις των αγοραστών επηρεάστηκαν αρνητικά από τον αναμενόμενο ανταγωνισμό και θετικά από τη διαθεσιμότητα εναλλακτικών εταιριών – στόχων<sup>99</sup>.
- *Το επίπεδο των αποδόσεων του αγοραστή πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης (pre-announcement returns run-up).* Η περίοδος πριν την ανακοίνωση της προσφοράς, χαρακτηρίζεται πάντοτε από αρκετή πληροφόρηση, όσον αφορά την αξία των εμπλεκόμενων εταιριών, αλλά και από μια αναμενόμενη εξαγορά τόσο από την πλευρά των αγοραστών όσο και από την πλευρά των εταιριών – στόχων (πχ. Insider trading κλπ.), επηρεάζοντας έτσι τις αποδόσεις που προκύπτουν κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης και μετά. Έτσι λοιπόν όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση που προκύπτει κατά την περίοδο εκείνη, τόσο μεγαλύτερη είναι και η αρνητική επίπτωση του γεγονότος της προσφοράς εξαγοράς κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης και μετά για την αγοράστρια εταιρία και τόσο μικρότερη είναι η θετική επίπτωση για την εταιρία – στόχο. Έρευνες έδειξαν επιπλέον ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ των αποδόσεων των αγοραστών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης και των αποδόσεων που

---

<sup>98</sup> Βλ. σχ. Walking, R.A. (1985). *Predicting tender offer success*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 20: 461-478., Datta, D.K., G.E. Pinches and V.K. Narayanan (1992). *Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis*. Strategic Management Journal, 13: 67-84., Holl, P. and D. Kyriazis (1997). *Wealth Creation and Bid Resistance in U.K. Takeover Bids*. Strategic Management Journal, 18 (6): 483-498.

<sup>99</sup> James, C.M. and P. Wier (1987). *Returns to acquirers and competition in the acquisition market: The case of banking*, Journal of Political Economy, 95, 355.

είχαν στην προηγούμενη περίοδο (run-up period). Αυτό σημαίνει ότι οι αποδόσεις των αγοραστών κατά την περίοδο ανακοίνωσης είναι χαμηλότερες από ότι στην run-up περίοδο<sup>100</sup>.

Άλλοι παράγοντες που έχει αποδειχθεί ότι παίζουν ρόλο στην εξήγηση των αποδόσεων είναι:

- Η φήμη του συμβούλου/επενδυτικής τράπεζας (*Financial advisor/investment bank reputation*). Έχει αποδειχθεί ότι όταν ο σύμβουλος του αγοραστή ανήκει στους λεγόμενους top-tier advisors <sup>101</sup>(ανώτατη κατηγορία διαβάθμισης) όσον αφορά αξία και αριθμό συναλλαγών σε εξαγορές εισηγμένων εταιριών, τότε προκύπτουν και υψηλότερες αποδόσεις (μέσο όφελος \$65,8 εκατ.). Ο λόγος έγκειται κυρίως στο ότι η δημοσιότητα που αποκτούν αυτές οι συναλλαγές ενεργοποιεί την καλή φήμη του συμβούλου για την επιτυχή επίτευξη των συνεργειών προς όφελος του αγοραστή.
- Ειδικά χαρακτηριστικά αγοραστριών εταιριών (*acquirer's specific fixed effects*), όπως για παράδειγμα μια κατηγορία αγοραστών που κάνουν συχνές εξαγορές (frequent acquirers<sup>102</sup>) και επιτυγχάνουν σε σταθερή βάση εξαιρετική απόδοση (extraordinary acquirers<sup>103</sup>) ανεξαρτήτως της διοικητικής ομάδας και του τρόπου διάρθρωσης της συναλλαγής<sup>104</sup>. Οι οργανισμοί αυτοί έχουν ορισμένα χαρακτηριστικά, ώστε να επιτυγχάνουν υψηλές αποδόσεις, τα οποία χαρακτηριστικά βασίζονται σε ποιοτικούς παράγοντες που παραμένουν σταθεροί με το πέρασμα του χρόνου και οι οποίοι μπορεί να σχετίζονται με γνώση και δεξιότητες που έχουν αναπτυχθεί εσωτερικά, τη διαχείριση των συναλλαγών στο στάδιο πριν την προσφορά, αλλά και μετά την εξαγορά, την επίτευξη συνεργειών και την καλή ενσωμάτωση της εταιρίας – στόχου. Ένας ακόμη παράγοντας θα μπορούσε σύμφωνα με τους ερευνητές να είναι η φύση των περιουσιακών στοιχείων της αγοράστριας εταιρίας που μπορεί να αναπτυχθεί περαιτέρω και καλύτερα μέσω απόκτησης μιας άλλης εταιρίας που συνεισφέρει συμπληρωματικά περιουσιακά στοιχεία. Ας μην παραλείψουμε τέλος και τον παράγοντα «τύχη», με την έννοια του ότι ενδεχομένως η πρώτη συναλλαγή Σ&Ε να πήγε εξαιρετικά καλά, η εξαγοράζουσα εταιρία να αξιοποίησε αυτή την πρώτη εμπειρία για

<sup>100</sup> Masulis, R.W., C. Wang and F. Xie (2007). *Corporate governance and acquirer returns*, Journal of Finance, 62, 1851-1889.

<sup>101</sup> Οι πρώτες 8 επενδυτικές τράπεζες αυτές στην κατηγορία αυτή για το έτος 2020 είναι οι: Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Barclays Capital (πρώην Lehman Bros.), Morgan Stanley, Merrill Lynch (νυν Bank of America Merrill Lynch), Credit Suisse, Deutsche Bank και η канаδική RBC Capital Markets (πηγή <https://www.thebalance.com/best-investment-banks-4177807>)

<sup>102</sup> Συχνοί αγοραστής: ο ίδιος αγοραστής να έχει κάνει 5 συναλλαγές εντός μιας περιόδου 3 ετών. Αυτοί οι αγοραστής χαρακτηρίζονται από υψηλότερες αποδόσεις (βλ. σχ. Fuller et al. (2002)).

<sup>103</sup> Τέτοιες εταιρίες είναι οι Cisco Systems, Berkshire Hathaway, IBM, General Electric, Diageo etc.

<sup>104</sup> Golubov A., Yawson A., Zhang H. (2015). *Extraordinary Acquirers*. Journal of Financial Economics, 116 (2), 314-330.

να την τελειοποιήσει και με τον τρόπο αυτό να απέκτησε μια καλή φήμη που την ακολούθησε και στις επόμενες εξαγορές.

## 2.6. Επιπτώσεις των Σ&Ε στα διευθυντικά στελέχη

Οι επιπτώσεις των Σ&Ε στους managers είναι σε μεγάλο βαθμό συνυφασμένη με το κίνητρο που διέπει αυτές. Εάν το κίνητρο είναι πειθαρχικό (disciplinary form), δηλαδή υποκρύπτεται εχθρική διάθεση, τότε ο βαθμός αλλαγής των managers μετά την εξαγορά θα είναι μεγάλος, ενώ εάν το κίνητρο είναι η δημιουργία συνεργειών, τότε πρόκειται για φιλική εξαγορά και ο βαθμός αλλαγής των managers θα είναι μικρός<sup>105</sup>. Από την άλλη πλευρά, έχει παρατηρηθεί αύξηση των αποδοχών των managers των επιχειρήσεων που εξαγοράζουν, μετά τη συγχώνευση, ακόμη και με παρουσία αρνητικών αποδόσεων για τους μετόχους τους, γεγονός που επιβεβαιώνει τη θεωρία της αυτονόμησης των managers από τα συμφέροντα των λοιπών μετόχων (self-managerial interests και agency problem). Θα πρέπει ωστόσο να είναι προσεκτικοί οι managers, καθώς η αλαζονεία τους μπορεί συχνά να οδηγήσει στην καταστροφή την επιχείρηση που διοικούν, αλλά και τους ίδιους.

## 2.7. Επιπτώσεις των Σ&Ε στους εργαζόμενους

Όσον αφορά τέλος, τις επιπτώσεις των Σ&Ε στους εργαζόμενους, αυτές δεν είναι συχνά και τόσο ευνοϊκές, κυρίως λόγω απολύσεων, αναδιατάξεων προσωπικού κλπ. που λαμβάνουν χώρα κατά τη διαδικασία αυτή. Το μέγεθος βέβαια των αλλαγών αυτών εξαρτάται και πάλι από το κίνητρο της εξαγοράς και από την ύπαρξη του agency problem, κατά την περίοδο προ της εξαγοράς. Εάν έχουμε εχθρική εξαγορά είναι πιο πιθανό να υπάρχουν αρνητικές επιπτώσεις στους εργαζόμενους, ενώ το αντίθετο συμβαίνει σε περιπτώσεις φιλικών εξαγορών (πχ. Αποζημιώσεις για πρόωρη συνταξιοδότηση κλπ.), ενώ δεν αποκλείεται επίσης να ενισχυθεί και η διασφάλιση περισσότερων θέσεων εργασίας ή και δημιουργία νέων. Έρευνες πάντως έχουν αποδείξει ότι το προσωπικό που είναι σε βοηθητικές και επιτελικές υπηρεσίες κινδυνεύει πιο πολύ από απολύσεις από το προσωπικό που είναι στην παραγωγή<sup>106</sup>.

---

<sup>105</sup> Franks, J. and C. Mayer (1994). *Post-merger management change and restructuring*. Working paper, London Business School.

<sup>106</sup> Bhagat, S., A. Shleifer and R. Vishny (1990). *The aftermath of hostile takeovers*, London School of Economics Discussion Paper 87, June 1990.

## 2.8. Στρατηγικές εξαγοράς και μορφές αμύνης

Προκειμένου να εξετάσουμε αναλυτικότερα το θέμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην αγορά ενέργειας, σημαντικό είναι πρώτα να διερευνήσουμε τις στρατηγικές και τη διαδικασία εξαγορών, τόσο από την πλευρά των αγοραστών (bidders), όσο και από την πλευρά των εταιριών – στόχων (targets). Προκειμένου λοιπόν να ολοκληρωθεί επιτυχώς μια προσφορά εξαγοράς, θα πρέπει ο υποψήφιος αγοραστής (bidder) να αποκτήσει τουλάχιστον ποσοστό 50% και πάνω του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας – στόχου (target). Επειδή όμως η μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών μέσω των Σ&Ε δεν είναι παίγνιο μηδενικής αξίας (zero-sum game), τα κίνητρα διοικήσεων και μετόχων των δύο εταιριών μπορεί να είναι διαφορετικά μεταξύ τους.

Έτσι λοιπόν, κίνητρο του bidder είναι να ολοκληρώσει όσο το δυνατόν γρηγορότερα και με χαμηλότερο κόστος τη σχεδιασθείσα εξαγορά της εταιρίας – στόχου, ενώ κίνητρο του target είναι είτε να αυξήσει το τίμημα αυτής της εξαγοράς είτε ακόμη και να ματαιώσει αυτήν την εξαγορά. Κάτι τέτοιο είναι δυνατόν να συμβεί γιατί ισχύει η υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων (shareholder value maximization hypothesis) ή διότι υπάρχει agency problem και η διοίκηση του target δεν επιθυμεί να προχωρήσει με τη συγχώνευση, λόγω του ότι τα συμφέροντά της έρχονται σε αντίθεση με αυτά των λοιπών μετόχων (shareholder entrenchment hypothesis<sup>107</sup>). Λόγω ακριβώς των κινήτρων αυτών, διαπιστώνουμε και τις διαφορές στις στρατηγικές τόσο των bidders όσο και των targets, κατά την περίοδο προ της προσφοράς και κατά την περίοδο της προσφοράς. Τα κίνητρα αυτά και οι στρατηγικές, όπως θα παρατηρήσουμε και στη συνέχεια, είναι διαφορετικά στις εχθρικές προσφορές από ότι είναι στις φιλικές.

### 2.8.1. Στρατηγικές και τακτικές αγοραστών (Bidders)

#### 1) Στάδια διαδικασίας Σ&Ε

Αρχικά ο αγοραστής θα πρέπει να καθορίσει το λόγο της υιοθέτησης στρατηγικής εξαγορών σε σχέση με την εταιρική στρατηγική, να επιλέξει την κατάλληλη εταιρία – στόχο, να οικοδομήσει τους όρους της προτεινόμενης προσφοράς (πχ. έλεγχος και αποτίμηση της εταιρίας – στόχου, τρόπος πληρωμής), να κάνει εκτίμηση των συνεργειών και τέλος να προετοιμάσει τη διαδικασία ενσωμάτωσης, αλλά και τον τρόπο αξιολόγησης του project της εξαγοράς/συγχώνευσης κατά την περίοδο μετά από την πραγματοποίησή της. Όσον αφορά λοιπόν τη στρατηγική των bidders, η διαδικασία των συγχωνεύσεων μπορεί να διακριθεί σε πέντε επιμέρους στάδια:

---

<sup>107</sup> Stulz, R.M. (1988). *Managerial control of voting rights*. Journal of Financial Economics, 20: 25-54.

- I. *Ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής και στρατηγικής εξαγορών (corporate strategy development and selection of acquisition strategy)*. Το στάδιο αυτό περιλαμβάνει την επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής που θα πρέπει να ακολουθήσει η αγοράστρια εταιρία και που θα πρέπει να είναι σε αρμονία με τις επιμέρους ανταγωνιστικές στρατηγικές (business strategies) των διαφόρων επιχειρηματικών μονάδων της επιχείρησης (SBUs). Υπάρχουν διαφορετικές στρατηγικές αναλύσεις, όπως η PEST, πέντε δυνάμειν του Porter, SWOT και πόρων και ικανοτήτων, που μπορούν να βοηθήσουν την αγοράστρια εταιρία να επιλέξει την κατάλληλη εταιρική στρατηγική που θα εφαρμόσει και που μπορεί να είναι είτε οριζόντια είτε κάθετη ολοκλήρωση, η συσχετισμένη και ασυσχετίστη διαφοροποίηση.
- II. *Επιλογή κατάλληλης εταιρίας ή πολλών εταιριών – στόχων εξαγοράς*. Για να είναι επιτυχής μια στρατηγική εξαγοράς, θα πρέπει η αξιολόγηση του target να γίνεται με βάση δύο σημαντικά κριτήρια, πρώτον τη *στρατηγική καταλληλότητα (strategic fit)* της εταιρίας – στόχου (target) από πλευράς πόρων και ικανοτήτων με την αγοράστρια εταιρία (bidder), ώστε να υπάρχει περιθώριο για συμπληρωματικότητα και συνεργείες κόστους και εσόδων και να επιτευχθεί το επιθυμητό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και δεύτερον τη *δημιουργία αξίας (value creation)* από τη συγχώνευση, η οποία μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσα από αυξημένη αποτελεσματικότητα στη διαχείριση των περιουσιακών της στοιχείων και τις συνεργείες. Η εταιρία – στόχος θα πρέπει εν συνεχεία να πληροί κάποια κριτήρια που θέτει ο bidder και τα οποία σχετίζονται με τη στρατηγική του, όπως για παράδειγμα οι κλάδοι δραστηριότητας, ο ρυθμός ανάπτυξης κλάδου κλπ. Έπειτα, θα πρέπει να γίνει η αναγνώριση της εταιρίας – στόχου, μέσα από την κατασκευή λίστας υποψηφίων επιχειρήσεων με βάση τα κριτήρια εξαγοράς (target industry, target company), την πιθανή ύπαρξη πολλαπλών bidders, νομικά και φορολογικά θέματα. Μια καλή λύση για την τελική επιλογή target θα ήταν μια SWOT analysis των εταιριών αυτών σε σχέση με τα ανωτέρω κριτήρια.
- III. *Οικοδόμηση της συμφωνίας εξαγοράς και διαπραγμάτευση (deal structuring and negotiation)*. Το στάδιο αυτό αναφέρεται στα καθαρά τεχνικά ζητήματα, τα οποία είναι: η επιλογή των συμβούλων (πχ. Επενδυτικές τράπεζες, δικηγόροι, ορκωτοί ελεγκτές), ο εξονυχιστικός έλεγχος (due diligence) της εταιρίας – στόχου από τους ως άνω συμβούλους ώστε να συγκεντρωθούν όσο το δυνατόν περισσότερες πληροφορίες<sup>108</sup> σχετικά με όλες τις πλευρές του target, αποτίμηση (valuation) της εταιρίας – στόχου και καθορισμός των τιμών

---

<sup>108</sup> πχ. οικονομικές, νομικές, φορολογικές, M.I.S., οργανωτικά και διοικητικά συστήματα, εταιρική κουλτούρα κλπ.

του premium, με στόχο τον καθορισμό μιας αξίας που μπορεί να δώσει ο αγοραστής χωρίς να διακινδυνεύσει να χάσει τυχόν προβλεπόμενες συνεργείες από τη συγχώνευση και τέλος διαπραγμάτευση των θέσεων που θα κατέχουν τα στελέχη της διοικητικής ομάδας μετά τη συγχώνευση.

IV. *Ανάπτυξη των διαφόρων τακτικών εξαγοράς (bid tactics) από πλευράς bidder, σύμφωνα με το ισχύον νομικό πλαίσιο.* Η σημαντική αυτή διαδικασία αφορά σε ενέργειες που θα πρέπει να γίνουν τόσο κατά το στάδιο προ της προσφοράς εξαγοράς όσο και μετά το πέρας αυτής, ώστε να καταστεί πιο ταχεία και λιγότερο δαπανηρή η απόκτηση του target. Οι ενέργειες αυτές αναπτύσσονται ως εξής:

- Σταδιακή απόκτηση μετοχών του target (pre-bid stake building ή bidder's toehold), μέσω αγοράς ή πώλησης ιδιωτικών πακέτων (η τακτική αυτή συμφέρει τον bidder, γιατί μειώνει το bid premium και αυξάνει την πιθανότητα επιτυχίας του bid<sup>109</sup>).
- Επαφές με τη διοίκηση του target, ώστε η προσφορά να γίνει φιλική (για τους ίδιους λόγους με ανωτέρω).
- Δόμηση των κατάλληλων όρων της προσφοράς, ώστε να ταιριάζουν στο προφίλ των μετόχων του target.
- Ελαχιστοποίηση του control premium της προσφοράς.
- Ελαχιστοποίηση του κόστους συναλλαγών (transaction costs), όπως αμοιβές δικηγόρων, συμβούλων, διαφήμισης, επαφής με τα ΜΜΕ.
- Καθορισμός των τακτικών επίθεσης <sup>110</sup>(προκειμένου για εχθρικές προσφορές).

V. *Ενσωμάτωση της εξαγορασθείσας εταιρίας (post-acquisition integration).* Το στάδιο αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό, καθώς αφορά τη διαχείριση των πραγματικών προβλημάτων της αποκτηθείσας εταιρίας, τα οποία ενδεχομένως και να ήταν άλλα από αυτά που είχαν αρχικά προβλεφθεί ή ακόμα και να δημιουργήθηκαν νέα, καθώς επίσης και τη διαχείριση του ανθρωπίνου παράγοντα (θέματα προσωπικού, εταιρική κουλτούρα κλπ.) και την ενοποίηση των συστημάτων παραγωγής, οργάνωσης και πληροφόρησης.

VI. *Αξιολόγηση της συγχώνευσης και εκμάθηση (post-acquisition audit and learning).* Το τελευταίο στάδιο αυτό, αν και σημαντικό, συχνά αγνοείται από τις εταιρίες, καθώς

---

<sup>109</sup> Shleifer, A. and R.W. Vishny (1986). *Large shareholders and corporate control*. Journal of Political Economy, 94: 461-489.

<sup>110</sup> Τέτοιες τακτικές μπορεί να είναι: επιλογή της κατάλληλης χρονικής στιγμής (timing), επιλογή πολύ έμπειρου συμβούλου, ανανέωση bid premium, συμμαχίες με μεγάλους μετόχους, απόκτηση μετοχών από την αγορά (stake building), σωστή επικοινωνία και διαφήμιση με τους μετόχους σχετικά με την αξία της συγχώνευσης, δυσφήμιση της διοίκησης του target (εάν αυτό επιτρέπεται νομικά), καλές δημόσιες σχέσεις με την κυβέρνηση ή με άλλες ομάδες ενδιαφέροντος όπως μεγαλομέτοχοι, ΜΜΕ κλπ. και τέλος μυστικότητα στις διαβουλεύσεις και ταχύτητα στις ενέργειες.

θεωρείται περιττό. Επιχειρήσεις όμως με πείρα στις Σ&Ε (acquisitions expertise) δεν το λησμονούν, κάτι που στο τέλος η αγορά ανταμείβει με υψηλότερες μετοχικές αποδόσεις.

## 2) Η επίπτωση των στρατηγικών των αγοραστών (bidders)

Ένα σημαντικό αντίκτυπο που έχει η απόκτηση ποσοστού συμμετοχής (toehold) από τον αγοραστή στην εταιρία – στόχο είναι η μείωση της ύπαρξης του free – riding problem<sup>111</sup> που αντιμετωπίζει ο αγοραστής κατά τη διαδικασία εξαγοράς του target από τους μετόχους<sup>112</sup>. Μέσα από μελέτες που έχουν διεξαχθεί σχετικά με το bidder's toehold και την επίπτωσή που αυτό μπορεί να έχει στο μέσο bid premium που προσφέρεται στους μετόχους του target, τα συμπεράσματα που προκύπτουν είναι μικτά. Έτσι λοιπόν, μελέτες που διεξήχθησαν στην αγορά των ΗΠΑ, δείχνουν ότι το bidder's toehold επιδρά αρνητικά στις αποδόσεις των μετόχων του target. Όμως, αντίστοιχες μελέτες στο Ην. Βασίλειο δεν είναι το ίδιο ξεκάθαρες, καθώς ορισμένες μελέτες δείχνουν αρνητική επίδραση<sup>113</sup>, ενώ άλλες δείχνουν θετική επίδραση<sup>114</sup>.

Επιπλέον, έχει γίνει δεκτό ότι και ο τρόπος πληρωμής (μετρητά αντί για μετοχές) επηρεάζει θετικά τις αποδόσεις των μετόχων των αγοραστριών εταιριών και των εταιριών – στόχων, αλλά και την επιτυχή έκβαση της προσφοράς εξαγοράς<sup>115</sup>. Εξίσου σημαντικοί παράγοντες είναι και το ποσοστό των μετοχών που ανήκουν σε μεγάλους μετόχους και θεσμικούς επενδυτές, καθώς και σε ανώτατα στελέχη της εταιρίας – στόχου. Ο πρώτος από αυτούς μειώνει το bid premium που κερδίζουν οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου, περιορίζοντας παράλληλα και το agency problem κατά την περίοδο προ της προσφοράς<sup>116</sup>. Όσον αφορά τον δεύτερο παράγοντα, φαίνεται να υπάρχει ένα όριο (άριστο σημείο) στο ποσοστό ιδιοκτησίας των managers του target, πέραν του οποίου μπλοκάρουν τελείως τις προσφορές των bidders, μειώνοντας έτσι την αξία των μετόχων τους. Μέχρις ένα σημείο δηλαδή λειτουργούν και οι ίδιοι ως μέτοχοι, υπέρ των συμφερόντων των μετόχων τους (shareholders' alignment hypothesis) και λόγω ακριβώς του υψηλού ποσοστού που κατέχουν, εμποδίζουν την

---

<sup>111</sup> Free-riding problem: όταν κάποιοι μέτοχοι του target δεν πωλούν τις μετοχές τους στους bidders, σκεπτόμενοι ότι το bid θα πετύχει ούτως ή άλλως και έτσι θα μπορέσουν και αυτοί να συμμετέχουν στην αξία της εταιρίας μετά τη συγχώνευση, αποκτώντας έτσι μεγαλύτερο premium. Έτσι λοιπόν κερδίζουν (free-ride) σε βάρος των λοιπών μετόχων και εν τέλει σε βάρος του bidder.

<sup>112</sup> Grossman, S. and O. Hart (1980). *Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation*. Bell Journal of Economics, 11: 42-64.

<sup>113</sup> Sudarsanam, S., P. Holl and A. Salami (1996). *Shareholder wealth gains in mergers: Effect of synergy and ownership structure*. Journal of Business Finance and Accounting, 23 (6): 673-698.

<sup>114</sup> Franks, J. and R. Harris (1989). *Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The UK experience 1955-1985*, Journal of Financial Economics, 23: 225-249.

<sup>115</sup> Βλ. σχ. Sudarsanam et. al. (1996).

<sup>116</sup> Holl, P. and D. Kyriazis (1997a). *Wealth creation and bid resistance in UK takeover bids*. Strategic Management Journal, 18 (6): 483-498.

αλλαγή στη διοίκηση, λειτουργώντας κατά το συμφέρον των μετόχων τους (shareholders' entrenchment hypothesis). Τέλος, σε μελέτη που διεξήχθη στο Ην. Βασίλειο βρέθηκε ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας των managers του target δεν επηρεάζει το bid premium, ενώ όσον αφορά στην επιτυχή έκβαση του bid ισχύει μια μη γραμμική σχέση, με αντίστροφη όμως φορά σε σχέση με τις προηγούμενες μελέτες. Το σημαντικό όριο μετοχικής διευθυντικής ιδιοκτησίας είναι το 15%. Για τιμές χαμηλότερες από αυτό το όριο η πιθανότητα επιτυχίας της προσφοράς κυμαίνεται μεταξύ 0,85 και 0,71, ενώ για τιμές υψηλότερες από αυτό, η αντίστοιχη πιθανότητα επιτυχίας κυμαίνεται από 0,71 έως 1 (shareholders' alignment hypothesis<sup>117</sup>).

### 2.8.2. Στρατηγικές εταιριών – στόχων εξαγοράς (Targets)

#### 1) Κίνητρα αντίστασης στην εξαγορά

Λόγω του προβλήματος αντιπροσώπευσης (agency problem) είναι πιθανό τα κίνητρα των μετόχων της εταιρίας – στόχου (target) να διαφέρουν από αυτά των διευθυντικών στελεχών. Επειδή όμως το agency problem είναι και αυτό που καθορίζει την εχθρική ή φιλική διάθεση (mood) του bid, είναι απαραίτητο να διερευνώνται τα κίνητρα αντίστασης των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας – στόχου, τα οποία μπορεί να είναι είτε η επιδίωξή τους να αυξήσουν την αξία των μετόχων τους αποσπώντας μεγαλύτερο bid premium ή διατηρώντας την ανεξαρτησία των εταιριών, είτε η επιδίωξή τους να εξυπηρετήσουν προσωπικά τους συμφέροντα, όπως το να παραμείνουν στη θέση τους και να απολαμβάνουν τα προνόμια που τους παρέχει αυτή. Ανάλογα με τα κίνητρα που θα επικρατήσουν θα είναι αντίστοιχη και η στάση που θα κρατήσουν κατά την περίοδο που διαρκεί η προσφορά. Έτσι αν τα κίνητρα εμπίπτουν στην πρώτη κατηγορία, μπορεί στην αρχή η διάθεση του bid να είναι αρχικά εχθρική και στη συνέχεια να αλλάξει σε φιλική. Αυτό μπορεί να συμβεί πιθανόν διότι οι managers του target είτε κατάφεραν να αυξήσουν το premium λόγω της αντίστασης που προέβλεπαν στην προσφορά εξαγοράς (bid) είτε προστάτεψαν τη θέση τους μετά τη συγχώνευση, λαμβάνοντας μεγάλες αποζημιώσεις (τα λεγόμενα "golden parachutes") κλπ. Αντιθέτως, εάν τα κίνητρα εμπίπτουν στη δεύτερη κατηγορία, τότε η διάθεση είναι αποκλειστικά εχθρική σε όλη τη διάρκεια του bid και οι managers της εταιρίας – στόχου μπορεί να βλάψουν τα συμφέροντα των μετόχων τους.

---

<sup>117</sup> Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 6: 95-101.



2) Στρατηγικές άμυνας των εταιριών – στόχων

Οι μορφές άμυνας που θα αναπτύξουμε στη συνέχεια, αναπτύσσονται κυρίως στις Αγγλοσαξωνικές χώρες, ήτοι ΗΠΑ & Ην. Βασίλειο, καθώς σε αυτές χρησιμοποιείται σε μεγάλο βαθμό ο μηχανισμός της πειθαρχίας της αγοράς (disciplinary market control mechanism) μέσω των εχθρικών εξαγορών. Αυτές λοιπόν μπορούν να χωριστούν σε δύο επιμέρους κατηγορίες, σε αυτές που υιοθετούνται **προ της προσφοράς** και σε εκείνες που εφαρμόζονται **μετά την προσφορά**.

Κατά την περίοδο **προ της προσφοράς (pre-bid defenses)**, διακρίνονται οι εξής δύο υποκατηγορίες άμυνας:

Στρατηγική	Αποτέλεσμα
<b>A. Εσωτερικές άμυνες</b>	
1. Βελτίωση λειτουργικής αποτελεσματικότητας και μείωση κόστους	Αύξηση των <i>earnings per share (EPS)</i> και της αξίας της επιχείρησης.
2. Επιχειρηματική αναδιάρθρωση δραστηριοτήτων (πχ. <i>divestments</i> )	Αύξηση των <i>EPS</i> και της αξίας της επιχείρησης, πιο δύσκολο το <i>asset stripping</i> από τον <i>bidder</i> .
3. Αλλαγή της δομής ιδιοκτησίας και του καταστατικού της εταιρίας, αγορές ιδίων μετοχών, <i>poison pills</i> (αγορές ιδίων μετοχών σε έκπτωση - <i>flip-in pills</i> και αγορές μετοχών του <i>bidder</i> με έκπτωση - <i>flip-over pills</i> ).	Δύσκολο να αποκτήσει τον έλεγχο ο <i>bidder</i> και δύσκολο να πραγματοποιηθεί ένα <i>LBO</i> .
4. Αλλαγές στη δομή της διοίκησης (πχ. <i>Staggered boards</i> ) και καθορισμός αποζημιώσεων μελών ΔΣ ( <i>golden parachutes</i> ).	Αύξηση του χρόνου και του κόστους για τον <i>bidder</i> .
5. Πολιτική και δημόσιες σχέσεις (με συνδικαλιστικές ενώσεις, ταμεία εργαζομένων κλπ.)	Χρήσιμες συμμαχίες, <i>Employee Stock Ownership Plans (ESOPs)</i> .

<b>B. Εξωτερικές άμυνες</b>	
1. Καλές σχέσεις με μετόχους και επενδυτές (κυρίως θεσμικούς)	Εξασφάλιση υποστήριξης από τους βασικούς μετόχους.
2. Επικοινωνία και καλή πληροφόρηση αναλυτών	Μείωση κινδύνου υποτίμησης των μετοχών, αύξηση του κόστους εξαγοράς.
3. Καλή δημόσια εικόνα.	Εχθρικότητα της κοινής γνώμης απέναντι στον εισβολέα.
4. Συμμαχία με άλλες επιχειρήσεις (Joint ventures, αμοιβαίες μετοχικές συνεργασίες με άλλες επιχειρήσεις).	Εξαιρετικά δύσκολη έως αδύνατη η απόκτηση ελέγχου.
5. Έλεγχος για pre-bid stake building.	Έγκαιρη ενεργοποίηση των στρατηγικών άμυνας.

Πίνακας 1: Πηγή: Sudarsanam<sup>118</sup>(1991)

Οι ανωτέρω αυτές στρατηγικές άμυνας έχουν στόχο την αύξηση του κόστους εξαγοράς για τον bidder σε βαθμό που να είναι αρκετά δύσκολη έως απαγορευτική η απόκτηση του ελέγχου του target. Ορισμένες από αυτές, όπως τα poison pills, δεν επιτρέπονται σε χώρες της ΕΕ, ούτε και στο Ην. Βασίλειο, παρά μόνον στις ΗΠΑ, όπου γενικότερα οι διοικήσεις των targets είναι εξοπλισμένες με πολύ περισσότερες μορφές άμυνας από ότι στο Ην. Βασίλειο, πόσο μάλλον και σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ.

Οι συχνότερες μορφές άμυνας κατά την περίοδο **μετά την προσφορά (post-bid defenses)** είναι οι εξής:

<b>Μορφές άμυνας</b>	<b>Περιγραφή και Σκοπός</b>
1. Κείμενο απάντησης στην προσφορά (knocking copy).	Επίθεση στη λογική και στους όρους εξαγοράς.
2. Κείμενο μορφών άμυνας (defense document).	Αναφορά στην απόδοση και στις προοπτικές της εταιρίας target και επίθεση στην απόδοση και προοπτικές του bidder.

<sup>118</sup> Sudarsanam, S. (1991). *Defensive strategies of target firms in UK contested takeovers*, Managerial Finance, 17 (6): 47-56.

3. Προβλέψεις κερδών.	Προβλέψεις αυξημένων κερδών, ώστε να φαίνεται εξευτελιστική η προσφορά του bidder.
4. Υπόσχεση για αύξηση μελλοντικών μερισμάτων.	Αύξηση αποδόσεων μετόχων υπό την τωρινή διοίκηση και σύγκριση με τις αποδόσεις που υπόσχεται ο bidder.
5. Αναπροσαρμογή αξίας περιουσιακών στοιχείων (revaluation of assets).	Αναπροσαρμογές αξίας υλικών & άυλων παγίων στοιχείων, ώστε να φαίνεται ότι ο bidder υποτιμά τον target.
6. Εκστρατεία αναζήτησης συμμάχων (πχ. White knight & white squire <sup>119</sup> ).	Προσπάθεια προσέλκυσης και άυλων υποψηφίων bidders (ανταγωνιστών ή πελατών του bidder), ενεργοποίηση σχεδίων ESOPs (μετοχική ιδιοκτησία εργαζομένων).
7. Προσφυγή στις εποπτικές αρχές & στην Επιτροπή Ανταγωνισμού και Μονοπωλίων.	Προσπάθεια για απαγόρευση της συγχώνευσης από τις εποπτικές & ρυθμιστικές αρχές (αντιμονοπωλιακοί κανονισμοί).
8. Προσφυγή στα Δικαστήρια (litigation).	Προσπάθεια για απαγόρευση της συγχώνευσης από τις δικαστικές αρχές.
9. Εξαγορές άλλων εταιριών (acquisitions, MBOs) και αποσχίσεις θυγατρικών & κλάδων (divestments).	Μεγάλη και απρόβλεπτη αύξηση του κόστους του bidder, σύγχυση της στρατηγικής του bidder.
10. Συμμαχίες με συνδικαλιστικές ενώσεις και πολιτικούς.	Political lobbying εναντίον του bidder.
11. Συμμαχία με αγοραστές/προμηθευτές.	Προσπάθεια πειθούς των Αντιμονοπωλιακών αρχών ότι οι ελεύθερες σχέσεις με τους προμηθευτές και αγοραστές

<sup>119</sup> White knight: απλή απόκτηση κάποιου πακέτου μετοχών από έναν φιλικό bidder.

White squire: απόκτηση πλειοψηφικής συμμετοχής και πλήρους ελέγχου από το φιλικό bidder.

	θα πληγούν.
12. Επίθεση στον bidder σε περιφερειακά θέματα (red herring issues).	Πχ. Κατηγορίες κατά του bidder για θέματα διακρίσεων με βάση το φύλο, φυλή, ηλικία και μειονοτικά θέματα, οικολογικές ανησυχίες.
13. Αρνητική διαφήμιση του bid.	Μέσω Μ.Μ.Ε.

Πίνακας 2: Πηγή: Sudarsaman (1991).

### 3) Η επίπτωση των μορφών άμυνας

Έρευνες έχουν κατά καιρούς δείξει ότι τα κόστη άμυνας σε μια εχθρική προσφορά είναι πολύ υψηλά τόσο για τους μετόχους των targets όσο και για τους μετόχους των bidders. Εφόσον οι μορφές άμυνας έχουν σκοπό να αυξήσουν το bid premium και τους όρους εξαγοράς, λειτουργούν προς όφελος των targets, εάν όμως σκοπεύουν να ματαιώσουν τη συγχώνευση, όταν μάλιστα αυτή πρόκειται να δημιουργήσει αξία, τότε είναι βέβαιο ότι θα πλήξουν τα συμφέροντα των μετόχων των εταιριών τους.

Επιπλέον, έχει γίνει δεκτό ότι οι διάφορες μορφές άμυνας αυξάνουν την πιθανότητα αποτυχίας του bid. Συγκεκριμένα, μελέτες έδειξαν ότι σε δείγμα 238 bids για την περίοδο 1983 – 1989 η εφαρμογή των προαναφερόμενων μορφών άμυνας ήταν επιτυχής στο να ματαιωθεί η επικείμενη εξαγορά από τον αρχικό bidder κατά ποσοστό 62% (147) του δείγματος, ενώ μόνο το 47% (112) παρέμεινε ανεξάρτητο, καθώς το υπόλοιπο έπεσε στα χέρια ενός “white knight<sup>120</sup>”.

Από την άλλη ανάμεικτα είναι τα αποτελέσματα όσον αφορά στην επίπτωση που έχει η αντίσταση και οι διάφορες μορφές άμυνας πάνω στον πλούτο των μετόχων του target. Έτσι πρώιμες μελέτες στις ΗΠΑ έδειξαν ότι αυτές σχετίζονται με χαμηλότερες αποδόσεις των μετόχων της εταιρίας target<sup>121</sup>. Αντιθέτως, μεταγενέστερες μελέτες απέδειξαν το ακριβώς αντίθετο<sup>122</sup>.

Εν συνεχεία, είναι σαφές ότι η πιθανότητα επιτυχίας της προσφοράς εξαγοράς (probability of bid's success) σχετίζεται με την επίπτωση που έχουν οι διάφορες μορφές άμυνας πάνω στον

<sup>120</sup> Sudarsanam, S. (1994). *Defensive strategies of target firms in UK contested take-over bids: A survey*. City University Business School, Working Paper 94.

<sup>121</sup> Βλ. σχ. Dodd, P. (1980). *Merger proposals and stockholder wealth*. Journal of Financial Economics, 2: 105-138., De Angelo, H. and E.M. Rice (1983). *Antitakeover charter amendments and stockholder wealth*, Journal of Financial Economics, 11: 329-360. και Malatesta, P.H. and R.A. Walking (1988). *Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 20: 347-376.

<sup>122</sup> Βλ. σχ. Sudarsanam (1994)., Franks, J. and C. Mayer (1996). *Hostile takeovers and the correction of managerial failure*. Journal of Financial Economics, 40: 163-181. και Holl, P. and D. Kyriazis (1997a).

πλούτο των μετόχων. Αυτό σημαίνει ότι εάν η συγκεκριμένη μορφή άμυνας είναι ικανή να μπλοκάρει εντελώς την προσφορά εξαγοράς, τότε καταλήγει και στη μείωση των αποδόσεων των μετόχων του target.

Τέλος, είναι σημαντικό να μην παίρνονται αποφάσεις χωρίς την παρουσία των μετόχων, ιδιαίτερα για λόγους τόσο νομοθετικούς, όσο και σωστής πολιτικής εταιρικής διακυβέρνησης και ειδικά αποφάσεις που αφορούν σε έκδοση νέων χρεογράφων κατά την περίοδο του bid, άμυνες του τύπου poison pills, πώληση ή απόκτηση περιουσιακών στοιχείων κατά την περίοδο του bid, joint ventures με άλλες εταιρίες κατά την περίοδο του bid και αποζημιώσεις μελών του ΔΣ (golden parachutes).

### 3. Εξαγορές & Συγχωνεύσεις στην αγορά ενέργειας.

Προκειμένου να παρουσιάσουμε στη συνέχεια τη μελέτη περίπτωσης με την οποία θα ασχοληθούμε στην παρούσα εργασία, είναι πολύ σημαντικό να εξετάσουμε το θεσμικό πλαίσιο της ευρωπαϊκής αγοράς ενέργειας και πως αυτό έχει επηρεάσει τις εξαγορές και συγχωνεύσεις στην αγορά αυτή. Ίσως το σημαντικότερο βήμα προς την ενιαία νομοθέτηση των Σ&Ε στην ευρωπαϊκή αγορά είναι ο Κανονισμός (ΕΕ) 139/2004, τον οποίο και θα εξετάσουμε στη συνέχεια. Είναι γεγονός πάντως ότι κατά τις προηγούμενες δεκαετίες, οι εξαγορές & συγχωνεύσεις στην αγορά ενέργειας σημείωσαν σημαντική αύξηση, λόγω μιας σειράς παραγόντων που καθόρισαν την ευρωπαϊκή αγορά. Συγκεκριμένα, το 2006, τη χρονιά δηλαδή που έλαβε χώρα και το deal που θα εξετάσουμε στη συνέχεια, ήταν μια χρονιά ρεκόρ όσον αφορά τις εξαγορές & συγχωνεύσεις στον τομέα της ενέργειας στην ΕΕ<sup>123</sup>, για τους εξής λόγους:

- Απελευθέρωση (Liberalization)

Η απελευθέρωση αναφέρεται στην πρωτοβουλία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να δημιουργήσει μια ανταγωνιστική αγορά ενέργειας στην ΕΕ. Ήταν ο βασικός παράγοντας για τη δημιουργία deals στην Ευρώπη κατά το έτος 2006 και συμπεριλάμβανε μεταξύ άλλων το άνοιγμα των ενεργειακών αγορών των κρατών – μελών της ΕΕ, δίνοντας δηλαδή την ελευθερία στους καταναλωτές αερίου και ενέργειας να επιλέξουν ελεύθερα τους προμηθευτές τους μέσα από τις χώρες της ΕΕ, χωρίς να περιορίζονται από τα εθνικά τους σύνορα. Επιπλέον, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε να ασχοληθεί με τα διαρθρωτικά εμπόδια του ανταγωνισμού σε αυτή. Θεωρεί ότι η κάθετη ολοκλήρωση στις Σ&Ε επιχειρήσεων είναι αυτή που εμποδίζει τον ανταγωνισμό και προσπαθεί να την αντιμετωπίσει για πρώτη φορά.

Η απελευθέρωση (liberalization) εφαρμόστηκε στην ΕΕ με μια σειρά Οδηγιών (liberalization Directives), όπως η Οδηγία 2003/54/EC, που αφορά στους κοινούς κανόνες για την εσωτερική αγορά ενέργειας και η Οδηγία 2003/55/EC, που αφορά στην εσωτερική αγορά φυσικού αερίου, όπως είδαμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο (βλ. κεφ. 1). Επιπλέον, μέσω της απελευθέρωσης τέθηκαν οι βασικοί κανόνες και τα ελάχιστα στάνταρ λειτουργίας των τομέων αερίου και ενέργειας. Ο στόχος τότε ήταν σαφώς το ολοκληρωτικό άνοιγμα των αγορών μέχρι την 1 Ιουλίου 2007 και για να γίνει αυτό ήταν απαραίτητο να γίνει διαχωρισμός μεταξύ της

---

<sup>123</sup> Ward, A., Exley, P. and Philips, P. (2007). *European energy regulatory policy and its impact on M&A in the energy sector*, [[https://content.next.westlaw.com/3-280-7952?\\_lrTS=20201010145319317&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://content.next.westlaw.com/3-280-7952?_lrTS=20201010145319317&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true) ], ημ/νια πρόσβασης 20.5.2020.

λειτουργίας των συστημάτων δικτύου και της παραγωγής και της προμήθειας, μέσω μιας «λειτουργικής και νομοθετικής αποδέσμευσης» (“functional and legal unbundling”), μέσω δηλαδή ενός διαχωρισμού που απαιτεί τις λειτουργίες δικτύου να τελούν υπό διαφορετική ιδιοκτησία η κάθε μια.

Και ενώ αρκετές από τις χώρες – μέλη της ΕΕ έχουν ήδη προχωρήσει σε πλήρη απελευθέρωση των αγορών ενέργειάς τους, υπήρχαν ακόμη ορισμένες την εποχή εκείνη που περίμεναν μέχρι την τελευταία στιγμή για να το πράξουν. Ενώ για παράδειγμα οι αγορές του Ην. Βασιλείου και της Ισπανίας έχουν ήδη ανοίξει πλήρως από το 1998 και το 2003 αντίστοιχα, αγορές όπως της Γαλλίας και της Ιταλίας δεν είχαν ακόμη προχωρήσει σε ολοκλήρωση του ανοίγματος των αγορών τους και αυτό ήταν σαφές και από το γεγονός ότι οι καταναλωτές στις χώρες αυτές δεν είχαν ακόμη τη δυνατότητα να επιλέξουν τον πάροχο ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου της αρεσκείας τους. Η διαδικασία αυτή για τις δύο αυτές χώρες ολοκληρώθηκε τελικά όπως αναμενόταν και από τις ανωτέρω Οδηγίες τον Ιούλιο του 2007.

Το μαζικό αυτό άνοιγμα των αγορών σε όλες τις χώρες της ΕΕ είχε ως αποτέλεσμα όλες οι ευρωπαϊκές εταιρίες κοινής ωφέλειας να εκτεθούν σε άμεσο ανταγωνισμό η μια με την άλλη, τη στιγμή μάλιστα που μέχρι πρότινος απολάμβαναν μονοπωλιακή θέση στην αγορά ενέργειας και αερίου στη χώρα τους. Για το λόγο αυτό τη χρονιά εκείνη σημειώθηκε ραγδαία αύξηση στις Σ&Ε των εταιριών αυτών, τόσο για λόγους περαιτέρω επέκτασής τους όσο και για να διατηρήσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα και να μην είναι ευάλωτες σε takeovers.

- Προστατευτισμός και ενοποίηση (protectionism & consolidation)

Είναι γεγονός ότι η έλλειψη της αποτελεσματικής απελευθέρωσης των αγορών ενέργειας σε ορισμένες χώρες – μέλη της ΕΕ, ήταν κάτι που κινητοποίησε τις Σ&Ε. Την εποχή λοιπόν πριν την ολοκλήρωση του ανοίγματος της αγοράς ενέργειας τον Ιούλιο του 2007, χώρες όπως η Γαλλία, η Γερμανία και η Ισπανία προσπαθούσαν να συγχωνεύσουν τις εθνικές τους εταιρίες κοινής ωφέλειας (consolidation – ενοποίηση), μερικές από τις οποίες ανήκαν ακόμη εν μέρει στο Δημόσιο, με σκοπό να δημιουργήσουν εθνικούς κολοσσούς ενέργειας, ώστε να αντισταθούν στην είσοδο ξένων επενδυτών (προστατευτισμός – protectionism). Και ενώ η Γερμανία και η Ισπανία έχουν ανοίξει ολοκληρωτικά τις αγορές τους, η δομή των αγορών αυτών περιορίζει περαιτέρω είσοδο άλλων επενδυτών, ιδιαίτερα στον τομέα της παροχής ενέργειας<sup>124</sup>. Ο

---

<sup>124</sup> Ward, A., Exley, P. and Philips, P. (2007). *European energy regulatory policy and its impact on M&A in the energy sector*, [\[https://content.next.westlaw.com/3-280-](https://content.next.westlaw.com/3-280-)

προστατευτισμός (protectionism) ήταν εν μέρει και το κίνητρο για το deal μεταξύ GDF και Suez, που θα εξετάσουμε και πιο αναλυτικά στη συνέχεια.

- Ανησυχίες σχετικά με το θεσμικό πλαίσιο και τον ανταγωνισμό (regulatory and competition concerns)

Σημαντικός παράγοντας στην αύξηση των Σ&Ε στον τομέα της ενέργειας θεωρείται επίσης και η γενικότερη ανησυχία όσον αφορά στο θεσμικό πλαίσιο και τον ανταγωνισμό, σε συνδυασμό και με την ευρύτερη πολιτική της Επιτροπής για τον έλεγχο των συγχωνεύσεων. Επιπλέον, όταν μεταξύ δύο συγχωνευθεισών εταιριών υπάρχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, οι επιτροπές ανταγωνισμού επιτρέπουν «θεραπείες» αυτού μέσω εκποιήσεων εταιριών, προτού δώσουν την άδεια για το deal. Το ίδιο ακριβώς έγινε όπως θα δούμε και στη συνέχεια και στην περίπτωση της συγχώνευσης GDF/Suez, το 2006, όπου οι δύο αυτές εταιρίες – κολοσσοί δέχτηκαν να αποσπάσουν από το δυναμικό τους τις εταιρίες Distrigaz και SPE αντίστοιχα, ενώ επιπλέον η Suez δέχθηκε να παραιτηθεί από την βέλγικη εταιρία διαχείρισης δικτύου Fluxys, προκειμένου να πάρει την άδεια της Επιτροπής, την οποία και πήρε το Νοέμβριο του 2006.

Η Επιτροπή, όσον αφορά τις αγορές υπηρεσιών κοινής ωφέλειας γενικότερα, εφαρμόζει ευρύτερη πολιτική κατά την εκτίμηση των Σ&Ε σε αυτές τις αγορές και κατά την αναζήτηση «θεραπειών» για την υλοποίηση των deals. Δεν αποκλείονται βέβαια και περιπτώσεις όπου η Επιτροπή έχει απορρίψει deals που θεώρησε ότι θα υπονομεύσουν την ελευθερία των αγορών (βλ. την περίπτωση της πορτογαλικής εταιρίας EDP/ENI/GDP). Ένας σημαντικός παράγοντας που μπορεί να συμβάλει στην καθυστέρηση των deals είναι και η ανησυχία που εκφράζεται από τους κρατικούς φορείς. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η αντίδραση της ισπανικής Κυβέρνησης στις προσφορές των Gas Natural και της E.ON για την απόκτηση της Endsea, που οδήγησε τη χώρα σε αντιπαράθεση με την Επιτροπή, καθυστερώντας έτσι αρκετά την επίτευξη συμφωνίας, γεγονός που επέτρεψε σε δύο «τρίτους» επενδυτές, τις εταιρίες Enel και Acciona να εμποδίσουν τις Gas Natural και E.ON να αποκτήσουν τον πλήρη έλεγχο της Endsea.

- Υψηλές τιμές εμπορευμάτων (high commodity prices)

Οι υψηλές τιμές στα εμπορεύματα έχουν επίσης βοηθήσει στην ανάπτυξη των deals στην αγορά ενέργειας. Εφόσον πολλές ευρωπαϊκές εταιρίες κοινής ωφέλειας έχουν ενδιαφέροντα

---

[7952?\\_lrTS=20201010145319317&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](#) ], ημ/νια πρόσβασης 20.5.2020.



και στους upstream και στους downstream τομείς τις ενέργειας (αναλόγως σε ποιο σημείο της εφοδιαστικής αλυσίδας βρίσκονται), αυτό σημαίνει ότι επωφελήθηκαν από τις αυξήσεις στις χονδρικές τιμές ενέργειας. Με τον τρόπο αυτό οι ισολογισμοί και οι ταμειακές ροές τους γνώρισαν μεγάλη αύξηση, γεγονός που τους επέτρεψε να έχουν τη δυνατότητα να κάνουν περαιτέρω προσφορές (bids) για αύξηση του ενεργητικού τους. Οι εταιρίες κοινής ωφέλειας κάνουν πλέον τολμηρές προσφορές σε μετρητά (cash), χωρίς να ανησυχούν για τυχόν ζημιά στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής τους ικανότητας ή στην οικονομική τους δύναμη, όταν έρχονται αντιμέτωπες με αυξημένο ανταγωνισμό, κεφάλαια υποδομής πλούσια σε μετρητά (cash-rich infrastructure funds) ή από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αναζητούν σταθερές επιστροφές από τις επενδύσεις<sup>125</sup> τους.

### *3.1. Η εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΚ) 139/2004 σε συγκεντρώσεις στον τομέα της ενέργειας.*

Ο Κανονισμός (ΕΚ) 139/2004 αποτελεί «σταθμό» στο ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο των Σ&Ε, καθώς η θέσπισή του πραγματοποιήθηκε σε μια εποχή όπου η ανάγκη για ενιαία νομοθέτηση των Σ&Ε που πραγματοποιούνταν μεταξύ κρατών – μελών της ΕΕ, ήταν μεγάλη, δεδομένου και του ότι, μετά και το άνοιγμα των περισσότερων αγορών (μεταξύ αυτών και της αγοράς ενέργειας) ήδη από την περασμένη δεκαετία, την εποχή εκείνη διανύσαμε ένα από τα πιο κερδοφόρα κύματα Σ&Ε και σίγουρα το πιο κερδοφόρο που είχαμε συναντήσει μέχρι στιγμής.

Πριν την εφαρμογή του Κανονισμού 139/2004, ο Κανονισμός (ΕΟΚ) 4064/1989, που ίσχυε μέχρι τότε ήταν ο πρώτος που στην ουσία επέτρεψε την άσκηση κοινοτικής πολιτικής στον τομέα των Σ&Ε. Πριν την εφαρμογή του Κανονισμού αυτού (θεσπίστηκε στις 21 Δεκεμβρίου 1989 και τέθηκε σε ισχύ στις 21 Σεπτεμβρίου 1990), δεν υπήρχε κάποιο συστηματικό πλαίσιο για τον έλεγχο των Σ&Ε σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Ως τότε, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή βασιζόταν στα αντίστοιχα τότε άρθρα 101 και 102 της ΣΛΕΕ (τότε άρθρα 81 και 82 ΣυνθΕΚ). Πλέον όμως, με την ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς και την οικονομική και νομισματική Ένωση, σε συνδυασμό και με τη διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τη μείωση των διεθνών εμποδίων στο εμπόριο και τις επενδύσεις, τέθηκε αναγκαία η αναδιάρθρωση του εν λόγω νομοθετήματος

---

<sup>125</sup> Ward, A., Exley, P. and Philips, P. (2007). *European energy regulatory policy and its impact on M&A in the energy sector*, [[https://content.next.westlaw.com/3-280-7952?lrTS=20201010145319317&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://content.next.westlaw.com/3-280-7952?lrTS=20201010145319317&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true) ], ημ/νια πρόσβασης 20.5.2020.

και η θέσπιση μιας ειδικής νομικής πράξης, η οποία θα εξασφάλιζε τον αποτελεσματικό έλεγχο όλων των συγκεντρώσεων και η οποία θα είναι η μόνη που θα ισχύει για τις εν λόγω συγκεντρώσεις.

Ο νέος αυτός Κανονισμός εισήγαγε στην ευρωπαϊκή έννομη τάξη ορισμένες καινοτομίες, που δεν είχαν προβλεφθεί μέχρι τότε με τον προγενέστερο Κανονισμό (ΕΟΚ) 4064/1989. Η βασικότερη από αυτές είναι η πρόβλεψη αποκλειστικής εφαρμογής ενός συστήματος προληπτικού (a priori) ελέγχου στις συγκεντρώσεις των επιχειρήσεων με «κοινοτική διάσταση», αφήνοντας με τον τρόπο αυτό στην αρμοδιότητα των εθνικών αρχών και των αντίστοιχων εθνικών νομοθεσιών τις υπόλοιπες, μικρότερου μεγέθους, συγκεντρώσεις<sup>126</sup>. Η Επιτροπή, έχει επίσης τη δυνατότητα, κατόπιν παραπομπής σε αυτήν από ένα ή περισσότερα κράτη – μέλη, να εξετάσει και μια συγκέντρωση που δεν έχει κοινοτική διάσταση, εάν αυτή δύναται να επηρεάσει το εμπόριο μεταξύ κρατών – μελών ή απειλεί να επηρεάσει τον ανταγωνισμό στο έδαφος των κρατών – μελών που υποβάλλουν την αίτηση για παραπομπή, κατά το άρθρο 22 του Κανονισμού. Βάσει του νέου αυτού νομοθετικού πλαισίου, όλες οι υπό συγκέντρωση επιχειρήσεις, οφείλουν να κοινοποιούν την απόφασή τους στην Επιτροπή, η οποία θα εξετάσει το αίτημά τους κατά τα άρθρα 5 και 6 του Κανονισμού και στη συνέχεια θα λάβει απόφαση με την οποία είτε κηρύσσει τη συγκέντρωση συμβατή με την κοινή αγορά και επιτρέπει τη δημιουργία της, κατά το άρθρο 6, παρ. 2, είτε και να την αναστείλει, εάν κρίνει ότι θα πρέπει να εφαρμοστούν διορθωτικά μέτρα (remedies) και να πληρωθούν κάποια κριτήρια πριν επιτρέψει την πραγματοποίησή της.

Ήδη μετά την εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΕ) 139/2004, πολλές από τις Σ&Ε στον τομέα της ενέργειας έχουν εξεταστεί από την Επιτροπή για την ύπαρξη πιθανών ανεπιθύμητων αποτελεσμάτων σε θέματα ανταγωνισμού<sup>127</sup> και σε όλες τους τις αξιολογήσεις μέχρι στιγμής, προκύπτουν ορισμένα κοινά σημεία: μια κοινή ανησυχία για οριζόντιες επιδράσεις, ακόμη και σε υποθέσεις που αφορούσαν μικρούς ανταγωνιστές σε κατεστημένους προμηθευτές, ή ακόμη και εκεί όπου το συνολικό μερίδιο αγοράς μεταξύ των δύο μερών ήταν αρκετά χαμηλό, η προθυμία στη συνέχεια να εξετάσουν (και να διορθώσουν) μη οριζόντιες επιδράσεις, όπως την απαγόρευση εισόδου στην αγορά και μερικές ακόμη κάθετες θεωρίες ζημίας, σχετικές με τον τομέα της ενέργειας και τέλος η συνεχής εξάρτησή σε δομικά διορθωτικά μέτρα (structural

---

<sup>126</sup> Δεν αποκλείεται, ωστόσο, μια συγκέντρωση με κοινοτική διάσταση να ελεγχθεί από Εθνική Αρχή Ανταγωνισμού, κατόπιν παραπομπής της από την Επιτροπή, σύμφωνα με το άρθρ. 4, παρ. 4 και 9 παρ. 2 του Κανονισμού.

<sup>127</sup> Federico, G. "The economic analysis of energy mergers in Europe and in Spain", *Journal of Competition Law & Economics*, 7(3), 603-629.

remedies), όπως για παράδειγμα η εκποίηση περιουσιακών στοιχείων παραγωγής και ο διαχωρισμός των στοιχείων δικτύου.

Οι Σ&Ε στον τομέα της ενέργειας έφεραν στο προσκήνιο ποικίλα ζητήματα ανταγωνισμού. Τα ζητήματα αυτά αντανakλούν συχνά τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των τομέων της ενέργειας και του αερίου και τυχόν συμπληρωματικά χαρακτηριστικά που συνδέουν τις δύο αυτές αγορές. Για παράδειγμα, τόσο η αγορά αερίου όσο και της ενέργειας έχουν μια κάθετη δομή, όπου οι ανταγωνιστικές δραστηριότητες (όπως η παραγωγή και προμήθεια ενέργειας) συνυπάρχουν με μονοπωλιακές – και συνήθως ρυθμιζόμενες – δραστηριότητες (όπως η μετάδοση και η διανομή). Το γεγονός ότι η παραγωγή αερίου αποτελεί στις μέρες μας έναν σημαντικότερο παράγοντα αναφορικά με την παραγωγή ενέργειας σε πολλές αγορές της Ευρώπης κατά την τελευταία δεκαετία, γεγονός που έχει φέρει τις δύο αυτές αγορές σε μια συνεχή αλληλεπίδραση μεταξύ τους, έχει δημιουργήσει την άνοδο καλά εδραιωμένων μη οριζόντιων δομών. Αυτές οι μη οριζόντιες δομές συχνά συνυπάρχουν και με περισσότερες σταθερές οριζόντιες δομές που μπορεί να προκύψουν από μια συγχώνευση μεταξύ άμεσων ανταγωνιστών και την επικείμενη απώλεια του ανταγωνισμού σε κάθε τμήμα της αλυσίδας αξίας της ενέργειας. Αυτές οι μονομερείς οριζόντιες δομές επικρατούν σε μεγάλο βαθμό στον τομέα παραγωγής ενέργειας, δεδομένων των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της συγκεκριμένης αγοράς (για παράδειγμα η ανελαστική και ασταθής ζήτηση και η συνύπαρξη ποικίλων τεχνολογιών παραγωγής με διαφορετικά οριακά κόστη). Τα χαρακτηριστικά αυτά έχουν ως αποτέλεσμα ότι οι συναλλαγές που περιλαμβάνουν εργοστάσια παραγωγής με υψηλό κόστος μπορεί να οδηγήσουν στην απόφαση να παρακρατηθεί η κυκλοφορία προϊόντος, έτσι ώστε να αυξηθούν οι τιμές. Οριζόντιες δομές είναι επίσης πιθανό να συναντήσει κανείς και στη λιανική πώληση ηλεκτρισμού και αερίου, η οποία στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες ελέγχεται ακόμη σε μεγάλο βαθμό από ήδη κατεστημένες εταιρίες (incumbent firms), ώστε ακόμη και μικρές απώλειες του ανταγωνισμού προκαλούσαν ανησυχία στις επιτροπές ανταγωνισμού. Αυτές οι οριζόντιες δομές στο επίπεδο της λιανικής πώλησης έχουν σε ορισμένες περιπτώσεις προκύψει και από συμπληρωματικά (complementaries) μεταξύ της παροχής ενέργειας και αερίου, γεγονός που υπονοεί ότι σε μια τοπική αγορά, ο κατεστημένος πάροχος αερίου είναι ο πιο αξιόπιστος αντίπαλος του κατεστημένου παρόχου ενέργειας και το αντίθετο.

Ήδη από την εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΕ) 139/2004, η Επιτροπή έχει εξετάσει πολλές από τις σημαντικότερες συμφωνίες για Σ&Ε στην αγορά ενέργειας μεταξύ εθνικών ευρωπαϊκών αγορών (όπως η Πορτογαλία, η Ουγγαρία, το Βέλγιο, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Γερμανία).

Μάλιστα, η πρώτη περίπτωση που εξετάστηκε (EDP/ENI/GDP<sup>128</sup>) ήταν και η μόνη που απαγορεύτηκε στα τέλη του 2004 (η απόφαση ελήφθη το 2005 από το Ευρωπαϊκό Πρωτοδικείο). Οι υπόλοιπες μεγάλες συμφωνίες που πραγματοποιήθηκαν (ενδεικτικά E.ON/MOL, DONG/Elsam/E2, GDF/Suez, EDF/British Energy, RWE/Essent, Vattenfall/Nuon, EDF/Segebel) εγκρίθηκαν όλες μετά από ενδελεχή έρευνα της Επιτροπής (Φάσης I ή II αντίστοιχα), κατόπιν της οποίας υποχρεώθηκαν σε διορθωτικά μέτρα (remedies). Περισσότερες πληροφορίες για τα διορθωτικά μέτρα θα παραθέσουμε και στη συνέχεια στη μελέτη περίπτωσης που θα εξετάσουμε με την παρούσα εργασία (βλ. υπό κεφ. 4).

Στον Πίνακα που ακολουθεί, μπορούμε να διακρίνουμε μερικά από τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά οκτώ από τις σημαντικότερες συμφωνίες Σ&Ε στην αγορά ενέργειας κατά την περίοδο 2004 – 2009:

European energy merger review 2004 - 2009

Case (Year)	Description and alleged Merger Effects	Remedies
EDP/ENI/GDP (2004 – 2005)	Acquisition of Portuguese gas incumbent GDP by EDP and ENI; loss of potential competition in gas and electricity markets, and vertical effects due to gas-electricity integration	Prohibited by the Commission (and later confirmed by CFI); remedy offer included vertical unbundling in gas, a gas release program and a lease of generation capacity
E.ON/MOL (2005)	Acquisition by E.ON of Hungarian gas incumbent; main effects relate to potential for vertical foreclosure	Remedies include ownership unbundling of gas transportation and storage, and a gas release program (up to 14% of demand)
DONG/ELSAM/E2 (2006)	Merger in the Danish energy market; main effects are non-horizontal, even though some horizontal effects also identified	Remedies include ownership unbundling of gas storage and gas release (10% of demand)
GDF/Suez (2006)	Acquisition by GDF of the energy incumbent in Belgium; raised significant horizontal and non-horizontal effects	Commitments include sale of the largest wholesale gas firm in Belgium (Distrigaz), the sale of 50% stake in main generation and retail

<sup>128</sup> Commission Decision of 9 December 2004 Declaring a Concentration Incompatible with the Common Market Pursuant to Article 8(3) of the Council Regulation (EEC) No 4064/89 (Merger Regulation (ECMR)) (Case No COMP/M.3440 – EDP/ENI/GDP), 2005 O.J. (L 302) 69.

		competitor (SPE), and reduction of control in gas infrastructure
EDF/British Energy (2008)	Acquisition by EDF of nuclear assets and industrial customer portfolio in UK; main effects are horizontal effects in generation, vertical effects due to loss of merchant output, and lack of access to nuclear sites	Divestment of two price-setting plants (accounting for more than 50% of EDF's capacity pre-merger), electricity release for four years (2012-2015), and a sale of a nuclear site
RWE/Essent (2009)	Merger between German incumbent with one of the main electricity firms in Holland, with retail and generation activities also in Germany; main issue is horizontal overlap in the German gas and electricity market	Divestment of Essent's stake in German competitor
Vattenfall/Nuon (2009)	Merger between German incumbent with one of main electricity firms in Holland, with retail gas activities also in Germany; main issue is horizontal overlap in Germany	Divestment of Nuon's German subsidiary
EDF/Segebel (2009)	Purchase by EDF of 51% stake in second largest energy firm in Belgium; main issue is loss of EDF as potential new entrant	Sale of one of EDF's new CCGT project, and commitment to go ahead with another project or divest it as well

Πίνακας 3: Πηγή: Federico, G. *"The economic analysis of energy mergers in Europe and in Spain"*, Journal of Competition Law & Economics, 7(3), 603-629.

Συμπερασματικά, μετά και από Έκθεση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το 2009, σχετικά με τη λειτουργία του Κανονισμού (ΕΕ) 139/2004<sup>129</sup>: «Η Επιτροπή συμπεραίνει ότι συνολικά, τα δικαιοδοτικά όρια και οι διορθωτικοί μηχανισμοί που προβλέπονται στον κανονισμό για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων παρέχουν το κατάλληλο νομικό πλαίσιο για την κατανομή υποθέσεων μεταξύ κοινοτικού επιπέδου και κρατών μελών. Το πλαίσιο αυτό υπήρξε

<sup>129</sup> Communication from the Commission to the Council - Report on the functioning of Regulation No 139/2004 /\* COM/2009/0281 final \*/ [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52009DC0281 , ημ/νια πρόσβασης 16.9.2020].

αποτελεσματικό στις περισσότερες περιπτώσεις, όσον αφορά τη διάκριση υποθέσεων με κοινοτική διάσταση από εκείνες κυρίως εθνικού χαρακτήρα, με βάση τον στόχο της «μονοαπευθυντικότητας» και την αρχή της «πλέον κατάλληλης αρμόδιας αρχής». Παρά την επιτυχία του, υπάρχει περιθώριο βελτιώσεων του τρέχοντος συστήματος κατανομής υποθέσεων από διάφορες απόψεις, όπως αναφέρεται στην παρούσα έκθεση». Με άλλα λόγια, παρά την σημαντική αναδιάρθρωση του ευρωπαϊκού νομοθετικού πλαισίου για Σ&Ε στην ΕΕ, με την κατά ουσιαστικό τρόπο <sup>130</sup> τροποποίηση του προγενέστερου (ΕΟΚ) 4064/1989, υπήρχαν ακόμη μερικά ζητήματα που έπρεπε να εξεταστούν περαιτέρω, όπως για παράδειγμα όσον αφορά το γενικότερο χρονοδιάγραμμα και τις δυσκαμψίες της διαδικασίας παραπομπής του άρθρου 4. Βέβαια, οφείλουμε να αναφέρουμε ότι οι μηχανισμοί παραπομπής μετά την κοινοποίηση που προβλέπονται στα άρθρα 9 και 22 του Κανονισμού αποδείχθηκε ότι συνεχίζουν να αποτελούν χρήσιμα διορθωτικά μέσα ακόμη και μετά την εισαγωγή των μηχανισμών παραπομπής προ της κοινοποίησης.

### 3.2. Η συνεχής επιρροή της κανονιστικής πολιτικής.

Η ευρωπαϊκή κανονιστική πολιτική εξακολουθεί ακόμα να παίζει κρίσιμο ρόλο στις Σ&Ε στον τομέα της ενέργειας. Και παρόλο που το νομοθετικό πλαίσιο έχει ήδη τεθεί μέσω των Οδηγιών της απελευθέρωσης της αγοράς, υπάρχουν και ορισμένες άλλες ενέργειες, προκειμένου να οδηγηθεί η αγορά στην πλήρη απελευθέρωση της αγοράς ενέργειας, οι οποίες βέβαια έχουν ήδη σε μεγάλο βαθμό εφαρμοσθεί και οι οποίες έχουν ως εξής:

- Στοχευμένη ενίσχυση του ανταγωνισμού
- Συνεχής εφαρμογή της κανονιστικής πολιτικής μέσω του ελέγχου των συγχωνεύσεων.
- Περαιτέρω ευρωπαϊκή νομοθεσία.

Η συνεχής ευρωπαϊκή πολιτική ατζέντα έφερε περισσότερες ευκαιρίες για Σ&Ε στον ενεργειακό τομέα, καθώς πολλές εταιρίες κοινής ωφέλειας αναγκάζονται να αποδεσμεύσουν τις δικτυακές τους δραστηριότητες από την παραγωγή και την προμήθεια. Από την άλλη πλευρά όσο ο τομέας της ευρωπαϊκής ενέργειας γίνεται ολοένα και πιο συγκεντρωτικός, η νομοθεσία και τα κανονιστικά ζητήματα θα έχουν μεγάλο αντίκτυπο στην επίτευξη deals, πράγμα που σημαίνει ότι θα καθορίσουν τη μορφή των deals που θα μπορούν να πραγματοποιούνται. Τον μεγάλο αντίκτυπο της κανονιστικής πολιτικής της

---

<sup>130</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 139/2004, υπό παρ. (1).

Επιτροπής, μπορούμε εύκολα να τον διαπιστώσουμε από την έρευνα της Επιτροπής στον τομέα της ενέργειας, τις προτάσεις της Επιτροπής για αποδέσμευση (unbundling) των ιδιοκτησιών, και την πιθανή μελλοντική χρήση των εξουσιών συγχώνευσης και ανταγωνισμού της Επιτροπής.

α) Έρευνα του ενεργειακού τομέα (energy sector inquiry)

Το 2007, η Επίτροπος Ανταγωνισμού, Neelie Kroes, παρουσίασε τα αποτελέσματα της έρευνας στον ενεργειακό τομέα<sup>131</sup>, που πραγματοποιήθηκε από την Επιτροπή. Τα αποτελέσματα τότε έδειξαν ότι οι ευρωπαϊκές αγορές ενέργειας δεν λειτουργούσαν σωστά, παρά τις προσπάθειες απελευθέρωσης που έγιναν από την Επιτροπή. Παρόμοια προβλήματα συμπεριλαμβάνουν: υψηλά επίπεδα συγκεντρωτισμού της αγοράς, κάθετη ολοκλήρωση στην προμήθεια (supply), την παραγωγή (generation) και την υποδομή (infrastructure), που οδηγεί σε έλλειψη ίσης πρόσβασης στις υποδομές και ανεπάρκεια στις επενδύσεις και τέλος, πιθανότητα συμπαιγνιών μεταξύ των υφισταμένων φορέων εκμετάλλευσης και των αγορών μετοχών.

Και παρόλο που η Επιτροπή εξέφρασε την πρόθεσή της να απευθύνει ορισμένα από αυτά τα θέματα, χρησιμοποιώντας την ανταγωνιστική της δύναμη, δήλωσε επίσης ότι θα προχωρήσει σε δράσεις που θα βελτιώσουν το θεσμικό της πλαίσιο στο θέμα της απελευθέρωσης της ενέργειας, μέσα από πρωτοβουλίες που αφορούν κυρίως:

- Αποδέσμευση (unbundling)
- Αφαίρεση νομοθετικών κενών (regulatory gaps)
- Συγκέντρωση της αγοράς (market concentration)

Κατά την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων της έρευνας, η Kroes είπε ότι η Επιτροπή «χρειαζόταν να εφαρμόσει μέτρα επιβολής του ανταγωνισμού, μέσω της βελτίωσης του νομοθετικού πλαισίου με ιδιαίτερη επικέντρωση στο ανεπαρκές επίπεδο της αποδέσμευσης των δικτύων (network unbundling)». Η αναφορά της δημοσιεύθηκε μαζί με μια λεπτομερή περίληψη ανά χώρα των νομοθετικών και κανονιστικών μέτρων που έχουν ληφθεί από αυτές σε συνδυασμό με το άνοιγμα της αγοράς. Η περίληψη αυτή ανέφερε

---

<sup>131</sup> βλ. Neelie Kroes, 2007: *More competitive energy markets: building on the findings of the sector inquiry to shape the right policy solutions*, [[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH\\_07\\_547](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_07_547)], ημ/νια πρόσβασης 10.4.2020].

μεταξύ άλλων ότι παρά τα όσα μέτρα ελήφθησαν για την απελευθέρωση της ευρωπαϊκής αγοράς ενέργειας, εξακολουθούσαν να υπάρχουν εμπόδια στον ανταγωνισμό. Συγκεκριμένα, οι διατάξεις της Επιτροπής περί διαχωρισμού δεν κατόρθωσαν να εξασφαλίσουν ίση πρόσβαση στα ενεργειακά δίκτυα για όλους τους προμηθευτές. Ένα ακόμη σημαντικό πρόβλημα αποτέλεσε και η αποτυχία ορισμένων κρατών – μελών να ενσωματώσουν τις ανωτέρω Οδηγίες στο εθνικό τους δίκαιο.

#### β) Αποδέσμευση Ιδιοκτησίας (Ownership Unbundling)

Στην αναφορά της η Επιτροπή αναγνώρισε συγκεκριμένα σημεία όπου θα έπρεπε να γίνει πολλή δουλειά ώστε να επιτευχθεί μια πλήρως απελευθερωμένη ευρωπαϊκή αγορά ενέργειας. Και η αρχή θα έπρεπε να γίνει από τη συνεχή κάθετη ολοκλήρωση των εταιριών κοινής ωφέλειας. Προκειμένου να αντιμετωπίσει αυτό το θέμα, η Επιτροπή πρότεινε περαιτέρω μέτρα αποδέσμευσης με δύο βασικές προτάσεις της: πρώτον, πλήρες λειτουργικό σύστημα διαδικασίας αποδέσμευσης (ownership unbundled transmission system operator), δηλαδή διαχωρισμός της ιδιοκτησίας του διαχειριστή συστήματος μεταφοράς από τις εταιρίες παραγωγής και προμήθειας και δεύτερον, διαχωρισμένους χειριστές συστημάτων, χωρίς αποδέσμευση ιδιοκτησίας. Αυτό σημαίνει διαχωρισμό του χειρισμού συστημάτων από τα περιουσιακά στοιχεία (assets), επιτρέποντας όμως παράλληλα στα στοιχεία του ενεργητικού παράδοσης (transmission assets) να παραμένουν εντός της ομάδας της κάθετης ολοκλήρωσης (η επιλογή αυτή είναι γνωστή και ως Independent System Operator (ISO) option).

Οι προτάσεις αυτές συζητήθηκαν από τους αρμόδιους υπουργούς ενέργειας της ΕΕ, οι οποίοι ενώ συμφώνησαν στην αρχή του «αποτελεσματικού διαχωρισμού των δραστηριοτήτων παραγωγής και προμήθειας από τους διαχειριστές δικτύου (unbundling), βασιζόμενοι σε ανεξάρτητους και επαρκώς ρυθμιζόμενους χειριστές συστημάτων», εξακολουθούσε παρόλα ταύτα να υπάρχει διχασμός μεταξύ τους για τον τρόπο που θα επιτυγχανόταν κάτι τέτοιο, με χώρες όπως η Γαλλία και η Γερμανία να είναι στην ουσία αντίθετες με τον αναγκαστικό διαχωρισμό των κάθετα ολοκληρωμένων εταιριών, μέσα από την αποδέσμευση των ιδιοκτησιών (ownership unbundling). Παρόλα αυτά ο στόχος της Επιτροπής για την απελευθέρωση της αγοράς ενέργειας παρέμεινε σταθερός και όποια και να ήταν η τελική θέση της, είναι γεγονός ότι πραγματοποιήθηκαν πολλές Σ&Ε στον τομέα



της ενέργειας την εποχή εκείνη, ως αποτέλεσμα της προσπάθειας των εταιριών κοινής ωφέλειας να ανταπεξέλθουν στο νέο θεσμικό περιβάλλον.

#### γ) Έλεγχος των συγχωνεύσεων και ανταγωνισμός

Είναι πολύ πιθανό επίσης η Επιτροπή να συνεχίσει να επιβάλλει τον έλεγχό της στις εξαγορές και, όπου αυτό είναι δυνατό, τις εξουσίες της στα θέματα του ανταγωνισμού, ώστε να συνεχίσει τη διεκδίκηση μιας πιο απελευθερωτικής ατζέντας. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η συγκέντρωση της αγοράς (market concentration) είναι ύψιστης σημασίας και για το λόγο αυτό η Επιτροπή εξέταζε πολύ προσεκτικά όλες τις μελλοντικές συγχωνεύσεις για να βεβαιωθεί ότι τίποτα δεν θα πήγαινε στραβά. Κάτι τέτοιο βέβαια θα μπορούσε τόσο να αυξήσει όσο και να εμποδίσει τις μελλοντικές Σ&Ε.

Εν συνεχεία, η ενοποίηση των εταιριών κοινής ωφέλειας είναι πολύ πιθανό να παράγει περισσότερες ευκαιρίες για Σ&Ε, με την Επιτροπή από τη μια και τις εθνικές αρχές ανταγωνισμού από την άλλη να ζητούν από τις υπό συγχώνευση εταιρίες κοινής ωφέλειας να διαφοροποιήσουν ορισμένα περιουσιακά τους στοιχεία, ώστε να απευθύνουν τις ανταγωνιστικές τους ανησυχίες και να επεκτείνουν έτσι την θεσμική πολιτική ατζέντα της Επιτροπής. Δεν αποκλείεται μάλιστα κάποιες από τις εταιρίες κοινής ωφέλειας να ξεφορτωθούν ορισμένα περιουσιακά τους στοιχεία προληπτικά, ώστε να αφαιρέσουν τυχόν ανησυχίες ή να διατηρήσουν την πιστοληπτική τους ικανότητα. Μάλιστα, η Επιτροπή έχει προσπαθήσει να επεκτείνει τη δικαιοδοσία της και σε εγχώριες συναλλαγές, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση Gas Natural/Endsea, η οποία όμως εξετάστηκε από Ισπανούς ελεγκτές, καθώς περισσότερα από τα δύο τρίτα του κύκλου εργασιών της κάθε εταιρίας πραγματοποιήθηκαν στην Ισπανία.

Τέλος, είναι πολύ πιθανό ότι όσο περνά ο καιρός, τόσο πιο δύσκολη θα είναι η απόκτηση άδειας για Σ&Ε από τις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας. Όσο περισσότερες από αυτές τις εταιρίες συγχωνεύονται μεταξύ τους, τόσο περισσότερο δύσκολο είναι να βρεθεί κάποιο deal που να μην παρουσιάζει θέματα ανταγωνισμού ή να μην αυξάνει τις κανονιστικές ανησυχίες της Επιτροπής. Παρόλα αυτά όμως ακόμη και αν τα ανωτέρω έχουν όντως σημαντική επιρροή, η συνεχής επιθυμία των υποδομών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για θεσμοθετημένα περιουσιακά στοιχεία που να παράγουν σταθερές αποδόσεις, μας αποδεικνύει ότι η δραστηριότητα των Σ&Ε θα συνεχίζει να γνωρίζει άνοδο,

με τέτοιου είδους επιχειρήσεις να αποκτούν ευκαιρίες που οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας είναι πιο απρόθυμες να αποκτήσουν εξαιτίας των πιθανών ανησυχιών του ανταγωνισμού. Μάλιστα, υπάρχουν πολλές περιπτώσεις όπου ανακοινώνονται τέτοια deals, με στόχο να γίνονται περισσότερες προσφορές (bids) στο ίδιο target.

### *3.3. Το μέλλον των Σ&Ε στον τομέα της ενέργειας*

Όπως η ιστορία μας έδειξε, την περασμένη δεκαετία, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον τομέα της ενέργειας γνώρισαν τη μεγαλύτερη άνοδο που είχαν ποτέ. Λαμβάνοντας υπόψιν και τη συνεχή προσηλωση της Επιτροπής, είναι πολύ πιθανό οι δραστηριότητες των Σ&Ε στον ενεργειακό τομέα να συνεχίσουν σε μεγάλο βαθμό, επηρεασμένες ωστόσο ιδιαίτερα από την κανονιστική πολιτική της ΕΕ. Αυτός μάλιστα ήταν και ο καταλυτικός παράγοντας που από το έτος 2007 και έπειτα σημειώθηκε στροφή από τα mega deals του 2006, σε μικρότερα deals, που μεταξύ άλλων περιλάμβαναν τα εξής, μιας και που οι εταιρίες παροχής ενέργειας αναζητούσαν την απόκτηση «θεσμικής άδειας (regulatory clearance)»:

- Πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων (asset sales).
- Δημοπρασίες φυσικής ικανότητας (physical capacity auctions).
- Δημοπρασίες εικονικής ικανότητας (virtual capacity auctions).
- Περιουσιακά στοιχεία επί των συμβάσεων συναλλαγής (asset on contract swaps).

Οποιαδήποτε από τις δράσεις ληφθεί η οποία θα απευθύνει τις ανησυχίες της Επιτροπής γύρω από την κάθετη ολοκλήρωση, είναι πιθανό να δημιουργήσει νέες ευκαιρίες και να επιταχύνει τη διαδικασία. Είναι επίσης πιθανό να αποβεί πιο δύσκολο να αποκτήσει κάποιος «θεσμική άδεια (regulatory clearance)» και ίσως και για το λόγο αυτό όλο και περισσότερα deals στον τομέα των utilities δεν καταφέρνουν να ολοκληρωθούν. Παρόλα αυτά, υπάρχουν αρκετοί μη βιομηχανικοί «παίκτες» που επιθυμούν να αποκτήσουν assets σε εταιρίες κοινής ωφέλειας και οι οποίοι είναι πιθανό να εμφανίζονται όπου παρουσιάζονται τέτοιες ευκαιρίες (όπως συνέβη και στην περίπτωση της Endsea που είδαμε προηγουμένως).

Τέλος, παρόλη τη θεσμική αβεβαιότητα που επικρατεί γενικότερα στην αγορά ενέργειας, οι διεθνείς τραπεζικές αγορές αναζητούν ακόμα τρόπο να παράσχουν χρηματοδότηση για την πραγματοποίηση προσφορών (bids) σε περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων ενέργειας. Οι τράπεζες και τα funds συνεχίζουν τις τολμηρές κινήσεις δανεισμού στον τομέα της ενέργειας (για παράδειγμα το κοινοπρακτικό δάνειο μεταξύ των εταιριών E.ON/Endsea το 2006 ήταν το μεγαλύτερο δάνειο που είχε ληφθεί μέχρι τότε) και δεν υπάρχει κανένα σημάδι που να μας αποδεικνύει ότι δεν θα διατηρήσουν και στα επόμενα έτη τον ίδιο «ενθουσιασμό».

Εν συμπεράσματι, ο έλεγχος που πραγματοποιήθηκε από την Επιτροπή στα μεγαλύτερα deals στην αγορά ενέργειας κατά τα προηγούμενα χρόνια, μας δείχνει ότι οι συναλλαγές στην αγορά ηλεκτρικής ενέργειας και αερίου, φέρνουν στο φως μεγάλα ζητήματα ανταγωνισμού. Η Επιτροπή έχει δείξει ότι υιοθετεί πολύ αυστηρή προσέγγιση κατά την εκτίμηση των ζητημάτων αυτών και εξετάσει πολύ προσεκτικά τα διορθωτικά μέτρα (remedies) που επιβάλλει, υπό το φως μάλιστα και της απορρύθμισης που χαρακτηρίζει τις περισσότερες εθνικές αγορές που επηρεάζονται από τις συμφωνίες, καθώς και ορισμένων χαρακτηριστικών των αγορών ενέργειας που μπορεί να οξύνουν την αγοραστική δύναμη και τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων. Η Επιτροπή έχει επίσης αναγνωρίσει μια ποικιλία από μη – οριζόντιες θεωρίες ζημίας στις ενεργειακές αγορές, παρά το γεγονός ότι αυτές είναι σαφώς δυσκολότερες να εκτιμηθούν και να στηριχθούν από ότι οι οριζόντιες δομές. Τέλος, προκειμένου να αντιμετωπισθούν αυτές οι μη – οριζόντιες συνέπειες, η Επιτροπή έχει επανειλημμένως ζητήσει την εφαρμογή διορθωτικών μετρων (remedies), κάτι που θα διαπιστώσουμε και εν συνεχεία με τη μελέτη περίπτωσης που θα εξετάσουμε.

#### 4. Μελέτη περίπτωσης: Η υπόθεση GDF/Suez (vuv Engie).

Το Φεβρουάριο του 2006, σε μια περίοδο όπου οι Σ&Ε στον τομέα της ενέργειας γνώριζαν σημαντική άνοδο, η γαλλική εταιρία – κολοσσός στην αγορά ενέργειας και φυσικού αερίου της Γαλλίας, η **Gaz de France (GDF)**, ξεκίνησε τις διαδικασίες για την ενοποίηση, μέσω φιλικής συγχώνευσης (friendly merger), με έναν ακόμη γαλλικό «κολοσσό» της αγοράς ενέργειας, τη **Suez**, που κόστισε το ποσό ρεκόρ των € 100 δις. Το γεγονός ότι οι δύο αυτές εταιρίες κατείχαν σχεδόν μονοπωλιακή θέση στην αγορά ενέργειας και αερίου στη Γαλλία, αλλά και σε άλλες χώρες, όπως το Βέλγιο, αλλά και πολιτικοί παράγοντες, όπως η άρνηση του πρώην Προέδρου Νικολά Σαρκοζί να εγκρίνει το deal, φοβούμενος τη δημιουργία ενός ανεξέλεγκτου ιδιωτικού «κολοσσού», αλλά και αντιδράσεις από έταίρους υποψηφίους, όπως η ιταλική Enel, που είχε ήδη υποβάλλει προσφορά για τη Suez, κατέστησε τη διαδικασία συγχώνευσής αρκετά μακρόχρονη, καταλήγοντας στην υπογραφή του τελικού deal τουλάχιστον δύο χρόνια μετά και συγκεκριμένα στις 22 Ιουλίου 2008.

##### *4.1. Σύντομη ιστορική αναδρομή των δύο εταιριών*

Η **Gaz de France (GDF)**, ιδρύθηκε μαζί με την «αδελφή» εταιρία της, *Électricité de France (EDF)* το 1946, με το γαλλικό νόμο υπ' αριθ. 46-628/8.4.1946, για την εθνικοποίηση (nationalization) του ηλεκτρισμού και του αερίου σε μορφή εταιριών EPIC (*Energy Conservation Program Guide for Industry and Commerce*<sup>132</sup>). Στις 9 Αυγούστου 2004 η Εταιρία μετατράπηκε σε ΕΠΕ με το νόμο 2004-803 για τις δημόσιες υπηρεσίες ηλεκτρισμού και αερίου, ενώ στις 7 Ιουλίου 2005 η Εταιρία δημοσίευσε τις μετοχές της στο χρηματιστήριο. Από την επόμενη κιόλας ημέρα ξεκίνησε η ανταλλαγή των μετοχών της στη Eurolist από την Euronext Paris. Σύμφωνα με τον ανωτέρω νόμο, το Κράτος θα έπρεπε να κατέχει τουλάχιστον το 70% του κεφαλαίου της Gaz de France, και έτσι, συναρμονιζόμενη με το νόμο αυτό, το Κράτος κατείχε στο τέλος το 80,2% αυτού του κεφαλαίου. Την 1 Σεπτεμβρίου 2005 η Εταιρία εισήλθε στο CAC 40 index<sup>133</sup> και στις 19 του ίδιου μηνός στον Dow Jones Stoxx 600 index<sup>134</sup>.

Με μια τροποποίηση του νόμου 2004-83/9.8.2004 με το νόμο 2006-1537/7.12.2006, σχετικά με την επιτήρηση του ενεργειακού τομέα, ήταν υποχρεωτικό για το Κράτος να κατέχει περισσότερο

---

<sup>132</sup> Gatts, R., R. Massey and Robertson, J. (1974). *Energy Conservation Program Guide for Industry and Commerce (EPIC)*. Institute for Applied Technology, National Bureau of Standards, Washington D.C.

<sup>133</sup> CAC 40 index: ο δείκτης τιμών του γαλλικού χρηματιστηρίου με τις καλύτερες 40 εταιρίες.

<sup>134</sup> Dow Jones Stoxx 600 index: ο αντίστοιχος δείκτης στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης με τις 600 καλύτερες εταιρίες.

από το 1/3 του κεφαλαίου της Εταιρίας και στη συνέχεια με το Διάταγμα υπ' αριθ. 2007-1784/19.12.2007 πραγματοποιήθηκε μεταφορά της Εταιρίας από τον Δημόσιο στον Ιδιωτικό τομέα.

Η **Suez** είναι το αποτέλεσμα της συγχώνευσης μεταξύ των εταιριών Compagnie de Suez και Lyonnaise des Eaux τον Ιούνιο του 1997. Την εποχή εκείνη η Compagnie de SUEZ, που είχε κατασκευάσει και λειτουργούσε τη διώρυγα του Σουέζ μέχρι και την εθνικοποίηση της διώρυγας από την Αιγυπτιακή κυβέρνηση το 1956, ήταν μια ακμάζουσα Εταιρία με διαφοροποιημένες επενδύσεις σε ίδια κεφάλαια στο Βέλγιο και τη Γαλλία, κυρίως στους τομείς των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και της ενέργειας. Από την άλλη πλευρά η Lyonnaise des Eaux ήταν μια διαφοροποιημένη Εταιρία με βασικό της αντικείμενο την κατανομή και αντιμετώπιση υδάτων και αποβλήτων, καθώς επίσης και τις κατασκευές, επικοινωνίες και τη διεύθυνση των τεχνικών εγκαταστάσεων. Η SUEZ έγινε ένα διεθνές γκρουπ διεθνών και βιομηχανικών υπηρεσιών με αποστολή της να ανταποκρίνεται στις βασικές ανάγκες σε ενέργεια, αέριο, υπηρεσίες ενέργειας και διαχείριση υδάτων και αποβλήτων. Η συγχώνευση της SUEZ με τη Gaz de France οδήγησε στη μεταφορά του μεγαλύτερου μέρους των μετοχών της Εταιρίας, η οποία μετονομάστηκε σε GDF Suez, στον ιδιωτικό τομέα.

Το 2011, η GDF Suez απέκτησε το 70% της International Power, καθιστώντας το μεγαλύτερο ανεξάρτητο παραγωγό ενέργειας παγκοσμίως, ενώ το 2013 έληξε τη συμφωνία μετόχων με την SUEZ Environment Company, με στόχο να παραμείνει ο βασικός μέτοχος στην αγορά υδάτων και διαχείρισης αποβλήτων. Μέχρι το 2014, η εταιρία απασχολούσε παγκοσμίως περισσότερους από 152.900 εργαζόμενους σε 70 χώρες, με καθαρό εισόδημα περί τα 74,7 δις. ευρώ. Τέλος, το 2015, η GDF Suez μετονομάστηκε σε ENGIE, ονομασία την οποία διατηρεί μέχρι σήμερα.

#### *4.2. Το ιστορικό της συμφωνίας συγχώνευσης*

Όπως ήδη αναφέραμε και ανωτέρω, το 2006 αποτέλεσε μια χρονιά – σταθμό σε ό, τι αφορά τις Σ&Ε στον τομέα της ενέργειας, καθώς μερικά από τα μεγαλύτερα deals ξεκίνησαν να λαμβάνουν χώρα την περίοδο εκείνη, κυρίως λόγω και της απελευθέρωσης (liberalization) της αγοράς ενέργειας, όπως είδαμε και προηγουμένως (βλ. κεφ. 3). Η διαδικασία της συγχώνευσης μεταξύ των εταιριών Gaz de France και SUEZ δεν ήταν μια σύντομη διαδικασία, καθώς η υλοποίησή της διήρκεσε δύο χρόνια, στη διάρκεια των οποίων έπρεπε να υπερκεραστούν πολλά εμπόδια του τέθηκαν κυρίως τόσο από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (όσον αφορά σε θέματα ανταγωνισμού) όσο

και από την ίδια τη γαλλική Κυβέρνηση. Το ιστορικό λοιπόν της συμφωνίας αυτής, μπορεί να αναπτυχθεί στη συνέχεια και αποτελείται από τα εξής βασικά στάδια:

## 2006

- Αποδοχή του σχεδίου της φιλικής συγχώνευσης μεταξύ της Gaz de France και της SUEZ από τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιριών στις 25 και 26 Φεβρουαρίου αντίστοιχα.
- Από κοινού ενημέρωση για το πλάνο της συγχώνευσης ενώπιον της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στις 10 Μαΐου.
- Άδεια από την Επιτροπή για την υλοποίηση του πλάνου στις 14 Νοεμβρίου, υπό συγκεκριμένους όρους (βλ. Πίνακα κατωτέρω).
- Απόφαση υπ' αριθ. 2006-543 DC του Συνταγματικού Συμβουλίου (Conseil Constitutionnel) της Γαλλίας, στις 30 Νοεμβρίου, κατά την οποία η ιδιωτικοποίηση της Gaz de France ήταν σύμφωνη με το Σύνταγμα, αλλά θα έπρεπε να αναμείνει την ολοκλήρωση της απορρύθμισης (deregulation) των αγορών ενέργειας και αερίου στον ανταγωνισμό, γεγονός που θα λάμβανε χώρα, όπως είδαμε και ανωτέρω (βλ. κεφ. 3) την 1 Ιουλίου 2007.
- Δημοσίευση νόμου υπ' αριθ. 2006-1537/7.12.2006, που τροποποίησε το νόμο 2004-803/9.8.2004 και απαιτούσε το Κράτος να κατέχει περισσότερο του 1/3 του κεφαλαίου της Εταιρίας (σε αντίθεση με το 70% που ήταν προηγουμένως).

## 2007

- Αποδοχή από τα ΔΣ των δύο εταιριών στις 2 Σεπτεμβρίου των νέων στρατηγικών συγχώνευσης, συμπεριλαμβανόμενης και της συνεισφοράς του 65% των δραστηριοτήτων του SUEZ Environment.
- Συμβουλευτική άποψη της Επιτροπής Εργασιών της SUEZ SA στις 29 Νοεμβρίου.
- Διάταγμα υπ' αριθ. 2007-1784/19.12.2007, με το οποίο εγκρίνεται η μεταφορά της εταιρίας στον Ιδιωτικό τομέα (κατ' εφαρμογήν του νόμου 93-923/19.7.1993, βάσει του οποίου η ιδιωτικοποίηση μιας δημόσιας επιχείρησης υπόκειται σε τέτοιο διάταγμα).

## 2008

- Συμβουλευτική άποψη της Ευρωπαϊκής Συμβουλευτικής Επιτροπής της SUEZ στις 7 Ιανουαρίου.
- Συμβουλευτική άποψη των αντιπροσωπευτικών οργανισμών προσωπικού (Instances représentatives du Personnel) της Gaz de France στις 11 Μαρτίου (European Works Council) και στις 26 Μαρτίου (Central Works Council).
- Αποδοχή της συμφωνίας συγχώνευσης από τα Διοικητικά Συμβούλια των Gaz de France και SUEZ στις 4 Ιουνίου.
- Αναφορές στις προσφορές και τη συγχώνευση από ανεξάρτητους εκτιμητές (valuers) που κατατέθηκαν στις 11 Ιουνίου, και αποφάσισαν την τήρηση ισοτιμίας στην αναλογία ανταλλαγών (exchange ratio).
- Αποδοχή της συμφωνίας συγχώνευσης με τη SUEZ από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Gaz de France και αντίστοιχα αποδοχή της συμφωνίας με τη Gaz de France καθώς και της διάσπασης (demerger) της SUEZ Environment από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της SUEZ στις 16 Ιουλίου.
- Διάταγμα για την ιδιωτικοποίηση της Gaz de France που δημοσιεύθηκε στις 17 Ιουλίου, μετά την αποδοχή του από την CPT (Commission des Participations et des Transferts<sup>135</sup>) στις 2 Ιουλίου.
- Δημιουργία της GDF SUEZ και αποσύνδεση του τμήματος της SUEZ Environment στις 22 Ιουλίου.

### 4.2.1. Οι δεσμεύσεις (remedies) που έλαβε η νεοσυσταθείσα εταιρεία προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού (EEA).

Τον Μαΐο του 2006, η Επιτροπή έλαβε μια ειδοποίηση για συγκέντρωση βάσει του άρθρου 4 του Κανονισμού (ΕΕ) 139/2004, όπου ο όμιλος Gaz de France (“GDF” France) επρόκειτο να συγχωνευθεί με τον όμιλο Suez (“Suez” France), μέσω ανταλλαγής μετοχών στα πλαίσια του άρθρου 3, παράγραφος 1<sup>α</sup> του εν λόγω Κανονισμού. Έπειτα και από την προκαταρκτική εξέταση της ειδοποίησης αυτής, η Επιτροπή θεώρησε ότι η συναλλαγή αυτή ενέπιπτε μεν στα πλαίσια του

---

<sup>135</sup> CPT: ανεξάρτητη αρχή στη Γαλλία, που ιδρύθηκε το 1986 και είναι υπεύθυνη για την επίβλεψη των διαδικασιών ιδιωτικοποίησης που αποφασίζει η γαλλική κυβέρνηση.

Κανονισμού (ΕΕ) 139/2004, αλλά εξέφρασε κάποιες αμφιβολίες σχετικά με τη συμβατότητα μιας τέτοιας συμφωνίας με την κοινή αγορά και με τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ανταγωνισμού (ΕΕΑ<sup>136</sup>).

Οι σχετικές αγορές για το σκοπό αυτής της υπόθεσης, ήταν οι αγορές ενέργειας και φυσικού αερίου και η βασική ανησυχία της Επιτροπής ήταν ουσιαστικά η δημιουργία θέσεως ισχύος στις βελγικές και γαλλικές αγορές προμήθειας αερίου, με την εξάλειψη του βασικού (πιθανού) ανταγωνιστή. Επιπλέον, αναφορικά με τις σχετικές αγορές στον τομέα της ενέργειας, η Επιτροπή ισχυρίστηκε ότι η συμφωνία αυτή θα ενδυνάμωνε/δημιουργούσε θέσεις ισχύος στη βελγική αγορά παραγωγής και εισαγωγής ενέργειας, την αγορά εξισορρόπησης ενέργειας και επικουρικών υπηρεσιών και την αγορά προμήθειας ενέργειας, μέσω της εξάλειψης του βασικού (πιθανού) ανταγωνιστή. Η Επιτροπή, στην προκαταρκτική της εκτίμηση, έκρινε ότι: α) κάθετες συνέπειες μεταξύ των αγορών ενέργειας και αερίου του Βελγίου ήταν επικρατούσες (πχ. διπλές προσφορές σε καύσιμα, αύξηση του κόστους των αντιπάλων μέσω προμήθειας αερίου για την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας, πρόσβαση σε πληροφορίες σχετικά με την τιμολόγηση και παραγωγή των εργοστασίων παραγωγής, αύξηση του κόστους των αντιπάλων μέσα από αγορές για την εξισορρόπηση ενέργειας και επικουρικών υπηρεσιών) και β) υπήρχε σημαντική μείωση του ανταγωνισμού στη γαλλική αγορά θέρμανσης, λόγω μη συντονισμένων συνεπειών της προτεινόμενης συμφωνίας.

Για το λόγο αυτό η Επιτροπή υιοθέτησε μια σειρά από διορθωτικά μέτρα (remedies), προκειμένου να επιτρέψει την επίτευξη της ανωτέρω συμφωνίας, τα οποία είχαν ως εξής: εκποίηση της Dstrigaz (κατεστημένη εταιρία αερίου), με στόχο να εξουδετερώσει τις οριζόντιες αλληλοεπικαλύψεις (overlaps) στο Βέλγιο και τη Γαλλία. Επιπλέον, εκποίηση της SPE (δευτερος πάροχος ενέργειας), ώστε να εξουδετερώσει τις οριζόντιες αλληλοεπικαλύψεις στο Βέλγιο. Οι ανωτέρω εκποιήσεις, εξουδετέρωσαν επίσης τις συνέπειες των ασυσχέτιστων και των κάθετων συγχωνεύσεων που πρότεινε η συμφωνία αυτή. Η Επιτροπή υιοθέτησε επίσης την παραχώρηση ελέγχου της Fluxys (διαχειριστής συστήματος μεταφοράς αερίου). Αξίζει να σημειωθεί ότι ελήφθησαν διάφορες δεσμεύσεις αναφορικά με τις υποδομές σε αέριο της Γαλλίας και του Βελγίου, όπως για παράδειγμα η δημιουργία μοναδικού σημείου εισόδου για τον διανομέα αερίου Zeebrugge, εκποίηση της Cofathec (γαλλική αγορά θέρμανσης), το σταθμό LNG, οι αγωγοί αερίου IZT και Zeeripe, επενδύσεις σε αποθήκευση αερίου στη Γαλλία κλπ. Το αρχικό «πακέτο»

---

<sup>136</sup> Polemis, M.L., Oikonomou, A. (2018), *How effective are remedies in merger cases? A European and national assessment*, European Competition Journal.



διορθωτικών μέτρων εξετάστηκε στην αγορά και ως αποτέλεσμα αυτού άλλαξε σημαντικά. Μάλιστα, ορίστηκε και ένας εντολοδόχος ώστε να εξασφαλίσει τη συντήρηση των μέτρων και να παρατηρεί την όλη διαδικασία.

Βάσει λοιπόν των ανωτέρω, εφαρμόστηκε το πιο ενδεδειγμένο και απαιτητικό μέτρο στην υπόθεση, που δεν ήταν άλλο από την εκποίηση του μεγαλύτερου στοιχείου αλληλοεπικάλυψης που είχε αγοραστεί με τη συναλλαγή αυτή, ήτοι την εταιρία χονδρικής πώλησης αερίου, Distrigaz. Το μέτρο αυτό είχε ως στόχο να απευθύνει και τις δύο οριζόντιες ανησυχίες της Επιτροπής και στην αγορά χονδρικής αερίου και σε σχετικές συνέπειες αποκλεισμού εισόδου στην αγορά ηλεκτρικής ενέργειας<sup>137</sup>.

Στη συνέχεια παρατίθεται και ο Πίνακας με τα βασικά διορθωτικά μέτρα (remedies) που υιοθέτησε η Επιτροπή για την έγκριση της συμφωνίας GDF/Suez:

*Πίνακας με τους βασικούς όρους (remedies) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την έγκριση του σχεδίου συγχώνευσης:*

	<b>Date of implementation</b>
Disposal of SUEZ stake in Distrigaz	Sale to Eni of 57.25% of Distrigaz in exchange for gas assets (E&P, LNG, distribution, long-term contracts) and electricity assets (VPP in Italy).
Disposal of the Gaz de France stake in Segebel (holding 51% of SPE)	Finalization in January 2009 of the sale to Centrica
Sale of the Gaz de France stake in SEGEO to Fluxys	Agreement signed June 27, 2008
Disposal of Cofathec Coriance and Cofathec Services heating networks	Sale to A2A in July 2008
Modification to shareholding (stake capped at 45%) and governance of Fluxys	Sale of 12.5% of Fluxys to Publigaz in September 2008
Separation of LNG terminals management businesses	Effective December 31, 2008 per the decision of the General shareholders' meeting of December 17, 2008

*Πίνακας 4: Πηγή: GDF Suez Reference Document 2008*

<sup>137</sup> Polemis, M.L., Oikonomou, A. (2018), *How effective are remedies in merger cases? A European and national assessment*, European Competition Journal.

#### *4.3. Το οικονομικό περιβάλλον της κρίσης την περίοδο 2008 – 2009 και οι κίνδυνοι που αντιμετώπισε η νεοσυσταθείσα εταιρία.*

Το οικονομικό έτος του 2008, την ίδια εποχή δηλαδή που ολοκληρώθηκε και η ανωτέρω συμφωνία, είχε χαρακτηριστεί από την εξάπλωση της οικονομικής κρίσης σε παγκόσμιο επίπεδο, αρχικά στον τραπεζικό και χρηματοοικονομικό τομέα και στη συνέχεια στην πραγματική και βιομηχανική οικονομία. Δεδομένου του εύρους των δραστηριοτήτων της, η GDF Suez βρέθηκε σε ευάλωτη θέση μπροστά σε αυτούς τους οικονομικούς παράγοντες, των οποίων η επιρροή περιγράφεται κατωτέρω ως εξής:

- *Οι δραστηριότητες της εταιρίας είναι ευαίσθητες στους κύκλους της οικονομίας και στις μεταβολές στη ζήτηση.* Μερικές από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρίας, όπως οι υπηρεσίες προς τους βιομηχανικούς εταίρους, είναι ευάλωτες στους κύκλους της οικονομίας. Οποιαδήποτε επιβράδυνση αυτής έχει ως αποτέλεσμα την πτωτική πορεία των βιομηχανικών επενδύσεων, όπως οι εργασίες συντήρησης και κατ' επέκταση την αρνητική επιρροή στη ζήτηση για τεχνικές υπηρεσίες και υπηρεσίες εγκατάστασης που προσφέρει η εταιρία. Οι δραστηριότητες της εταιρίας στη Δυτική Ευρώπη επίσης υπέφεραν από το offshoring των δραστηριοτήτων των βιομηχανικών πελατών τους στις χώρες με χαμηλά εισοδήματα. Πιο συγκεκριμένα σε ό, τι αφορά τον ενεργειακό τομέα, οι μεγάλοι πελάτες, όπως οι βιομηχανίες μετάλλων και χημικών εξέφρασαν την επιθυμία να μεταφέρουν τις δραστηριότητές τους σε χώρες όπου το κόστος ενέργειας ήταν χαμηλότερο από τις εγχώριες αγορές τους. Αξίζει λοιπόν να σημειωθεί ότι η οικονομική κρίση του 2008, η οποία μάλιστα έφτασε σε χειρότερα επίπεδα προς το τέλος του έτους, οδήγησε σε μειωμένη ζήτηση σε αγαθά όπως το νερό και η ηλεκτρική ενέργεια, καθώς και σε όλες τις σχετικές με αυτά δραστηριότητες, και η διαφοροποίηση (diversification) της εταιρίας σε διάφορες γεωγραφικές ζώνες και επιχειρηματικούς τομείς δεν ήταν ικανά να προσφέρουν αρκετά μεγάλη προστασία απέναντι σε αυτόν τον κίνδυνο.
- *Οι δραστηριότητες της εταιρίας είναι επιρρεπείς στις αλλαγές στους τρόπους κατανάλωσης και παραγωγής.* Παράλληλα με την οικονομική κρίση, μια σειρά από κοινωνικούς, ρυθμιστικούς και κλιματικούς παράγοντες συσπειρώθηκαν για να εμποδίσουν την εξάπλωση της κατανάλωσης ηλεκτρισμού, αερίου και νερού. Αναφορικά με τις μεθόδους παραγωγής, ένας σημαντικός παράγοντας είναι η απαίτηση πλέον να εφαρμοστούν περιορισμοί του διοξειδίου του άνθρακα, σε συνδυασμό με την εφαρμογή μέτρων για την υποστήριξη των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας καθώς και άλλοι θεσμικοί και οικονομικοί παράγοντες που περιπλέκουν περισσότερο

την ανταγωνιστική ισορροπία μεταξύ των διαφόρων μορφών ενέργειας, δημιουργώντας έτσι μεγαλύτερη αβεβαιότητα για το μέλλον.

#### 4.4. Οι οικονομικοί κίνδυνοι (*financial risks*) της κρίσης για την εταιρία

Η χρηματοοικονομική κρίση του 2008 – 2009 και η πληθώρα των συνεπειών που αυτή έφερε σχετικά με τη ρευστότητα και το πιστωτικό ρίσκο (*credit risk*) είχαν αντίκτυπο και στις οικονομικές δραστηριότητες της GDF Suez το 2008. Οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι (ρευστότητα, τιμές, ξένο συνάλλαγμα και αντισυμβαλλόμενοι) αντιμετωπίζονται παγκοσμίως από εξειδικευμένες ομάδες σε Κεντρικό επίπεδο, οι οποίες ομάδες στο τέλος απευθύνονται στον Οικονομικό Σύμβουλο (*Chief Financial Officer – CFO*) της εταιρίας. Παρακάτω αναλύονται οι ως άνω κίνδυνοι ανά κατηγορία.

- *Κίνδυνος στην αγορά εμπορευμάτων (commodities market risk)*

Μια από τις σημαντικές δραστηριότητες της εταιρίας είναι η συμμετοχή της στην αγορά των αγαθών (*commodities*) και πιο συγκεκριμένα στις αγορές αερίου, ηλεκτρικής ενέργειας και διαφόρων πετρελαϊκών προϊόντων, είτε για να αποκτήσει βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα αποθέματα, είτε για να βελτιώσει και να εξασφαλίσει την αλυσίδα παραγωγής και ανταλλαγής ενέργειας. Η GDF Suez συμμετέχει επίσης και στο σχέδιο ανταλλαγής εκπομπών των λεγόμενων αερίων θερμοκηπίου <sup>138</sup>(ποσοστώσεις CO<sub>2</sub>). Τυχόν λοιπόν αλλαγές στις τιμές των αγαθών αυτών είτε σε οργανωμένες είτε σε *over-the-counter* (OTC) αγορές εκθέτουν την εταιρία σε κίνδυνο, κάτι που η ίδια αντιμετωπίζει με τη χρήση *optional derivatives* ή *forwards*.

- *Κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk)*

Η οικονομική πολιτική της εταιρίας βασίζεται σε τρεις αρχές:

A) συγκέντρωση της εξωτερικής χρηματοδότησης

B) διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης μεταξύ της τραπεζικής αγοράς και της αγοράς κεφαλαίων.

Γ) ισορροπημένο προφίλ οικονομικής ανταπόδοσης χρέους

Η ρευστότητα (*liquidity*) βασίζεται στη διατήρηση μετρητών και ισοδύναμων μετρητών (*cash equivalents*), καθώς και επιβεβαιωμένων πιστωτικών διευκολύνσεων (*confirmed*

---

<sup>138</sup> Τα γνωστά και ως *greenhouse gases*: νερό, ατμός, διοξείδιο του άνθρακα, μεθάνιο, όζον και οξείδιο του αζώτου. Ονομάζονται έτσι, επειδή ως γνωστόν προκάλεσαν το φαινόμενο του θερμοκηπίου και την υπερθέρμανση του πλανήτη (*global warming*).

credit facilities). Η εταιρία έχει επιβεβαιωμένες πιστωτικές διευκολύνσεις ανάλογες του μεγέθους της με το ανάλογο πρόγραμμα ωρίμανσης του χρέους της. Το ποσό των διευκολύνσεων αυτών ανερχόταν το Δεκέμβριο του 2008 από 14,522 εκατ. ευρώ μειωμένο κατά 3,117 εκατ. ευρώ.

Η διατραπεζική κρίση ρευστότητας που δημιουργήθηκε από την πτώση της τράπεζας Lehman Brothers στα μέσα του Σεπτεμβρίου 2008 και η μετέπειτα άνοδος του κινδύνου των αντισυμβαλλομένων (counterparty risk) οδήγησε την εταιρία στο να επαναπροσδιορίσει άμεσα την επενδυτική πολιτική της με στόχο να αποκτήσει όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ρευστότητα (το Δεκέμβριο του 2008 το 98% των συγκεντρωτικών μετρητών επενδύθηκαν σε τραπεζικές καταθέσεις μιας ημέρας και σε ταμεία χρηματαγοράς εισοδημάτων (regular income money market funds) με καθημερινή ρευστότητα). Φρόντισε μάλιστα να εποπτεύει καθημερινά την επίδοση και τους κινδύνους και στις δύο μορφές επενδύσεων, ώστε να εξασφαλίσει την άμεση ανταπόδοση.

- *Κίνδυνος ξένου συναλλάγματος (foreign exchange risk)*

Λόγω της γεωγραφικής διαφοροποίησης των δραστηριοτήτων της, η εταιρία είναι εκτεθειμένη στον κίνδυνο μετατροπής συναλλάγματος (conversion risk), που σημαίνει ότι ο ισολογισμός της είναι επιρρεπής σε τυχόν διακυμάνσεις στις ανταλλαγές ισοτιμιών στην εποχή της ενοποίησης των λογαριασμών των ξένων θυγατρικών της εκτός της ευρωζώνης. Τα ενδιαφέροντα της εταιρίας σε ΗΠΑ, Βραζιλία, Ταϊλάνδη, Πολωνία, Νορβηγία και το Ην. Βασίλειο είναι που προκαλούν στο μεγαλύτερο βαθμό τον κίνδυνο ξένου συναλλάγματος στην εταιρία.

Για το λόγο αυτό λοιπόν, για επενδύσεις σε νόμισμα που δεν συμπεριλαμβάνεται στην ευρωζώνη, η πολιτική αντιστάθμισης κινδύνου της εταιρίας συμπεριλαμβάνει τη δημιουργία παθητικού εκφρασμένου στο ίδιο νόμισμα με τις ταμειακές ροές που παράγουν αυτά τα assets. Όσον αφορά επίσης τα αντισταθμιστικά εργαλεία που η εταιρία χρησιμοποιεί προς την αντιμετώπιση του κινδύνου, το χρέος σε ξένο νόμισμα είναι το πιο σύνηθες από αυτά, ωστόσο η εταιρία χρησιμοποιεί και παράγωγα νομισμάτων (currency derivatives), τα οποία επαναδημιουργούν το χρέος στα συναλλάγματα, όπως cross currency swaps, exchange rate swaps και exchange rate options. Τα παθητικά που είναι εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα αντιπροσωπεύουν το 37% του καθαρού χρέους (net debt), στο οποίο δεν συμπεριλαμβάνεται το αποσβεσμένο χρέος και τα αποτελέσματα των παραγώγων προϊόντων (derivative instruments).

Επιπροσθέτως, η εταιρία είναι εκτεθειμένη και στον κίνδυνο συναλλαγής (transaction risk). Ο κίνδυνος αυτός επικεντρώνεται σε συναλλαγές που συμπεριλαμβάνουν προϊόντα ενέργειας, των οποίων η ροή ρυθμίζεται σε δολάρια ΗΠΑ και σε βρετανική λίρα (στερλίνα). Για την αντιμετώπιση του κινδύνου αυτού η εταιρία διαθέτει εξειδικευμένες ομάδες αντιμετώπισης, οι οποίες μελετούν την έκθεση στους κινδύνους σε καθημερινή βάση και αναφέρουν τα ευρήματά τους στα Κεντρικά της εταιρίας, ώστε να εφαρμόσουν με τη σειρά τους τα εργαλεία αντιστάθμισης για τους κινδύνους αυτούς.

- *Κίνδυνος των επιτοκίων (interest rate risk)*

Η συνεχής έκθεση της εταιρίας στις τιμές των επιτοκίων είναι το αποτέλεσμα της χρηματοδότησής της σε ευρώ και δολάρια ΗΠΑ, που αντιπροσωπεύουν το 86% του καθαρού χρέους της (net debt) κατά το Δεκέμβριο του 2008. Στόχος λοιπόν της εταιρίας είναι να ελέγξει τα έξοδα χρηματοδότησης με το να περιορίσει την επιρροή των διακυμάνσεων στις τιμές των επιτοκίων στις καταστάσεις των εσόδων της. Ήδη από το Δεκέμβριο του 2008 η εταιρία έχει ένα χαρτοφυλάκιο από hedge options (caps) που την προστατεύουν από την αύξηση στα short rates του ευρώ, του δολαρίου και της στερλίνας. Δεδομένης βέβαια της πτώσης στα short rates το οικονομικό έτος του 2008, κανένα από τα hedge options του ευρώ, του δολαρίου και της στερλίνας δεν ενεργοποιήθηκαν τότε. Παρόλα αυτά, η αξία τους εξακολουθεί να ανατιμάται όταν τα short και long rates αυξάνονται ταυτόχρονα και υποτιμάται όταν αυτά μειώνονται.

- *Κίνδυνος των αντισυμβαλλομένων (counterparty risk)*

Η GDF Suez είναι εκτεθειμένη στον κίνδυνο των αντισυμβαλλομένων τόσο στις οικονομικές όσο και στις λειτουργικές της δραστηριότητες.

Όσον αφορά τις οικονομικές δραστηριότητες, η GDF Suez έχει ενεργοποιήσει μηχανισμούς διευθέτησης του κινδύνου των αντισυμβαλλομένων, βασισμένους από τη μια πλευρά στις διαπιστεύσεις των αντισυμβαλλομένων σε σχέση με τις εξωτερικές τιμές τους και τις αντικειμενικές τιμές της αγοράς και από την άλλη πλευρά στην τοποθέτηση ορίων κινδύνου (risk limits).

Από την άλλη, ο έλεγχος του κινδύνου των αντισυμβαλλομένων που σχετίζεται με τη λειτουργική δραστηριότητα της εταιρίας, έχει ενδυναμωθεί από ένα δεύτερο σύστημα ελέγχου, διοικούμενο από το Τμήμα Χρηματοοικονομικών.

- *Κίνδυνος των τιμών στις μετοχές (stock price risk)*

Ήδη από το Δεκέμβριο του 2008 η εταιρία έχει έναν αριθμό συμμετοχικών τίτλων (equity interests) σε εταιρίες δημοσίων συμφερόντων, η αξία των οποίων κυμαίνεται στη βάση των τιμών στις παγκόσμιες αγορές μετοχών. Μια ομαδική πτώση του 10% στην τιμή αυτών των τίτλων, θα είχε κόστος περίπου 107 εκατ. ευρώ στα έσοδα της εταιρίας ή στα μετοχικά κεφάλαια των μετόχων, αναλόγως αν η πτώση θεωρείται σημαντική και μακράς διάρκειας. Το χαρτοφυλάκιο της εταιρίας σε εισηγμένες και μη εισηγμένες μετοχές διοικείται από μια συγκεκριμένη επενδυτική πολιτική και είναι υποχρεωτικό να επιτηρείται από τη διεύθυνση.

#### *4.5. Αλλαγές στο θεσμικό και ανταγωνιστικό περιβάλλον και η επιρροή του στις δραστηριότητες της εταιρίας.*

Οι συνεχείς αλλαγές στο θεσμικό περιβάλλον, ιδίως όσον αφορά την αγορά ενέργειας στην Ευρώπη αλλά και παγκοσμίως, θέτουν την εταιρία σε αρκετά πιεστική θέση, τόσο από μεγάλες εταιρίες παγκόσμιας εμβέλειας, όσο και από διάφορους «ειδικούς» παίχτες (niche players) σε ορισμένες αγορές δημοσίου και ιδιωτικού τομέα. Επιπλέον, το νομικό και θεσμικό περιβάλλον για τις δραστηριότητες της εταιρίας ξεκινάει εκείνη την εποχή να περνάει σε μια φάση μεταβολής όσον αφορά κυρίως περιβαλλοντικούς παράγοντες αλλά και την απελευθέρωση της αγοράς ενέργειας που είδαμε και προηγουμένως.

Καταρχάς, η απελευθέρωση των αγορών ενέργειας και αερίου, τόσο στην Ευρώπη όσο και στις ΗΠΑ, άνοιξε τις πόρτες για νέους ανταγωνιστές, έφερε υψηλή μεταβλητότητα στις τιμές της αγοράς και έθεσε σε αμφισβήτηση τη βιωσιμότητα των συμβολαίων μακράς διάρκειας. Έφερε επιπλέον στη διάθεση του ανταγωνισμού συγκεκριμένες συμβάσεις παραχώρησης διανομής, που βρίσκονταν στην ιδιοκτησία της GDF Suez.

Τα τελευταία χρόνια έχουμε παρατηρήσει μια τάση συγκεντρωτισμού μεταξύ των μεγάλων «παιχτών» στην αγορά ενέργειας στην Ευρώπη. Στον τομέα της αγοράς αερίου, μεγάλοι παραγωγοί έχουν αρχίσει να εκφράζουν το ενδιαφέρον τους στην αλυσίδα αξιών (value chain) και εισέρχονται σε άμεσο ανταγωνισμό με καθιερωμένες εταιρίες διανομής, συμπεριλαμβανομένων και αυτών που ανήκουν στην εταιρία. Ο αυξημένος ανταγωνισμός μπορεί να έχει σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο στις δραστηριότητες της εταιρίας, ιδιαίτερα όσον αφορά στις τιμές πώλησης και το μερίδιο της αγοράς.

Οι δραστηριότητες της εταιρίας υπόκεινται επίσης και σε έναν μεγάλο αριθμό νομοθεσιών και κανόνων, αναφορικά με το σεβασμό προς το περιβάλλον, την προστασία της υγείας και ορισμένες δικλείδες ασφαλείας. Τα νομοθετήματα αυτά ενδιαφέρονται για την ποιότητα του αέρα, τα αέρια θερμοκηπίου, την αντιμετώπιση των αποβλήτων, την ποιότητα του πόσιμου νερού, την αντιμετώπιση των τοξικών αποβλήτων, τη μόλυνση του εδάφους και τη διαχείριση των εγκαταστάσεων πυρηνικής ενέργειας, τα δίκτυα μεταφοράς αερίου, τις εγκαταστάσεις αποθήκευσης και τους σταθμούς LNG<sup>139</sup>. Οι αλλαγές ή η αυστηροποίηση των κανόνων αυτών μπορεί να προκαλέσουν επιπρόσθετα κόστη για τις επενδύσεις της εταιρίας, από τα οποία δεν εγγυάται ότι θα μπορέσει να ανακάμψει. Τέλος, οι κανονισμοί επιβάλλουν επενδυτικές ενέργειες όχι μόνο από την εταιρία αλλά και από τους πελάτες της και συγκεκριμένα από τοπικούς κρατικούς παραχωρησιούχους (*concessionnaires*), κυρίως λόγω των υποχρεώσεων συμμόρφωσης.

Εν συνεχεία, στο πεδίο της κλιματικής αλλαγής, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ανοίξει το διάλογο σχετικά με τα μέτρα που θα πρέπει να ληφθούν για να περιοριστούν οι εκπομπές αερίων θερμοκηπίου της ΕΕ κατά 20%, η κατανάλωση ενέργειας κατά 20% και χρήση ΑΠΕ αυξημένη κατά 20% (πρόταση Επιτροπής 20/20/20, βλ. υπό 1.1.) μέχρι το έτος 2020, σε σύγκριση με τα επίπεδα του 1990. Επίσης, στις 23 Ιανουαρίου 2008, η Επιτροπή πρότεινε το νέο ενεργειακό πακέτο για την προώθηση της χρήσης ΑΠΕ. Εναρμονιζόμενη λοιπόν με τα νέα αυτά δεδομένα, η εταιρία εργάζεται ώστε να μειώσει όλους αυτούς τους περιβαλλοντικούς κινδύνους, εφαρμόζοντας μια επονομαζόμενη «ενεργή πολιτική προστασίας του περιβάλλοντος». Βέβαια, η νέα ελεγχόμενη ενεργειακή πολιτική της ΕΕ, απαιτεί από τους φορείς ενέργειας και αερίου να λαμβάνουν ειδικές άδειες λειτουργίας, οι οποίες είναι αρκετά κοστοβόρες, έχουν αρκετά μακρόχρονη διαδικασία απόκτησης και μπορεί να είναι και απρόβλεπτες. Συν τοις άλλοις, υπάρχει η πιθανότητα να αντιμετωπίσει εμπόδια από τον πληθυσμό μιας περιοχής, αναφορικά με την εγκατάσταση και λειτουργία στην περιοχή τους ορισμένων λειτουργιών (πχ. σταθμοί λειτουργίας πυρηνικής, θερμικής και ανανεώσιμης ενέργειας, σταθμούς LNG, σημεία διαχείρισης αποβλήτων) που προκαλούν φόβους για μόλυνση του περιβάλλοντος. Τέλος, οι επίσημοι φορείς που παρέχουν τέτοιες άδειες μπορεί να θέσουν ακόμη αυστηρότερους περιορισμούς. Εάν λοιπόν η εταιρία δεν καταφέρνει εγκαίρως να λαμβάνει τις απαραίτητες άδειες ή καθυστερεί αρκετά στην ανανέωση αυτών, αυτό θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στις δραστηριότητές της, στην οικονομική της κατάσταση και στις προοπτικές ανάπτυξης.

---

<sup>139</sup> LNG (Liquefied natural gas): υγροποιημένο φυσικό αέριο.

Είναι αδύνατον να προβλέψει κανείς όλες τις θεσμικές αλλαγές, παρά την χρήση συστημάτων παρακολούθησης που κάθε εταιρία διαθέτει. Παρόλα αυτά, η εταιρία έχει τον τρόπο να διαφοροποιεί τους κινδύνους με το να λειτουργεί τις βασικές της επιχειρηματικές δραστηριότητες σε διαφορετικές χώρες, η κάθε μια με το δικό της νομοθετικό σύστημα. Από την άλλη πλευρά, μερικές θεσμικές αλλαγές έχουν προσφέρει νέες ευκαιρίες στις δραστηριότητες της εταιρίας.

#### *4.6. Οργανόγραμμα των βασικών δραστηριοτήτων της εταιρίας.*

Η GDF Suez (ENGIE) έχει ενεργό παρουσία σε όλη την αλυσίδα παραγωγής της ενέργειας, τόσο στην αγορά ηλεκτρικής ενέργειας, όσο και του φυσικού αερίου, δηλαδή:

- Προμήθεια, παραγωγή και εμπόριο φυσικού αερίου και ηλεκτρικής ενέργειας.
- Μεταφορά, διάθεση, διαχείριση και ανάπτυξη των μεγάλων υποδομών φυσικού αερίου.
- Σχεδιασμός και εμπόριο υπηρεσιών ενέργειας και περιβάλλοντος.

Η GDF Suez (ENGIE) έχει ένα ισορροπημένο προφίλ, κυρίως χάρη στην παρουσία της σε συμπληρωματικές επιχειρήσεις σε όλο το εύρος της αλυσίδας αξιών της ενέργειας, αλλά και σε περιοχές με ποικίλες περιστάσεις. Χάρη στην βιομηχανική και γεωγραφική συμπληρωματική φύση των δύο συγχωνευθεισών εταιριών, Gaz de France και SUEZ, η GDF Suez (ENGIE) κρατά τον ηγετικό ρόλο στο ευρωπαϊκό αλλά και το παγκόσμιο ενεργειακό τοπίο.

Η εταιρία διαθέτει επιχειρήσεις ενέργειας υψηλών αποδόσεων, αλλά και μια σημαντικού βαθμού σύγκλιση μεταξύ των δραστηριοτήτων φυσικού αερίου και ηλεκτρισμού. Υποστηρίζεται επίσης από στερεά περιουσιακά στοιχεία (solid assets) που συνδυάζουν την εξειδίκευση (expertise), ένα εξισορροπημένο ενεργειακό πακέτο, σύγκλιση φυσικού αερίου / ηλεκτρικής ενέργειας και μια διεθνή παρουσία. Συμπεριλαμβάνει ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο προμήθειας και ένα ευέλικτο σύστημα παραγωγής ηλεκτρισμού υψηλής απόδοσης, το οποίο είναι ικανό να προτείνει πρωτοπόρες ενεργειακές λύσεις σε ιδιώτες, κοινότητες και εταιρίες.

Η GDF Suez (ENGIE) είναι μια εταιρία κοινής ωφέλειας στην καρδιά της Ευρώπης, η οποία επωφελείται από ένα ευέλικτο και διαφοροποιημένο ενεργειακό πακέτο και βασίζει τα θεμέλιά της στη συνεργασία (partnership) και την παγκόσμιας κλάσης ηγετική της θέση:

- Η εταιρία είναι ο μεγαλύτερος αγοραστής και εισαγωγέας LNG στην Ευρώπη, ο μεγαλύτερος εισαγωγέας LNG στις ΗΠΑ και ο μεγαλύτερος προμηθευτής στην περιοχή του Ατλαντικού, αλλά και ο δεύτερος μεγαλύτερος χειριστής σταθμών LNG.



- Αναφορικά με την ανεξάρτητη παραγωγή ενέργειας, η εταιρία είναι ο πρώτος ιδιωτικός παραγωγός στη Βραζιλία, την Ταϊλάνδη και τις πολιτείες του Κόλπου και ο δεύτερος σε Περού και Παναμά.
- Αναφορικά με τις υπηρεσίες ενέργειας, η εταιρία είναι ο κύριος προμηθευτής των πολύ-τεχνικών υπηρεσιών στην Ευρώπη.

Στον τομέα του περιβάλλοντος, η SUEZ Environment Company, προσφέρει υπηρεσίες και εγκαταστάσεις που είναι ζωτικής σημασίας για τη ζωή και την προστασία του περιβάλλοντος, στους τομείς των υδάτων και της διαχείρισης των αποβλήτων (συλλογή, αποτέφρωση και ανακύκλωση), τόσο για δημόσιες υπηρεσίες όσο και για ιδιωτικές εταιρίες, σε περισσότερες από 25 χώρες. Η SUEZ Environment Company είναι η δεύτερη παγκοσμίως εταιρία διαχείρισης υδάτων και η τρίτη σε διαχείριση αποβλήτων.

#### *4.6.1. Η Επιχειρησιακή Οργάνωση (Operational Organization) της ENGIE*

Ήδη από 1 Ιανουαρίου 2018, η ENGIE χωρίζεται σε 23 Επιχειρηματικές Μονάδες (Business Units) και σε 5 διαφορετικούς τομείς εργασιών (Metiers). Στον πίνακα που αναπτύσσεται στην επόμενη σελίδα, αναλύεται περαιτέρω η οργανωτική αυτή δομή της εταιρίας:

# A new organizational structure for ENGIE, a global leader in the energy transition

From January 1, 2018 onwards, ENGIE will be restructured into 23 Business Units and 5 Métiers. The Group offers innovative solutions worldwide at every link in the energy value chain, with electricity, natural gas and energy services.



Πίνακας 4: Πηγή: <https://www.engie.com/en/group/governance/operational-organization> (ημ/νια πρόσβασης: 23.04.2020).

#### 4.6.2. Το νομικό και θεσμικό πλαίσιο (Legal and regulatory framework)

- *Κίνδυνοι σχετικά με τους κανονισμούς των καθορισμένων και θεσμοθετημένων τιμών.*

Ορισμένες από τις πωλήσεις ενέργειας και υπηρεσιών της εταιρίας γίνονται βάσει καθορισμένων τιμών που υπόκεινται σε αυστηρή νομοθεσία. Τόσο γαλλικοί κανόνες δικαίου, όσο και η ευρωπαϊκή νομοθεσία και οι αποφάσεις των θεσμικών οργάνων της ΕΕ, επηρεάζουν τα έσοδα, το κέρδος και το εισόδημά της, λόγω της εν μέρει επιρροής του κόστους προμήθειας ή μη-προμήθειας στις τιμές φυσικού αερίου.

Την περίοδο 2005-2007, την εποχή δηλαδή που πραγματοποιήθηκε και η συμφωνία που εξετάσαμε, οι βασικές αρχές για τις τιμές φυσικού αερίου είχαν διευκρινιστεί από ένα διάταγμα του γαλλικού Υπουργείου Οικονομικών, Βιομηχανίας και Εργασίας και συγκεκριμένα στις 16 Ιουνίου 2005. Το διάταγμα αυτό εφαρμόστηκε μόνο εν μέρει και η ισχύς του ήταν μέχρι και τις 31 Δεκεμβρίου 2007. Αυτό σημαίνει ότι οι αρχές που καθόριζαν τις αλλαγές των τιμών έπρεπε να τεθούν από ένα νέο θεσμικό πλαίσιο. Η εταιρία έπρεπε λοιπόν να παρακολουθεί συνεχώς αυτές τις θεσμικές διακυμάνσεις, ειδικά η τυχόν αποτυχία της να εναρμονιστεί με τις συνεχείς ανανεώσεις των τιμών θα την εξέθετε στον κίνδυνο να μην γίνουν δεκτές ούτε οι τιμές της σε προμήθεια αερίου, ειδικά σε περίπτωση μεταβολής στις τιμές του πετρελαίου ή και της ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου, αλλά ούτε και τα κόστη μη-προμηθειών της που σχετίζονται με τις αλλαγές στις υποδομές μεταφορών και στις τιμές αποθήκευσης αλλά και στα έξοδα μεταφοράς.

- *Τιμή πώλησης φυσικού αερίου.*

Η GDF Suez (ENGIE) πουλά φυσικό αέριο, βασιζόμενη σε δύο συστήματα τιμολόγησης:

1) administrative rates για πελάτες που δεν έχουν την δυνατότητα επιλογής του παρόχου φυσικού αερίου.

2) διαπραγματεύσιμες τιμές για πιθανούς πελάτες που έχουν δυνατότητα επιλογής του παρόχου τους και που έχουν αποχωρήσει από τα administrative rates.

- *Administrative rates.*

Υπάρχουν δύο τύποι administrative rates:

1) τιμές δημόσιας διανομής (public distribution rates) για πελάτες που χρησιμοποιούν κάτω από 5 GWh το χρόνο και συνδέονται με το δίκτυο διανομής (distribution network).

2) τιμές συνδρομής (subscription rates) για πελάτες που κάνουν χρήση πάνω από 5 GWh το χρόνο και συνδέονται με το δίκτυο διανομής ή απευθείας με το δίκτυο συστήματος μετάδοσης (transmission system network).

Η δομή της τιμολόγησης έχει τεθεί σύμφωνα με το γαλλικό νόμο από 3 Ιανουαρίου 2003 και από το υπ' αριθ, 90-1029/20.11.1990 διάταγμα, τα οποία ορίζουν τις τιμές των καυσίμων που πωλούνται μέσω δικτύων διανομής και συστημάτων μετάδοσης.

➤ *Τιμές δημόσιας διανομής (public distribution rates).*

Οι τιμές δημόσιας διανομής έχουν εφαρμογή σε περίπου 10 εκατομμύρια πελάτες της εταιρίας. Υπάρχουν έξι διαφορετικές κατηγορίες των τιμών αυτών: τέσσερις για οικιακή χρήση και δύο που εναλλάσσονται ανάλογα με την εποχή (οι τιμές αερίου είναι υψηλότερες το χειμώνα από ότι το καλοκαίρι) για μεσαία ή μεγάλη κατανάλωση.

➤ *Συμβόλαιο δημόσιας υπηρεσίας (public service contract).*

Το συμβόλαιο δημόσιας υπηρεσίας για τα έτη 2005-2007 που υπογράφηκε μεταξύ της τότε Gaz de France και της γαλλικής κυβέρνησης, στις 10 Ιουνίου 2005, έθετε τις τιμές για την αναφερόμενη περίοδο σύμφωνα με τις κάτωθι οδηγίες:

1) έλεγχος τιμών ανά τρίμηνο.

2) μέσος όρος στο επίπεδο αλλαγών των τιμών ώστε να καλύψει πρώτον τα έξοδα προμήθειας ώστε η εταιρία να μπορεί να περάσει τις διακυμάνσεις στις τιμές του αερίου και στους πελάτες της, τη στιγμή που αυτές λαμβάνουν χώρα στις αγορές ενέργειας και δεύτερον τα έξοδα πλην των εξόδων προμήθειας που υπολογίζονται βάσει του απαραίτητου κόστους παροχής φυσικού αερίου στους καταναλωτές μέσω δημόσιας διανομής.

3) η δέσμευση της εταιρίας να μοιραστεί τα οφέλη της αυξημένης της παραγωγικότητας με τους καταναλωτές μέσω έκπτωσης της τάξης του 1,4% το χρόνο στις χρεώσεις, πλην των εξόδων προμήθειας.

➤ *Μεταβολή στις τιμές δημόσιας διανομής.*

Μέχρι το 2004, οι τιμές ελέγχονταν κάθε εξάμηνο κατά τη συμφωνία μεταξύ της τότε Gaz de France και της γαλλικής κυβέρνησης. Οι έλεγχοι αυτοί ήταν και το αντικείμενο ενός διυπουργικού διατάγματος κατόπιν αιτήματος της ίδιας της εταιρίας ήδη από τον Ιανουάριο του 2003, ακολουθώντας και τη γνωμοδότηση της γαλλικής ρυθμιστικής αρχής ενέργειας (CRE – Commission de Regulation de l' Energie). Συμμεριζόμενο λοιπόν και με τη συμφωνία δημόσιας υπηρεσίας (public service agreement), το διάταγμα της 16 Ιουνίου 2005 που υπογράφηκε από τους Υπουργούς Οικονομικών και Ενέργειας, έθεσε το ύψος της τιμής για τα έτη 2005-2007 (ελεγχόμενο ανά τρίμηνο) αλλά και τους όρους για τα κόστη ανάκαμψης (recovery costs), μέσω τιμών και τους όρους αποζημίωσης λόγω πτώσεων σε έσοδα που αναρτήθηκαν το 2004 και 2005.

Σύμφωνα με το διάταγμα της 29 Δεκεμβρίου 2005 και έπειτα από μια δυσμενέστατη γνωμοδότηση της CRE, η γαλλική κυβέρνηση μείωσε την αύξηση στις τιμές που θα συνέβαινε από 1 Ιανουαρίου 2006, κατά το διάταγμα της 16 Ιουνίου 2005. Στη συνέχεια με διάταγμα στις 28 Απριλίου 2006, η γαλλική κυβέρνηση ανέβασε τις τιμές κατά 5,8% (€0,0021/ kWh), αρχής γενομένης από 1 Μαΐου 2006. Το διάταγμα αυτό βέβαια συνάντησε ξανά τη δυσμενή γνωμοδότηση της CRE, η οποία σημείωσε ότι η αύξηση αυτή δεν θα είχε πλήρες αντίκτυπο σε τυχόν αλλαγές στα έξοδα προμήθειας της Gaz de France και πως το αντιστάθμισμα για τυχόν έλλειμμα στα συνολικά έσοδα δεν είχε ληφθεί υπόψιν.

Σε απόφασή του στις 10 Δεκεμβρίου 2007, το γαλλικό Συμβούλιο της Επικρατείας (Conseil d'Etat) ανακάλεσε το διάταγμα της 29 Δεκεμβρίου 2005, υποστηρίζοντας την απόφαση της γαλλικής Επιτροπής Ανταγωνισμού (Autorité de la Concurrence) από τις 27 Ιουλίου 2007, που απεδείκνυε ότι τα κόστη της Gaz de France δεν καλύπτονταν από θεσμοθετημένες τιμές πώλησης για πολλά χρόνια. Στην ως άνω απόφαση, διευκρινίζονταν οι αρχές βάσει των οποίων θα επόπτευε τα διατάγματα που είχαν εκδοθεί για τις ρυθμίσεις των τιμών στο μέλλον και πρότεινε ένα μηχανισμό που θα λάμβανε υπόψιν τόσο το παρελθόν και το παρόν όσο και το μέλλον. Έδινε σαφείς οδηγίες στους Υπουργούς κατά την λήψη των αποφάσεών τους: να επιτρέψουν την κάλυψη του μέσου όρου του συνόλου του λειτουργικού κόστους, όπως αυτό είχε εκτιμηθεί τη συγκεκριμένη ημέρα, να εξετάσουν το ενδεχόμενο εκτίμησης των διαφόρων εξόδων του επερχόμενου έτους, βάσει των διαθέσιμων δεδομένων και να ρυθμίσουν με τέτοιο τρόπο τις τιμές, ώστε εάν υπάρχει σημαντικό κενό μεταξύ των τιμών και του κόστους αποζημίωσης σε περίπτωση πτώσης των τιμών της αγοράς σε σχέση με το προηγούμενο έτος, να καλυφθεί μέσα σε ένα λογικό χρονικό πλαίσιο.

➤ *Οι οικονομικές επιπτώσεις και οι τρέχουσες τιμές δημόσιας διανομής.*

Από το Νοέμβριο του 2004, οι αυξήσεις στις τιμές δεν αντανάκλυσαν πλήρως τις συνολικές αλλαγές στα κόστη που επέφεραν τη ζημία ύψους € 130 εκατ. το 2004, € 370 εκατ. το 2005 και € 511 εκατ. το 2006. Οι τιμές δεν άλλαξαν το 2007, στο πρώτο μισό του οποίου σημειώθηκαν χαμηλότερες τιμές στην ενέργεια, για να επακολουθήσει μια άνοδος στο τέλος του έτους. Οι αριθμοί αυτοί οδήγησαν σε ζημία στις καθαρές πωλήσεις (net sales) ύψους € 927 εκατ. στις 31 Δεκεμβρίου 2007.

Το 2008, τη χρονιά που ολοκληρώθηκε και η συμφωνία, η γαλλική κυβέρνηση με διάταγμα από τις 27 Δεκεμβρίου 2007, ανέβασε τις τιμές κατά € 0,00173/kWh από 1 Ιανουαρίου 2008, κατά € 0,00264/kWh με διάταγμα από 17 Απριλίου και κατά € 0,00237/kWh με διάταγμα από 12

Αυγούστου του ίδιου έτους. Τα διατάγματα Δεκεμβρίου 2007 και Αυγούστου 2008 εφαρμόστηκαν εν συνεχεία δυσμενών γνωμοδοτήσεων της CRE, εξαιτίας ελλιπούς προσοχής τους στα κόστη. Για το λόγο αυτό και η κυβέρνηση δεν ήθελε να αυξήσει περαιτέρω τις τιμές της από 1 Οκτωβρίου 2008. Εξαιτίας αυτού η ζημία στα έσοδα της GDF Suez ανήλθε για το 2008 σε € 679 εκατ.

Στο τέλος λοιπόν του 2008, τη χρονιά δηλαδή που ολοκληρώθηκε η συμφωνία συγχώνευσης των δύο εταιριών Gaz de France και SUEZ, η κατάσταση είχε ως ακολούθως:

- Η συνολική ζημία στα έσοδα από το 2003 και οι επιπλέον απώλειες λόγω αποτυχίας επανάκαμψης του κόστους και κυρίως του κόστους προμηθειών, ανερχόταν στα € 1,606 εκατ. στις 31 Δεκεμβρίου 2008.
- Οι τιμές ήταν σε επίπεδο κάτω από το επίπεδο που η GDF Suez έκρινε απαραίτητο για να καλύψει όλα τα κόστη.
- Δεν υπήρχε πλέον ένα πολυετές πλαίσιο θεσμοθετημένο από διατάγματα της κυβέρνησης.

Το διάταγμα τιμών που θα αποφάσιζε τις αλλαγές στις καθιερωμένες τιμές διανομής φυσικού αερίου από 1 Απριλίου 2009, δημοσιεύθηκε στις 29 Μαρτίου 2009 και προέβλεπε μείωση κατά 0,528 cents του ευρώ/KWh, η κατά μέσο όρο 11,3%, κάτι που εγκρίθηκε από την CRE.

➤ *Τιμές συνδρομής (subscription rates).*

Τιμές συνδρομής εφαρμόστηκαν στις 31 Δεκεμβρίου 2008 σε περίπου 1.300 καταναλωτές. Οι τιμές αυτές μεταβάλλονταν ανά τρίμηνο με πρωτοβουλία της εταιρίας με τη σιωπηρή αποδοχή των Υπουργών Οικονομικών και Ενέργειας, υποκείμενες πάντα σε έλεγχο από την CRE. Η τιμή που ο κάθε καταναλωτής θα πλήρωνε εξαρτάτο από την ένταση κατανάλωσης και τη μέγιστη ημερήσια ροή, καθώς και από την απόσταση μεταξύ του βασικού συστήματος μετάδοσης και του σημείου παράδοσης (για πελάτες που συνδέονταν με το δίκτυο μετάδοσης) ή μεταξύ του δικτύου μετάδοσης και του δικτύου διανομής που ο κάθε πελάτης ήταν συνδεδεμένος. Οι τιμές αυτές υπόκειντο σε έλεγχο ανά τρίμηνο. Οι τυχόν ρυθμίσεις στις τιμές ελάμβαναν υπόψιν την ισοτιμία ανταλλαγής ευρώ-δολαρίου καθώς και την τιμή των πετρελαϊκών προϊόντων, με μια ετήσια ρύθμιση για τον πληθωρισμό. Οι τιμές συνδρομής αυξάνονταν τακτικά σε όλη τη διάρκεια του 2008, κυρίως λόγω των αυξανόμενων εξόδων προμήθειας και την αύξηση στις τιμές μετάδοσης (transmission rates) των δικτύων διανομής, από 1 Ιουλίου του ίδιου έτους.

➤ *Φόρμουλα κόστους προμήθειας αντιπροσώπου (representative supply cost formula).*

Το 2008, η τότε GDF Suez, ανανέωσε τη φόρμουλα για το κόστος προμήθειας αντιπροσώπου σε ρυθμιζόμενες τιμές. Η νέα αυτή φόρμουλα εφαρμόστηκε από 1 Ιουλίου για τις τιμές δημόσιας διανομής και από 1 Οκτωβρίου για τις τιμές συνδρομής. Τέλος, στη γνωμοδότησή της στις 22 Δεκεμβρίου 2008, η CRE επιβεβαίωσε ότι η φόρμουλα αυτή προσφέρει μια δίκαιη προσέγγιση στα έσοδα προμηθειών της GDF Suez. Με τον τρόπο αυτό, η CRE επικύρωσε τη συνάφειά της και την αλλαγή αυτή που πρότεινε η εταιρία.

#### 4.7. Σχέδια για το 2019 – 2021.

Το Φεβρουάριο του 2019, η Διευθύνουσα Σύμβουλος της ENGIE, Isabelle Kocher, ανακοίνωσε<sup>140</sup> πως η εταιρία σκοπεύει να αποχωρήσει από 20 από τις συνολικά 70 χώρες στις οποίες αυτή πλέον δραστηριοποιείται, ώστε να είναι ικανότερη να επικεντρωθεί περισσότερο στις υπόλοιπες 50 χώρες. Τόνισε επίσης την ανάγκη να εμπλακεί η εταιρία στη διεθνή τάση για μεταβίβαση προς «απαλλαγή από άνθρακα (decarbonization), ψηφιοποίηση (digitization) και αποκέντρωση (decentralization)». Ήδη από το 2016 (που η GDF Suez μετονομάστηκε σε ENGIE) η εταιρία έχει υποστεί μια «βαθιά μετάλλαξη» της οποίας το ενδιαφέρον είναι στην ανάπτυξη υποδομών αερίου, ΑΠΕ και επάρκειας ενέργειας. Έχει επιδιώξει επίσης να εδραιωθεί ως ηγέτης στην ηλεκτροδότηση της μεταφοράς.

Η Kocher είπε επίσης ότι το «πρώτο κύμα» της μεταβολής αυτής προερχόταν βασικά από την κεντρική Κυβέρνηση και το «δεύτερο κύμα» από τη βιομηχανία και τις τοπικές αρχές. «Η αποκέντρωση βρίσκεται σε έξαρση τώρα για τον απλό λόγο ότι αυτή η βιομηχανία, αυτές οι τοπικές αρχές, αυτές οι τοπικές προβολές είναι υπό μεγάλη πίεση – πολύ μεγάλη πίεση- γιατί έχουν όλοι την απαίτηση από αυτές να είναι ικανές να δράσουν και να έχουν και τους πόρους να δράσουν», είπε.

Τα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρίας για το 2018, που ανακοινώθηκαν στις 28 Φεβρουαρίου 2019, έδειξαν ότι τα έσοδα της εταιρίας αυξήθηκαν σε € 60,6 δις. – 1,7% περισσότερα από το 2017. Κοιτώντας προς το άμεσο μέλλον, η ENGIE σχεδιάζει να προχωρήσει σε εγκοπή € 800 εκατ. στα κόστη της μέχρι το 2021 για να εμπλουτίσει την κερδοφορία της. Θα χρησιμοποιήσει την «αυθεντία στις υποδομές της και τις πελατειακές σχέσεις», καθώς και ένα κεφάλαιο ανάπτυξης CapEx<sup>141</sup> ύψους €11 – 12 δις. για το 2019 – 2021.

---

<sup>140</sup> Engie to exit 20 countries, refine transition growth strategy. <https://www.powermag.com/engie-to-exit-20-countries-refine-transition-growth-strategy/> (ημ/νια πρόσβασης 27.04.2020).

<sup>141</sup> Capital Expenditure (CapEx): τα χρήματα που χρησιμοποιεί μια εταιρία για να αγοράσει, να διατηρήσει ή να βελτιώσει το πάγιο ενεργητικό της, όπως κτίρια, οχήματα, εξοπλισμό ή εκτάσεις.

Τέλος, όσον αφορά τις ΑΠΕ, η εταιρία θα προσθέσει ακόμη 9 GW νέας χωρητικότητας μέχρι το 2021, με στόχο 50% νέων πρότζεκτ σε συγκεκριμένους πελάτες, ενώ επιπλέον θα «παίξει μεγάλο ρόλο σε πιο εκλεπτυσμένες τεχνολογίες, όπως οι offshore αιολικής και πράσινης ενέργειας». Στη συνέχεια θα συνεχίσει τον περιορισμό της θερμικής της χωρητικότητας, μειώνοντας την παραγωγή άνθρακα και ακονίζοντας επιλεκτικά τις τεχνολογίες αερίου, αναλόγως τις απαιτήσεις των καταναλωτών. Όσον αφορά τέλος, τις πυρηνικές λειτουργίες της εταιρίας στο Βέλγιο, αυτές «εξακολουθούν να σταθεροποιούνται, με την λειτουργική διαθεσιμότητα να αναμένεται να αυξηθεί».



## 5. Συμπεράσματα – Επίλογος

Στόχος της παρούσας εργασίας ήταν να παρουσιάσει το νομοθετικό πλαίσιο της αγοράς ενέργειας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και να εξετάσει το πλαίσιο στο οποίο πραγματοποιούνται οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στην αγορά αυτή, ιδιαίτερα μετά και την ολική απελευθέρωσή της στα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας.

Είναι γεγονός ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στην αγορά ενέργειας έχουν γνωρίσει ραγδαία αύξηση, ιδιαίτερα μετά την απελευθέρωση της αγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση ήδη από το έτος 2003, με την Οδηγία 2003/54/ΕΚ (ΕΕ L 176/37) και τον Κανονισμό (ΕΚ) 1228/2003 για την ηλεκτρική ενέργεια και την Οδηγία 2003/55/ΕΚ (ΕΕ L 176/57) και τον Κανονισμό (ΕΚ) 1775/2005 για το φυσικό αέριο. Και ενώ τα εμπόδια εξακολουθούσαν να υπάρχουν, κυρίως από χώρες όπως η Γαλλία και η Ιταλία, οι οποίες δεν είχαν ακόμη προχωρήσει σε άνοιγμα των ενεργειακών αγορών τους, το 2007, με τη νέα Συνθήκη της Λισαβώνας και την πρόταση εν συνεχεία της Επιτροπής με ονομασία «20/20/20» για μείωση των αερίων θερμοκηπίου και των ΑΠΕ και τη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης, άνοιξε πλέον ο δρόμος για μια οργανωμένη ανοικτή αγορά ενέργειας στην Ευρώπη. Ωστόσο, η σημαντικότερη αλλαγή που επέφερε η Συνθήκη της Λισαβώνας, είναι η εισαγωγή στη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ) νομοθετικού πλαισίου για τη λειτουργία της αγοράς ενέργειας και συγκεκριμένα του άρθρου 194 ΣΛΕΕ που έθεσε πλέον τα θεμέλια για μια θεσμοθετημένη ευρωπαϊκή ενεργειακή αγορά, καθιστώντας την ενέργεια σε τομέα συντρέχουσας αρμοδιότητας μεταξύ ΕΕ και κρατών – μελών. Επιπλέον, οι βασικοί στόχοι της ευρωπαϊκής ενεργειακής πολιτικής επαναδιατυπώνονται και εμπλουτίζονται και πλέον η διασφάλιση της λειτουργίας της εσωτερικής αγοράς συνδυάζεται και με άλλες εξίσου σημαντικές προτεραιότητες, όπως η διασφάλιση του ενεργειακού εφοδιασμού, η προώθηση της ενεργειακής αποδοτικότητας, η εξοικονόμηση ενέργειας, η ανάπτυξη των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και η βέλτιστη διασύνδεση των ενεργειακών δικτύων.

Εν συνεχεία, αφού εξετάσαμε τα βασικά εννοιολογικά στοιχεία των εξαγορών και συγχωνεύσεων, ώστε να έχουμε μια επαρκή εικόνα των μεθόδων πραγματοποίησής τους, αλλά και κάνοντας μια αναδρομή στο ιστορικό και στα κύματα των Σ&Ε, προχωρήσαμε στην εξέταση του θεσμικού πλαισίου των εξαγορών & συγχωνεύσεων στην ευρωπαϊκή αγορά ενέργειας και στους λόγους που αυτές γνώρισαν τόσο σημαντική εξέλιξη κατά το τέλος της προηγούμενης δεκαετίας. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, ο καθοριστικός παράγοντας αυτού δεν είναι παρά η ολοκληρωτική απελευθέρωση (liberalization) της αγοράς ενέργειας. Την ίδια εποχή, η Επιτροπή, παρατηρώντας ότι η διαδικασία της απελευθέρωσης συναντούσε εμπόδια από

ορισμένες χώρες – μέλη της ΕΕ που καθυστερούσαν σημαντικά τη διαδικασία της απελευθέρωσης και τη θέσπισή της στο εθνικό τους νομοθετικό σύστημα, αποφάσισε να προχωρήσει σε δράσεις που θα βελτιώσουν το θεσμικό της πλαίσιο στο θέμα της απελευθέρωσης της ενέργειας, μέσα από πρωτοβουλίες που αφορούσαν κυρίως την αποδέσμευση (unbundling), την αφαίρεση των νομοθετικών κενών (regulatory gaps) και τη συγκέντρωση της αγοράς (market concentration). Με την θέσπιση μάλιστα του σημαντικότερου νομοθετήματος για τις Σ&Ε στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ήτοι του Κανονισμού (ΕΕ) 139/2004, που τροποποίησε τον προγενέστερο (ΕΟΚ) 4064/1989, ξεκίνησε μια περίοδος καθοριστικών αναδιαρθρώσεων των επιχειρήσεων αγοράς ενέργειας μέσα στην Κοινότητα και πραγματοποιήθηκαν μερικές από τις σημαντικότερες συμφωνίες στον τομέα αυτό.

Τέλος, η μελέτη περίπτωσης που επιλέχθηκε κατά την εκπόνηση της παρούσας εργασίας δεν ήταν τυχαία, καθώς αποτέλεσε ένα από τα σημαντικότερα (και ακριβότερα) deals στην αγορά ενέργειας. Η συμφωνία εξαγοράς της γαλλικής SUEZ από την επίσης γαλλική εταιρία – κολοσσό στον τομέα της ενέργειας, Gaz de France, που οδήγησε στη δημιουργία της GDF Suez, που σήμερα είναι γνωστή με την επωνυμία ENGIE, ήταν η μεγαλύτερη συμφωνία εξαγοράς που είχε γίνει μέχρι τότε (ξεκίνησε το 2006 και ολοκληρώθηκε το 2008) στην αγορά ενέργειας και σήμερα βρίσκεται στην όγδοη θέση των μεγαλύτερων deals στην Ευρώπη όλων των εποχών<sup>142</sup>.

---

<sup>142</sup> *Largest M&A Transactions, Europe*. <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (ημ/νια πρόσβασης 27.04.2020)

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ:

- Ιωακειμίδης, Π.Κ. (2010), *Η Συνθήκη της Λισαβώνας*, Εκδ. Θεμέλιο, Αθήνα.
- Κυριαζής, Δ. (2016), *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*, Εκδ. Διπλογραφία, Αθήνα.
- Φορτσάκης, Π., Φαραντούρης, Ν. (2016), *Δίκαιο της Ενέργειας*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

### ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ:

- Akbulut, M.E. and J.G. Matsusaka (2003). *Fifty years of diversifications announcements*, SSRN Working Paper No. 469781 (published in *Financial Review*, 2010, v. 45, 231-262).
- Alchian, A. A. (1950). *Uncertainty, evolution and Economic Theory*. *Journal of Political Economy*, 58 : 211-221.
- Alexandridis, G., A. Antoniou, A. and D. Petmezas (2007). *Divergence of opinion and post-acquisition performance*. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34 (3), 439-460.
- Alexandridis, G., Ch. Mavrovitis, and N. Travlos (2012). *How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave*, *The European Journal of Finance*, 18 (8), 663-688.
- Ansoff H.I. (1965). *Corporate Strategy*. McGraw-Hill, New York, Rumelt, R.P. (1974). *Strategy, Structure and Economic Performance*. Harvard University Press, Boston, MA.
- Ashlinger, P.L. and T.E. Copeland (1996). *Growth through acquisitions: A fresh look*. *Harvard Business Review*, 74: 126-135.
- Baumol, W. J. (1965). *The stock market and economic efficiency*. New York, 1965.
- Becker, G.S. (1962). *Irrational behavior and economic theory*. *Journal of Political Economy*, 70, (1) : 1-13.
- Besanko, D., D. Dranove and M. Shanley (2000). *Economics of Strategy*. New York: John Wiley and sons, 2000.
- Bhagat, S., A. Shleifer and R. Vishny (1990). *The aftermath of hostile takeovers*, London School of Economics Discussion Paper 87, June 1990.
- Bhagat, S., M. Dong, D. Hirshleifer and R. Noah (2005). *Do tender offers create value? New methods and evidence*, *Journal of Financial Economics*, 76, 3-60.
- Bradley, M., A. Desai and H.E. Kim (1983). *The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?* *Journal of Financial Economics*, 11: 183-206.

- Capaldo, A., D. Cogman and H. Suonio (2009). *What's different about M&A in this downturn*. In the website of McKinsey.
- Chang, S. (1998). *Takeovers of privately held targets, methods of payment and bidder returns*, Journal of Finance 53, 773-784.
- Commission Decision of 9 December 2004 Declaring a Concentration Incompatible with the Common Market Pursuant to Article 8(3) of the Council Regulation (EEC) No 4064/89 (Merger Regulation (ECMR)) (Case No COMP/M.3440 – EDP/ENI/GDP), 2005 O.J. (L 302) 69.
- Communication from the Commission to the European Council and the European Parliament. An Energy Policy for Europe, Brussels 2007
- Datta, D.K., G.E. Pinches and V.K. Narayanan (1992). *Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis*. Strategic Management Journal, 13: 67-84.
- De Angelo, H. and E.M. Rice (1983). *Antitakeover charter amendments and stockholder wealth*, Journal of Financial Economics, 11: 329-360.
- De Long, G.L. (2001). *Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers*, Journal of Financial Economics, 59, 221-252.
- DeBondt, W.F. and R.H. Thaler (1985). *Does the stock market overreact?* Journal of Finance, 40,: 793-805.
- Dobbs, R., M. Goedahrt and H. Suonio (2006). *Are companies getting better at M&A?* In the website of McKinsey.
- Dodd, P. (1980). *Merger proposals and stockholder wealth*. Journal of Financial Economics, 2: 105-138.
- Doukas, J. and N. Travlos (1988). *The effect of corporate multinationalism on shareholders wealth: Evidence from international acquisitions*, Journal of Finance, 61, (2): 725-762.
- Draper, P. and K. Paudyal (2006). *Acquisitions: Private versus public*, European Financial Management, 12, 57-80.
- Duchin, R. and B. Schmidt (2013). *Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring and bad acquisitions*, Journal of Financial Economics, 107, 69-88.
- Fama, E.F. (1980). *Agency problem and the theory of the firm*. Journal of Political Economy, 88, (2): 288-307.
- Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983). *Separation of ownership and control*. Journal of law and economics, 26: 301-325.

- Fan, J.P.H. and V.K. Goyal (2006). *On the patterns and wealth effects of vertical mergers*, Journal of Business, 79, 877-902.
- Federico, G. “*The economic analysis of energy mergers in Europe and in Spain*”, Journal of Competition Law & Economics, 7(3), 603-629.
- Franks, J. and C. Mayer (1994). *Post-merger management change and restructuring*. Working paper, London Business School.
- Franks, J. and C. Mayer (1996). *Hostile takeovers and the correction of managerial failure*. Journal of Financial Economics, 40: 163-181.
- Franks, J. and R. Harris (1989). *Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The UK experience 1955-1985*, Journal of Financial Economics, 23: 225-249.
- Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*. (Chicago : 1953).
- Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*. Chicago: 1953.
- Fuller, K., J. Netter and M. Stegemoller (2002). *What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions*, Journal of Finance, 57 (4), 1763-1793.
- Galbraith, J.K. (1967). *A review of the review*. The public interest: Fall 1967.
- Gatts, R., R. Massey and Robertson, J. (1974). *Energy Conservation Program Guide for Industry and Commerce (EPIC)*. Institute for Applied Technology, National Bureau of Standards, Washington D.C.
- Geroski, P.A. (1984). *On the relationship between aggregate merger activity and the stock market*. European Economic Review, 25: 223-233.
- Golubov A., Yawson A., Zhang H. (2015). *Extraordinary Acquirers*. Journal of Financial Economics, 116 (2), 314-330.
- Golubov, A., D. Petmezas, D. and N. Travlos (2012). *Empirical M&A research: A review of methods, evidence and managerial implications*. In the Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance edited by Adrian Bell, Chris Brooks and Marcel Prokopczuk published by Edward Elgar.
- Gort M. (1969). *An Economic Disturbance Theory of Mergers*, Quarterly Journal of Economics, 11, 241-273.
- Grossman, S. and O. Hart (1980). *Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation*. Bell Journal of Economics, 11: 42-64.
- Halpern, P. (1983). *Corporate acquisitions: A theory of special cases? A review of event studies applied to acquisitions*. The Journal of Finance, 38, (2) : 297-317.

- Harford, J. (2005). *What drives merger waves*, Journal of Financial Economics, 77, 529-560.
- Harris, R.S. and D. Ravenscraft (1991). *The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the US stock market*, Journal of Finance, 46, 825-844.
- Healy, P., Palepu K. and R Ruback, R. (1992). *Does corporate performance improve after mergers?* Journal of Financial Economics, 31: 135-175.
- Hoberg, G. and G. Phillips (2010). *Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis*, Review of Financial Studies, 23, 3773-3811.
- Holl, P. and D. Kyriazis (1997). *Wealth Creation and Bid Resistance in U.K. Takeover Bids*. Strategic Management Journal, 18 (6): 483-498.
- Holl, P. and D.Kyriazis (1997a). *Wealth creation and bid resistance in UK takeover bids*. Strategic Management Journal, 18 (6): 483-498.
- Hubbard, R.G. and D. Palia (1995). *Benefits of control, managerial ownership, and the stock returns of acquiring firms*, RAND Journal of Economics, 26, 782-792.
- James, C.M. and P. Wier (1987). *Returns to acquirers and competition in the acquisition market: The case of banking*, Journal of Political Economy, 95, 355.
- Jensen, M.C. (1986). *Agency costs of free cash flows, Corporate Finance and Takeovers*. American Economic Review, 76, (2): 323-329.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976). *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 6: 95-101.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 6: 95-101.
- John, K., S. Freund, D. Nguyen and G.K. Vasudevan (2010). *Investor protection and cross – border acquisitions of private and public targets*, Journal of Corporate Finance, 16, 259-275.
- Kolasinski, A.C. and X. Li (2011). *Can strong boards and trading experience help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs*. Working Paper. University of Washington and Lehigh University.
- Lang, L.H., R.M. Stultz and R.A. Walkling (1989). *Managerial performance, Tobin’s Q and the gains from successful tender offers*. Journal of Financial Economics, 24: 137-154.
- Lewellen, W.G. (1971). *A pure financial rationale for the conglomerate merger*. Journal of Finance, 26, 521-545.
- Lewellen, W.G. (1971). *A pure financial rationale for the conglomerate merger*. Journal of Finance, 26: 521-545.

- Malatesta, P.H. and R.A. Walking (1988). *Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 20: 347-376.
- Malmendier, U. and G. Tate (2008). *Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction*. Journal of Financial Economics, 102, 507-525.
- Manne, H.G. (1965). *Mergers and the market for corporate control*. Journal of Political Economy, 3: 110-120.
- Maquieira, C.P., W.L. Megginson and L. Nail (1998). *Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers*, Journal of Financial Economics, 48, 3-33.
- Markham, J.W. (1973). *Conglomerate enterprises and public policy*. MA thesis: Harvard Graduate School of Business Administration, Boston.
- Markides C. (1995). *Diversification, restructuring and economic performance*. Strategic Management Journal, 16, (2) : 101-118.
- Marris, R.L. (1964). *The economic theory of managerial capitalism*. London. 1964.
- Martynova, M. and L. Renneboog (2008). *A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand?*. Journal of Banking and Finance, 32 (10), 2148-77.
- Masulis, R.W., C. Wang and F. Xie (2007). *Corporate governance and acquirer returns*, Journal of Finance, 62, 1851-1889.
- Mitchel, M., T. Pulvino and Stafford, E. (2004), *Limited arbitrage in equity markets*, Journal of Finance, 57, 551-584.
- Mitchell, M.L. and J.H. Mullerin (1996). *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*, Journal of Financial Economics, 41, 193-229.
- Moeller, S.B., F.P. Schlingemann and R.M. Stulz (2004). *Firm size and the gains from acquisitions*, Journal of Financial Economics, 73, 201-228.
- Moeller, S.B., F.P. Schlingemann and R.M. Stulz (2005). *Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave*, Journal of Finance, 60 (2), 757-782.
- Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny (1990). *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* Journal of Finance, 45 (1): 31-48.
- Mueller, D.C. (1980). *The determinants and effects of mergers: An international comparison*. Publication of the Science Center Berlib, 24 (International Institute of Management: 1980).
- Myers, S.C. and N.S. Majluf (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics, 13: 187-221.

- Myers, S.C. and N.S. Majluf (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have*, Journal of Financial Economics, 13, 187-221.
- Officer, M.S., A. Polsen and M. Stegemoller (2009). *Target-firm information asymmetry and acquirer returns*, Review of Finance, 13, 467-493.
- Polemis, M.L., Oikonomou, A. (2018), *How effective are remedies in merger cases? A European and national assessment*, European Competition Journal.
- Porter, M. (1985) *Competitive Advantage*, (New York: Free Press, 1985).
- Porter, M. (1985). *Competitive Advantage*, (New York: Free Press, 1985).
- Prahalad, C.K. and G. Hamel (1990). *The core competence of the corporation*. Harvard Business Review, May/June 1990, 79-91.
- Ravenscraft, D. and F. Scherer (1988). *Mergers and Managerial Performance*. In: Knights and Raiders, ed. by Coffe J. Ackerman C. (Oxford University Press, 1988) : 194-210.
- Rehm, W. and A. West (2015): *"M&A 2015: News highs and a new tone"* In the website of McKinsey.
- Rhodes-Kropf, M. and S. Viswanthan (2004). *Market valuation and merger waves*, Journal of Finance, 59, 2685-2718.
- Rhodes-Kropf, M. and S. Viswanthan (2005). *Valuation waves and merger activity*, Journal of Financial Economics, 77, 561-603.
- Roll, R. (1986). *The hubris hypothesis of corporate takeovers*. Journal of Business, 59 (2): 197-216.
- Shelton, L. (1988). *Strategic business fits and corporate acquisition: Empirical evidence*. Strategic Management Journal, 9, (2): 279-287.
- Shiller, R.J. (1984). *Stock prices and social dynamics*. Brookings Papers on Economic Activity, 2: 457-498.
- Shiller, R.J. (1989). *Fashions, fads and bubbles in financial markets*. In: *Takeovers, and contests for corporate control*, ed. By Coffee C., Lowenstein L. and Ackerman S.R. (Oxford University Press: Oxford 1989).
- Shleifer A. and R.W. Vishny (2003). *Stock market driven acquisitions*, Journal of Financial Economics, 70, 295-311.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny (1986). *Large shareholders and corporate control*. Journal of Political Economy, 94: 461-489.
- Stulz, R.M. (1988). *Managerial control of voting rights*. Journal of Financial Economics, 20: 25-54.



- Sudarsanam, S. (1991). *Defensive strategies of target firms in UK contested takeovers*, Managerial Finance, 17 (6): 47-56.
- Sudarsanam, S., P. Holl and A. Salami (1996). *Shareholder wealth gains in mergers: Effect of synergy and ownership structure*. Journal of Business Finance and Accounting, 23 (6): 673-698.
- Sudarsanam, S. (1994). *Defensive strategies of target firms in UK contested take-over bids: A survey*. City University Business School, Working Paper 94.
- Walking, R.A. (1985). *Predicting tender offer success*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 20: 461-478.
- Winter, S.G. (1964). *Economic natural selection and the theory of the firm*, Yale Economic Essays: Spring 1964.

#### ΑΝΑΡΤΗΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ:

- Neelie Kroes, 2007: *More competitive energy markets: building on the findings of the sector inquiry to shape the right policy solutions*, [[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH\\_07\\_547](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_07_547) , ημ/νια πρόσβασης 10.4.2020].
- *Communication from the Commission to the Council - Report on the functioning of Regulation No 139/2004 /\* COM/2009/0281 final \*/* [<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52009DC0281> , ημ/νια πρόσβασης 16.9.2020].
- *Largest M&A Transactions, Europe*. [<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>, ημ/νια πρόσβασης 27.04.2020]
- *Engie to exit 20 countries, refine transition growth strategy*. [<https://www.powermag.com/engie-to-exit-20-countries-refine-transition-growth-strategy/> ημ/νια πρόσβασης 27.04.2020].
- Ward, A., Exley, P. and Philips, P. (2007). *European energy regulatory policy and its impact on M&A in the energy sector*, [[https://content.next.westlaw.com/3-280-7952?\\_lrTS=20201010145319317&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://content.next.westlaw.com/3-280-7952?_lrTS=20201010145319317&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true) , ημ/νια πρόσβασης 20.5.2020].