



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ &
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**Μ.Π.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ &
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**THE NEW LEGAL FRAMEWORK
ON TAKEOVER BIDS**

**ΓΚΑΤΣΟΥ ΕΥΔΟΚΙΑ
Α.Μ. : ΜΧΡΗ/0508**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΛΕΚΤΟΡΑΣ Π. ΣΤΑΪΚΟΥΡΑΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

**ΛΕΚΤΟΡΑΣ
ΑΝΑΠΛ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΑΝΑΠΛ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ**

**Π. ΣΤΑΪΚΟΥΡΑΣ
ΕΜ.ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ
Ν.ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ**

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΙΟΥΛΙΟΣ 2007

Ευχαριστώ πολύ τον επιβλέποντα καθηγητή, Λέκτορα κο Παναγιώτη Σταϊκούρα για την πολύτιμη βοήθεια που μου πρόσφερε κατά τη διάρκεια της συγγραφής της διπλωματικής μου εργασίας, καθώς και για την άριστη συνεργασία μας.

Πίνακας Περιεχομένων

	Σελίδα
Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή	4
1.1 Εισαγωγή	4
1.2 Σκοπός της μελέτης	5
Κεφάλαιο 2 : Η Θεωρία των Εξαγορών	6
2.1 Έννοιες και ορισμοί	6
2.2 Τύποι Εξαγορών	7
2.3 Η αναγκαιότητα της δημόσιας πρότασης αγοράς	8
2.4 Στοιχεία που πρέπει να ληφθούν υπόψη πριν την απόφαση ανακοίνωσης δημόσιας πρότασης εξαγοράς	9
2.5 Αίτια πραγματοποίησης εξαγορών	11
2.6 Αίτια αποτυχίας εξαγορών	16
2.7 Αξιολόγηση αποτελεσματικότητας εξαγορών	20
Κεφάλαιο 3 : Η Ευρωπαϊκή Οδηγία 2004/25/EC και η ενσωμάτωση της στο Ελληνικό Δίκαιο	25
3.1 Εισαγωγή	25
3.2 Η Ευρωπαϊκή Οδηγία 2004/25/EC	25
3.3 Ο νόμος 3461/2006 και η σύγκριση του με την απόφαση 2/258/2002	28
3.3.1 Ορισμοί	30

3.3.2 Πεδίο εφαρμογής	31
3.3.3 Αρμόδια Αρχή	32
3.3.4 Γενικές αρχές της Δημόσιας Πρότασης	34
3.3.5 Προαιρετική και υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση	36
3.3.6 Υποχρέωση δημοσιοποίησης της πρότασης και ενημέρωσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	41
3.3.7 Αστική ευθύνη	45
3.3.8 Υποχρεώσεις και γνώμη του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρίας	46
3.3.9 Εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας	50
3.3.10 Αποδοχή της δημόσιας πρότασης, ανάκληση και αναθεώρηση	52
3.3.11 Ανταγωνιστικές προτάσεις	55
3.3.12 Ενημέρωση των αρχών	56
3.3.13 Δημοσίευση των αποτελεσμάτων της δημόσιας πρότασης	58
3.3.14 Δικαίωμα εξαγοράς και δικαίωμα εξόδου, δύο νέα δικαιώματα	58
3.3.15 Κυρώσεις	69
Κεφάλαιο 4 : Επίλογος	70
4.1 Επίλογος	70
Βιβλιογραφία	73

Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγή

Οι εξαγορές επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών είναι ένα φαινόμενο το οποίο τα τελευταία χρόνια σημειώνει σημαντική αύξηση σε όλους τους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Οι εταιρείες καταλήγουν σε αυτή την απόφαση στρατηγικής στην προσπάθειά τους να ακολουθήσουν τις ραγδαίες εξελίξεις της αγοράς. Η αγορά αλλάζει καθημερινά, γίνεται ολοένα και πιο απαιτητική και για αυτό τον λόγο οι επιχειρήσεις κάθε είδους προσπαθούν να αποκτήσουν μεγαλύτερη θέση στον έλεγχο της αγοράς, να μειώσουν τον ανταγωνισμό και να δημιουργήσουν περισσότερο ευνοϊκές συνθήκες για την επιχειρηματική ζωή τους. Για τους λόγους αυτούς οι περισσότερες εταιρείες οδηγούνται στη λήψη αποφάσεων εξαγοράς των ανταγωνιστών τους με σκοπό να ενώσουν τις δυνάμεις τους και να αποκτήσουν την θέση που κατείχε στην αγορά η εταιρεία στόχος.

Όταν μια επιχείρηση αποδίδει λιγότερο από τον κλάδο στον οποίο ανήκει είναι πιθανός στόχος εξαγοράς γιατί τα έσοδα που έχει δεν είναι ανάλογα με τα αναμενόμενα. Αυτό πολλές φορές είναι αποτέλεσμα της κακής σχέσης ανάμεσα στους μετόχους της επιχείρησης και στους managers που την διοικούν καθώς τα κίνητρα των managers συχνά αποκλίνουν από τα κίνητρα των μετόχων. Το διοικητικό συμβούλιο κάθε εταιρίας, ελέγχει τους διευθύνοντες συμβούλους και αν θεωρηθεί ότι πράττουν κάτω από προσωπικά κίνητρα και δεν αποφασίζουν με βάση τα κέρδη και την ευημερία της επιχείρησης, καλείται να τους απομακρύνει από την θέση τους. Στην περίπτωση αποτυχίας συχνά οι εταιρίες αυτές οδηγούνται σε εξαγορά με στόχο την αποτελεσματικότερη πορεία της εταιρίας.

Η διαδικασία της εξαγοράς μπορεί να φαίνεται απλή αλλά ουσιαστικά είναι περίπλοκη και συναντά πολλά προβλήματα. Η αντίδραση των μετόχων στην πρόταση εξαγοράς της εταιρίας εξαρτάται από το εάν πιστεύουν ότι το νέο ιδιοκτησιακό καθεστώς θα βοηθήσει την εταιρία ή όχι. Στην περίπτωση που οι μέτοχοι διαφωνούν, η εξαγορά είναι εχθρική και ανακύπτουν προβλήματα από την στάση που θα κρατήσει το

διοικητικό συμβούλιο για να εμποδίσει την εξαγορά. Κάποια από τα προβλήματα αυτά εξαλείφονται με την θέσπιση νόμων για την διευκόλυνση της διαδικασίας των εξαγορών, καθώς τα στοιχεία και οι μελέτες από εξαγορές που ολοκληρώθηκαν, έχουν αποδείξει ότι συμβάλλουν θετικά στην βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας μιας εταιρίας.

1.2 Σκοπός της μελέτης

Υπάρχουν πολλές μελέτες που τονίζουν την σπουδαιότητα των εξαγορών, τα οφέλη που προκύπτουν από αυτές καθώς και τα προβλήματα που καλείται να αντιμετωπίσει ο προτείνων σε μια διαδικασία εξαγοράς. Σκοπός της διατριβής αυτής είναι να αναφερθούμε στο θεωρητικό υπόβαθρο της διαδικασίας εξαγοράς αλλά κυρίως να επικεντρωθούμε στην αλλαγή του θεσμικού πλαισίου που σημειώθηκε με το νόμο 3461/2006, ο οποίος στηρίζεται στην οδηγία 2004/25/EC, και να συγκρίνουμε το νέο πλαίσιο με το ήδη ισχύον της ελληνικής απόφασης 2/258/2002 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Με την νέα απόφαση έγιναν τροποποιήσεις, σε τομείς πολύ σημαντικούς όπως η προστασία των μικρομετόχων, η δυνατότητα αντίδρασης της εταιρίας στόχου σε μια δημόσια πρόταση εξαγοράς, η δυνατότητα αποδοχής ανταγωνιστικής δημόσιας πρότασης, η δυνατότητα αποχώρησης από την εταιρία των μετόχων που δεν αποδέχτηκαν τη δημόσια πρόταση και σε πολλούς άλλους τομείς.

Πρωταρχικός στόχος της διατριβής αυτής είναι η αναλυτική παρουσίαση του νέου νόμου ώστε να γίνει απολύτως κατανοητό το θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο διενεργείται μια δημόσια πρόταση εξαγοράς. Στη συνέχεια προκειμένου να τονίσουμε τις αλλαγές που έγιναν στην προσπάθεια διευκόλυνσης της διαδικασίας εξαγοράς θα αναλύσουμε, παράλληλα με το νέο νόμο, την απόφαση 2/258/2002 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και θα συγκρίνουμε το νέο θεσμικό πλαίσιο με το παλαιό.

Κεφάλαιο 2 : Η θεωρία των Εξαγορών

2.1 Έννοιες και ορισμοί ¹

Ως εξαγορά ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος ή κινητών αξιών ή συνδυασμό και των δύο. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και συγχωνευτικές με την εξής διαφορά: Στην απλή εξαγορά, η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υφίσταται ενώ στην συγχωνευτική εξαγορά παύει να υπάρχει.

Η δημόσια πρόταση εξαγοράς είναι η πρόταση που απευθύνεται στους κατόχους κινητών αξιών μιας εταιρίας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αξιών, για την απόκτηση του συνόλου ή μέρος των αξιών αυτών. Το έτος 2000 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ρύθμισε για πρώτη φορά στο Ελληνικό Δίκαιο το ζήτημα της δημόσιας πρότασης αγοράς μετοχών, ένα ζήτημα το οποίο με τη πάροδο του χρόνου και με τις μεγάλες αλλαγές που συντελούνται στην αγορά και στην επιχειρηματική πραγματικότητα, αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη σημασία.

¹ Παπαδάκης Β, « Στρατηγική των Επιχειρήσεων :Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», (Εκδόσεις Ι.Μπένου 2002).

2.2 Τύποι Εξαγορών²

Οι εξαγορές ανάλογα με το είδος τους διακρίνονται σε :

- ❖ Οριζόντιες : όταν και οι δύο επιχειρήσεις παράγουν τα ίδια προϊόντα, με βασικό σκοπό την ενίσχυση της θέσης στην αγορά, της εταιρίας που προτείνει την εξαγορά
- ❖ Κάθετες : όταν μεταξύ τους υπάρχει σχέση πελάτη – προμηθευτή και αποσκοπούν στην καθετοποίηση της παραγωγής, τον πλήρη έλεγχο των τιμών και τη μείωση του κόστους παραγωγής
- ❖ Συμπληρωματικές : όταν οι δραστηριότητες των δύο επιχειρήσεων είναι αλληλοσυμπληρούμενες και ασυσχέτιστες

Ανάλογα με την διαδικασία πραγματοποίησής τους διακρίνονται σε :

- ❖ Φιλικές³ : όπου οι δύο εταιρείες επιθυμούν την εξαγορά και καθορίζουν από κοινού το αντίτιμο και σε
- ❖ Εχθρικές/επιθετικές : όπου η διοίκηση της εταιρείας-στόχου δεν εγκρίνει την πρόταση εξαγοράς

Με τον όρο επιθετική⁴ εξαγορά χαρακτηρίζεται η διαδικασία συγκέντρωσης μετοχών μιας εισηγμένης εταιρίας από μια ανταγωνιστική συνήθως επιχείρηση, με σκοπό να αποκτήσει η δεύτερη τον έλεγχο της πρώτης σταδιακά. Για να πραγματοποιηθεί βέβαια αυτή η διαδικασία είναι απαραίτητο να υπάρχει μεγάλη διασπορά στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας στόχου, ώστε να μην συγκεντρώνεται όλο το μετοχικό κεφάλαιο σε λίγους μετόχους οι οποίοι είναι πιθανό να

² Παναγοπούλου Α, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις χρηματοοικονομικών οργανισμών», (2002) Πανεπιστήμιο Πειραιώς, τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση.

³ Η δημόσια πρόταση εξαγοράς αναφέρεται σε εχθρικές εξαγορές για αυτό και δεν θα ασχοληθούμε περαιτέρω με τις φιλικές, αναφέρουμε απλώς την έννοια φιλικές εξαγορές ως είδος διάκρισης. Από εδώ και στο εξής η λέξη εξαγορά αφορά τις εχθρικές εξαγορές.

⁴ Παπαδάκης Β, « Στρατηγική των Επιχειρήσεων :Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», (Εκδόσεις Ι. Μπένου 2002).

αντιτίθενται στην εξαγορά. Είναι επίσης σημαντικό να τονίσουμε ότι όσο πιο μικρό ποσοστό μετοχών έχει η διοίκηση της εταιρίας στόχου, τόσο πιο εύκολη είναι η ολοκλήρωση της εξαγοράς για την επιχείρηση που την εποφθαλμιά, καθώς είναι πιο εύκολο να συγκεντρώσει μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών από τους μικρομετόχους.

Η επιθετική εξαγορά είναι το έσχατο όπλο για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να συνεργαστούν αλλά είναι και η πιο συχνή μορφή εξαγοράς καθώς συνήθως η διοίκηση της επιχείρησης στόχου είναι αντίθετη στην πρόταση εξαγοράς. Οι λόγοι για αυτή την άρνηση είναι προφανείς αφού με την ολοκλήρωση της διαδικασίας εξαγοράς το διοικητικό συμβούλιο και οι διευθύνοντες σύμβουλοι της εξαγοραζόμενης εταιρίας θα αντικατασταθούν από άτομα εμπιστοσύνης των νέων ιδιοκτητών της εταιρίας.

2.3 Η αναγκαιότητα της δημόσιας πρότασης αγοράς⁵

Η απόκτηση του ελέγχου εταιρίας της οποίας οι μετοχές είναι διάσπαρτες σε μεγάλο αριθμό επενδυτών αποτελεί πολύ δύσκολο εγχείρημα. Για το λόγο αυτό διαμορφώθηκε η δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών και αποτελεί την πιο αποτελεσματική μέθοδο συγκέντρωσης του ελέγχου εταιρίας με πληθώρα μικροεπενδυτών. Στη περίπτωση που δεν γίνει δημόσια πρόταση, ο μόνος εναλλακτικός τρόπος απόκτησης του ελέγχου είναι η σταδιακή αγορά των μετοχών της εταιρίας μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Αυτή η μέθοδος είναι όμως κατά κανόνα προβληματική καθώς παρουσιάζει εμπόδια που είναι δύσκολο να ξεπεραστούν. Από τη μια, η σταδιακή αγορά των μετοχών θα οδηγήσει σε άνοδο της χρηματιστηριακής τους τιμής καθιστώντας ασύμφορη την απόκτηση του ελέγχου, και από την άλλη στη περίπτωση αυτή το κόστος πιθανής αποτυχίας είναι μεγάλο, αφού αυτός που επιδιώκει την απόκτηση του ελέγχου είναι πιθανό να βρεθεί με ένα σημαντικό αριθμό μετοχών αρκετά υπερτιμημένων μιας εταιρίας που δεν ελέγχει. Είναι προφανές ότι εάν φθάσει σε αυτό το σημείο θα είναι δύσκολο να πουλήσει τις μετοχές που αγόρασε και να

⁵ Μεταλληνός Α., «Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών», εις Εξαγορά Επιχειρήσεων (10^ο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικόλογων, Σάκουλας, 2001).

αποδεδειγμένη από την εταιρία χωρίς να χάσει μέρος του επενδυμένου κεφαλαίου, γιατί η πώληση θα οδηγήσει σε πτώση της τιμής των μετοχών.

Αντίθετα μέσω της δημόσιας πρότασης ο προτείνων μπορεί να προσφέρει μια τιμή αρκετά μεγαλύτερη από την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής ώστε να εξασφαλίσει την επιτυχία της εξαγοράς, αποφεύγει όμως τη δημιουργία υπερβολικών προσδοκιών και την αύξηση της τιμής σε υπερβολικό επίπεδο.

2.4 Στοιχεία που πρέπει να ληφθούν υπόψη πριν την απόφαση ανακοίνωσης δημόσιας πρότασης εξαγοράς

Υπάρχουν πολλοί λόγοι επιτυχίας ή αποτυχίας σε μια διαδικασία εξαγοράς, καθώς αποτελεί μια μακρόχρονη διαδικασία και σε αυτό το διάστημα είναι πιθανό να ανακύψουν πολλά προβλήματα⁶. Πριν αναφερθούμε στα αίτια επιτυχίας ή αποτυχίας, είναι χρήσιμο να αναλύσουμε τα στοιχεία που πρέπει να λάβει σοβαρά υπόψη η επιχείρηση που κάνει την πρόταση εξαγοράς.

Αρχικά είναι πολύ σημαντικό να είναι συνειδητοποιημένοι οι λόγοι της εξαγοράς, δηλαδή να γνωρίζει η επιχείρηση που θα κάνει την πρόταση τι ακριβώς περιμένει να επιτύχει με αυτή τη διαδικασία. Είναι σημαντικό να έχει ελέγξει τα προτερήματα και τα μειονεκτήματα αυτής της πρότασης ώστε να μπορέσει να προβλέψει τα αποτελέσματα. Επίσης είναι εξίσου σημαντικό να μην αποκαλύψει την πρόθεση εξαγοράς σε ανταγωνιστές πριν από την ανακοίνωση της πρότασης, γιατί σε αυτή τη περίπτωση είναι πολύ πιθανό οι ανταγωνιστές να κάνουν και εκείνοι μια πρόταση εξαγοράς στην εταιρία στόχο και να εμποδίσουν την αρχική πρόταση. Επιπλέον, μια πρόωγη ανακοίνωση πρότασης εξαγοράς δίνει, όχι μόνο στους ανταγωνιστές αλλά και στην επιχείρηση στόχο, τον χρόνο να αμυνθούν και να δημιουργήσουν προβλήματα στη διαδικασία εξαγοράς.

Ένα άλλο πολύ βασικό σημείο είναι ο σωστός χρηματοοικονομικός έλεγχος και η σωστή ανάλυση των οικονομικών στοιχείων και των δύο εταιριών. Όσο αφορά την

⁶ Scharstein D., «The disciplinary role of takeovers» (1988), The Review of economic studies, Vol 55
Grossman S, Hart O., «Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation» (1980), The Bell Journal of Economics, Vol. 11.

επιχείρηση που θα κάνει την πρόταση εξαγοράς είναι χρήσιμο να γνωρίζει πολύ καλά την οικονομική της κατάσταση και να μην προτείνει στην εξαγοράζουσα εταιρία ένα ποσό που τελικά δεν μπορεί να διαθέσει. Όσο όμως αφορά και την επιχείρηση στόχο είναι επίσης σημαντικό να έχει ελεγχθεί σωστά, από την επιχείρηση που επιθυμεί να την αγοράσει, η χρηματιστηριακή της αξία και η γενική της οικονομική κατάσταση ώστε να μην υπερτιμηθεί και να αγορασθεί σε τιμή πολύ μεγαλύτερη της πραγματικής της αξίας. Αυτό θα ήταν λάθος από την πλευρά του αγοραστή και ίσως η εξαγορά να μην είχε το επιθυμητό αποτέλεσμα.

Είναι επίσης σημαντικό η εταιρία αγοραστής να είναι πλήρως προετοιμασμένη όταν θα κάνει την πρόταση εξαγοράς, ώστε να τηρηθούν τα χρονικά περιθώρια που ορίζει η νομοθεσία για μια τέτοια διαδικασία και να μην υπάρξουν καθυστερήσεις που πιθανό είναι να δημιουργήσουν περαιτέρω προβλήματα.

Σε μια διαδικασία εξαγοράς πρέπει να υπάρχει ξεκάθαρο όραμα⁷. Είναι πολύ σημαντικό τα ανώτερα στελέχη και των δύο επιχειρήσεων να βοηθήσουν τους υπαλλήλους να καταλάβουν τον σκοπό της εξαγοράς, την πολιτική που θα ακολουθηθεί αλλά και τον ρόλο του κάθε υπαλλήλου σε αυτή τη διαδικασία. Ιδιαίτερα όσο αφορά εξαγορές πολύ μεγάλων επιχειρήσεων με αναρίθμητους υπαλλήλους είναι κατανοητό ότι οι υπάλληλοι αυτοί δεν γίνεται να αντικατασταθούν, τουλάχιστον όχι άμεσα. Έτσι είναι σημαντικό να νιώσουν σταθερότητα και εμπιστοσύνη στο νέο ιδιοκτησιακό καθεστώς, ώστε να προσπαθήσουν να συμβάλουν όσο περισσότερο μπορούν στην επιτυχία της νέας εταιρίας.

Το δυσκολότερο στοιχείο όλης αυτής της διαδικασίας, είναι η διαχείριση των ανθρωπίνων πόρων. Το πιο συνηθισμένο λάθος είναι ότι τα στελέχη της εταιρίας που κάνει την πρόταση εξαγοράς, θεωρούν ότι οι υπάλληλοι και τα στελέχη της εξαγοραζόμενης εταιρίας δεν έχουν πρόβλημα με την νέα ιδιοκτησιακή κατάσταση. Είναι όμως προφανές ότι το ανθρώπινο δυναμικό της εξαγοραζόμενης εταιρίας είναι δυσαρεστημένο καθώς ιδιαίτερα σε μια εχθρική εξαγορά, οι φόβοι είναι πολλοί. Οι άνθρωποι της εταιρίας που έχει τον ρόλο του αγοραστή σε αυτή τη διαδικασία, πρέπει να είναι προετοιμασμένοι να αφιερώσουν αρκετό χρόνο σε προβλήματα που μπορεί να επηρεάσουν την παραγωγικότητα, τις σχέσεις μεταξύ των νέων συναδέλφων, που δημιουργούν συναισθήματα κατωτερότητας και ανησυχίας (εφόσον οι υπάλληλοι της

⁷ Hitt M.A., Hoskisson, «Strategic Management: Competitiveness and Globalization», South Western College Publishing, 2001, 4th Edition.

εξαγοραζόμενης εταιρίας αισθάνονται ότι θα χάσουν τις θέσεις τους). Τα καλύτερα αποτελέσματα σε μια διαδικασία εξαγοράς, έρχονται μέσα από την συνεργασία για αυτό όσο πιο γρήγορα καταφέρουν οι εργαζόμενοι και των δύο εταιριών να εργαστούν σαν μια ομάδα, τόσο πιο γρήγορα και πιο καλά θα είναι τα αποτελέσματα. Είναι ουσιώδες να αφιερωθεί όσος χρόνος χρειάζεται στην επίλυση των προβλημάτων και των δυσαρεσκειών του ανθρώπινου δυναμικού καθώς αυτό αποτελεί και την ψυχή της κάθε εταιρίας. Οι μέτοχοι, οι διευθυντές και όλα τα στελέχη που πιστεύουν στην ολοκλήρωση αυτής της διαδικασίας, είναι καλό να γνωρίζουν ότι το καλύτερο αποτέλεσμα και τα μέγιστα δυνατά κέρδη, παράγονται από το συνδυασμό των καλύτερων στοιχείων και των δύο εταιριών.

2.5 Αίτια πραγματοποίησης εξαγορών⁸

Οι λόγοι που οδηγούν μια επιχείρηση σε μια στρατηγική ανάπτυξης μέσω μιας δημόσιας πρότασης εξαγοράς είναι ποικίλοι και περίπλοκοι και διακρίνονται σε βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους. Ανάλογα με το τι επιθυμεί να κερδίσει η κάθε εταιρία από την πραγματοποίηση της εξαγοράς, θέτει τους στόχους της και λαμβάνει τις ανάλογες αποφάσεις.

Σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο ένας πολύ σημαντικός παράγοντας για την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς είναι η αύξηση των κερδών ανά μετοχή, η οποία ουσιαστικά δημιουργεί υπεραξία για τους μετόχους. Εξίσου σημαντικός παράγοντας είναι και τα φορολογικά οφέλη, που προκύπτουν είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών είτε μέσω της αύξησης των ορίων των αποθεματικών, είτε μέσω συνδυασμού και των δύο. Επίσης, σημαντικός παράγοντας είναι και η αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας που προκύπτει από την μεγέθυνση της αγοράστριας επιχείρησης καθώς και η βελτίωση της χρηματοοικονομικής της θέσης.

⁸ Παναγοπούλου Α., «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις χρηματοοικονομικών οργανισμών»,(2002) Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Π.Μ.Σ. στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση.

Πετροπούλου Α., «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Τραπεζών», (2005) Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, Π.Μ.Σ στην Οργάνωση και Διοίκηση Επιχειρήσεων.

Οι παράγοντες αυτοί όμως, δεν αποτελούν τον κυρίαρχη αιτία για μια απόφαση εξαγοράς, καθώς η διαδικασία αυτή είναι μακροχρόνια και δαπανηρή. Συνεπώς τα οφέλη που αναμένουν οι επιχειρήσεις να κερδίσουν από μια τέτοια διαδικασία είναι πολύ σημαντικά για την μετέπειτα πορεία τους. Έτσι οι ουσιαστικοί λόγοι που οδηγούν στην απόφαση εξαγοράς είναι οι μακροχρόνιοι και είναι οι παρακάτω.

Ένας πολύ βασικός παράγοντας για τη λήψη μιας τέτοιας απόφασης είναι η εκμετάλλευση των οικονομικών κλίμακας⁹ από το αυξημένο μέγεθος της νέας επιχείρησης. Οι οικονομίες κλίμακας προκύπτουν κυρίως όταν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση και η αγοράστρια βρίσκονται στον ίδιο κλάδο και συνεπώς με την εξαγορά μειώνονται πολλά σημαντικά κόστη όπως : η διαχείριση αποθεμάτων, η αγορά πρώτων υλών και τα διάφορα κόστη στον τομέα της παραγωγής. Επίσης, σημαντικές μειώσεις του κόστους εμφανίζονται και σε τομείς όπως η έρευνα και η ανάπτυξη. Η εκμετάλλευση λοιπόν των οικονομιών κλίμακας είναι ένας πολύ σημαντικός παράγοντας για μια πρόταση εξαγοράς, καθώς στην περίπτωση αυτή η αγοράστρια εταιρία, που ίσως αντιμετώπιζε δυσκολίες, τις οποίες δεν μπορεί να ξεπεράσει, με την εξαγορά αντιμετωπίζει τις δυσκολίες σε τομείς που η εταιρία στόχος έχει πολύ καλά αποτελέσματα και παράλληλα μειώνει τον ανταγωνισμό. Ο ανταγωνισμός αποτελεί ένα από τα σοβαρότερα προβλήματα της σύγχρονης αγοράς καθώς νέες επιχειρήσεις δημιουργούνται συνεχώς και στην κάθε μια αναλογεί ένα κομμάτι της αγοράς μεγάλο ή μικρό. Η κάθε επιχείρηση στην προσπάθεια της να κερδίσει όλο και μεγαλύτερο μέρος της αγοράς καταφεύγει σε κινήσεις εξαγοράς, με σκοπό να μειωθεί ο ανταγωνισμός και το ποσοστό της αγοράς που κατείχε η εξαγορασθείσα εταιρία να ανήκει τώρα στην αγοράστρια. Με την πρακτική αυτή αυξάνεται το πελατολόγιο της εταιρίας, οι πωλήσεις και συνεπώς τα κέρδη, που αυτός είναι και ο βασικός στόχος κάθε εταιρίας.

Σε συνδυασμό με την εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας, μια επιχείρηση που οδηγείται σε απόφαση εξαγοράς μιας άλλης αποσκοπεί και στην εκμετάλλευση των οικονομιών φάσματος. Οι οικονομίες φάσματος δημιουργούνται από την καθετοποίηση της παραγωγής και έχουν σαν αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους, αφού οι προμηθευτές και οι παραγωγοί τώρα ενοποιούνται.

⁹ Jensen M., «Takeovers: their causes and consequences», (1988), Harvard Business School.

Ένας εξίσου σημαντικός παράγοντας είναι ο συνδυασμός και η αλληλοσυμπλήρωση των πόρων¹⁰. Οι πόροι συμπεριλαμβάνουν στοιχεία από τις πρώτες ύλες, μέχρι τον επαγγελματικό χώρο (καταστήματα, αποθήκες κτλ) και το ανθρώπινο δυναμικό. Σε αυτή την περίπτωση η επιχείρηση αγοραστής συνήθως αποσκοπεί στην εκμετάλλευση κάποιων προτερημάτων της επιχείρησης στόχου, όπως για παράδειγμα μπορεί να είναι η πρόσβαση της σε φθηνές πρώτες ύλες, το δίκτυο διανομής, τα καταστήματα, η πληθώρα ικανών στελεχών αλλά ακόμα και το πελατολόγιο της.

Σχετικός παράγοντας με τους δύο προηγούμενους αλλά και πολύ σημαντικός είναι η αύξηση του μεριδίου αγοράς, η ισχυροποίηση της αγοράστριας επιχείρησης. Όταν μια διαδικασία εξαγοράς ολοκληρώνεται, αυξάνεται και η δύναμη της επιχείρησης λόγω του μεγαλύτερου μεγέθους. Επίσης αυξάνεται και το μέγεθος της θέσης της στην αγορά, καθώς πλέον καταλαμβάνει και την θέση της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Αυτό της επιτρέπει να αντιμετωπίσει με μεγαλύτερη σιγουριά τους ανταγωνιστές της σε εσωτερικό και εξωτερικό, αλλά και να πραγματοποιήσει μεγαλύτερα κέρδη. Από την άλλη μεριά, η αύξηση της δύναμης μιας επιχείρησης στην αγορά, την διευκολύνει να προσεγγίσει ικανότερα στελέχη και να τοποθετηθεί καλύτερα στον κλάδο της. Με την έννοια της καλύτερης τοποθέτησης, εννοούμε ότι με την ισχυροποίηση της αυτή, η αγοράστρια επιχείρηση αυξάνει τη δύναμη της στις σχέσεις της με τους προμηθευτές, τους πελάτες αλλά και τους ανταγωνιστές. Έτσι μπορεί να αντιμετωπίσει καλύτερα τον ανταγωνισμό και να είναι πιο αποτελεσματική στην πραγματοποίηση υψηλών κερδών.

Ένα πολύ σημαντικό πρόβλημα που αντιμετωπίζουν όλες οι επιχειρήσεις όταν θέλουν να δραστηριοποιηθούν σε μια νέα αγορά είναι τα εμπόδια εισόδου. Παραδείγματος χάρη η είσοδος σε μια νέα αγορά μπορεί να απαιτεί πολύ μεγάλα ποσά επένδυσης για εξοπλισμό, εγκαταστάσεις, διαφήμιση και προώθηση των προϊόντων τους για να μπορέσουν να πετύχουν οικονομίες κλίμακας και έτσι να καταφέρουν να προσφέρουν τα προϊόντα τους σε ανταγωνιστική τιμή. Εδώ εμφανίζεται και η ανάγκη εξαγοράς μιας άλλης επιχείρησης που έχει όλα αυτά που χρειάζεται η αγοράστρια και που ίσως δεν τα χρησιμοποιεί με τον πιο επωφελή τρόπο. Έτσι με την ολοκλήρωση της

¹⁰ Παπαδάκης Β, « Στρατηγική των Επιχειρήσεων :Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», (Εκδόσεις Ι.Μπένου 2002).

εξαγοράς ξεπερνώνται τα εμπόδια εισόδου και η αγοράστρια εταιρία μπορεί να δραστηριοποιηθεί στη νέα αγορά. Μια τέτοιου είδους εξαγορά θα προσφέρει στην αγοράστρια εταιρία όχι μόνο τη γνώση της νέας αγοράς και των προτιμήσεων των καταναλωτών, αλλά πιθανώς και μια ήδη εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη στο όνομα της επιχείρησης στόχου.

Είναι γνωστό ότι μια καινοτομία ή μια διαφοροποίηση της παραγωγής, χρειάζεται μεγάλο χρονικό διάστημα μέχρι να αρχίσει να αποδίδει και να αποφέρει κέρδη σε μια επιχείρηση. Συνεπώς μια τέτοια διαδικασία ενέχει υψηλό κίνδυνο, για αυτό και τα στελέχη μιας επιχείρησης προσανατολίζονται στη διαδικασία εξαγοράς θεωρώντας τη, τη καλύτερη λύση, προκειμένου να αποφύγουν το ρίσκο μιας δημιουργίας προϊόντος από την αρχή. Σε περιπτώσεις όπου η αγοράστρια εταιρία δεν έχει γνώσεις ή εμπειρία σε κάποιο τομέα παραγωγής, αλλά θεωρεί σωστή κίνηση, για την αύξηση των πωλήσεων της αλλά και για την οικονομική της ευημερία, να επεκταθεί σε αυτό τον τομέα, έχει αποδειχθεί από ολοκληρωμένες εξαγορές του παρελθόντος ότι μια κίνηση εξαγοράς εταιρίας με γνώσεις στο αντικείμενο είναι πιο κερδοφόρα μακροχρόνια. Επίσης, μια επιχείρηση μπορεί μέσω της διαφοροποίησης των δραστηριοτήτων της με την εξαγορά κάποιας άλλης επιχείρησης, να μειώσει την εποχικότητα των πωλήσεων της και συνεπώς την ευαισθησία των εσόδων της στις συνθήκες της αγοράς και να κερδίσει περισσότερη εμπιστοσύνη από τους πελάτες της.

Ένας ακόμη λόγος που οδηγεί τις επιχειρήσεις σε αποφάσεις εξαγοράς είναι η θέληση για την εξάλειψη της μειωμένης αποδοτικότητας¹¹ της εταιρείας στόχου. Αν αυτό επιτευχθεί και μπορέσουν τα στελέχη της αγοράστριας εταιρίας να εκμεταλλευθούν σωστά και πιο αποδοτικά τους πόρους της εξαγοραζόμενης εταιρίας και δημιουργηθεί μια επιχείρηση υγιής και αποδοτική, θα οδηγήσει σε βελτίωση στο σύνολο της οικονομίας. Πολλές φορές όμως, η προσπάθεια αυτή αποτυγχάνει γιατί τα κίνητρα της εξαγοράς δεν είναι και τόσο αντικειμενικά αλλά στηρίζονται στην προσωπική γνώμη κάποιων διοικητικών στελεχών που θεωρούν ότι αυτοί θα διοικήσουν καλύτερα την εταιρία στόχο. Εδώ παρουσιάζεται και ένας ακόμη λόγος που οδηγεί στην απόφαση για εξαγορά, ο οποίος είναι η αντικατάσταση της μη

¹¹ Σαΐτη Α., «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ΕΤΒΑ Bank»,(2005) Πανεπιστήμιο Πειραιώς, τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Π.Μ.Σ στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη Επιχειρήσεων.

αποτελεσματικής διοίκησης¹², με στόχο την εξυγίανση και την ανάπτυξη της επιχείρησης στόχου με ενδεχόμενη πολιτική τη μεταπώληση της με σκοπό το κέρδος. Βέβαια και αυτός ο παράγοντας σχετίζεται άμεσα με την κρίση κάποιων στελεχών για την ικανότητα ή μη της διοίκησης και συνεπώς μπορεί να υποκινείται από αντικειμενικά ή υποκειμενικά κριτήρια. Αυτός είναι και ένας από τους βασικούς λόγους, που οδηγούν μια εξαγορά σε αποτυχία, και στους οποίους θα αναφερθούμε στη συνέχεια.

Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφέρουμε και τα προβλήματα αντιπροσώπευσης¹³ που υπάρχουν σε μια εταιρεία και που οδηγούν και αυτά με τη σειρά τους στην απόφαση για πρόταση εξαγοράς. Προβλήματα αντιπροσώπευσης υπάρχουν όταν υφίσταται απόκλιση ανάμεσα στα κίνητρα και στους στόχους των στελεχών που διοικούν την επιχείρηση και λαμβάνουν τις αποφάσεις και στους μετόχους. Συνήθως αυτοί που έχουν διοικητικές θέσεις σε μια εταιρία, ενδιαφέρονται ουσιαστικά περισσότερο για την διατήρηση της θέσης τους και την εξασφάλιση όσο το δυνατόν μεγαλύτερου κέρδους, παρά για την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Όταν υπάρχει μεγάλη διασπορά μετόχων, το κόστος από την «κακή διοίκηση», κατανέμεται σε μεγάλο αριθμό ανθρώπων, με αποτέλεσμα το κόστος να είναι μεγάλο και η επιθυμία για εξεύρεση συνεργιών με αποτέλεσμα την αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος, ακόμη μεγαλύτερη.

Οι λόγοι που αναφέραμε παραπάνω οδηγούν τις επιχειρήσεις στη διαδικασία εξαγοράς κάποιας άλλης εταιρίας με σκοπό την αντιμετώπιση των προβλημάτων που αντιμετωπίζει η εξαγοραζόμενη, με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη επιτυχία και μικρότερο κόστος. Όμως οι προβλέψεις και τα κίνητρα, μιας τέτοιας προσπάθειας δεν είναι πάντα σωστά για αυτό και η εξαγορά πολλές φορές δεν έχει το επιθυμητό αποτέλεσμα. Στο μεγαλύτερο ποσοστό των ολοκληρωμένων εξαγορών τα στοιχεία αποδεικνύουν ότι αυξήθηκε η αποδοτικότητα της αγοράστριας επιχείρησης και ότι συνέβαλαν θετικά στην άνθιση της οικονομίας. Για αυτό και γίνονται προσπάθειες για βελτίωση των νομοθετικών συνθηκών, ώστε να διευκολύνεται η διαδικασία της δημόσιας πρότασης εξαγοράς. Βέβαια πάντα υπάρχουν και αίτια αποτυχίας τα οποία πρέπει να αναφέρουμε και να εξηγήσουμε.

¹² Shleifer A., Vishny R., «A Survey of Corporate Governance», (1997), The Journal of Finance, Vol 52.

¹³ Morck R., Shleifer A., Vishny R., «Alternative Mechanisms for Corporate Control», (1989), The American Economic Review, Vol 79.

2.6 Αίτια αποτυχίας των εξαγορών¹⁴

Πολλές φορές τα μεγαλεπήβολα σχέδια των εξαγορών αποτυγχάνουν και οδηγούν τις αγοράστριες επιχειρήσεις σε απώλεια τεράστιων χρηματικών ποσών και σε σημαντική μείωση της αποδοτικότητας τους. Οι παράγοντες που οδηγούν σε μια τέτοια αποτυχία είναι πολλοί και οι περισσότεροι οφείλονται στον ρόλο του ανθρώπινου παράγοντα σε μια τέτοια διαδικασία στρατηγικής ανάπτυξης.

Ένας πολύ βασικός λόγος αποτυχίας μιας εξαγοράς είναι η ανεπαρκής αξιολόγηση των προσδοκώμενων κερδών και η λανθασμένη εκτίμηση του κόστους που θα προέκυπτε από την ολοκλήρωση αυτής της διαδικασίας. Όταν μια επιχείρηση εξετάζει την απόφαση εφαρμογής στρατηγικής ανάπτυξης μέσω εξαγοράς, ξεκινά μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης στόχου, κατά την οποία αποτιμά τα οφέλη που θα τις αποφέρει μια τέτοια κίνηση και τα κόστη που θα δημιουργηθούν. Σε πολλές περιπτώσεις όμως η διαδικασία αυτή αποδεικνύεται ανεπαρκής καθώς αρκετές επιχειρήσεις ανακαλύπτουν ότι υπερεκτίμησαν τα κέρδη που θα αποκόμιζαν ή υποεκτίμησαν τα κόστη που θα απέρρεαν. Το πιο σημαντικό κέρδος που αναμένει να έχει μια επιχείρηση από την ολοκλήρωση της διαδικασίας εξαγοράς είναι η δυνατότητα επίτευξης ενός η περισσότερο ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων, ώστε να μπορέσει να αποκτήσει ικανότητες που άλλες ανταγωνίστριες εταιρίες δεν έχουν. Για να πραγματοποιηθεί αυτό, χρειάζεται η ύπαρξη συνέργειας. Με τον όρο αυτό, εννοούμε την επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερη από εκείνη που θα είχαν οι δύο επιχειρήσεις αν λειτουργούσαν ξεχωριστά. Η συνέργεια παίρνει την μορφή οικονομιών κλίμακας, καλύτερου δικτύου διανομής, μεγαλύτερου μεριδίου ελέγχου της αγοράς και αύξησης του ποσοστού κέρδους.

Ωστόσο, η εκτίμηση ότι η συγχώνευση των δύο εταιριών θα οδηγήσει σε αύξηση των κερδών, πολλές φορές δεν φαίνεται σωστή. Και αυτό συμβαίνει γιατί όσο και να ανταποκρίνονται τα αναμενόμενα κέρδη στις προσδοκίες των στελεχών της αγοράστριας επιχείρησης, πολλές φορές δεν ανταποκρίνονται οι πελάτες της

¹⁴ Παπαδάκης Β, « Στρατηγική των Επιχειρήσεων :Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», (Εκδόσεις Ι.Μπένου 2002).

Manne H., « Mergers and the Market for Corporate Control» (1965), The Journal of Political Economy, Vol 73.

εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Αντιδρούν στη διαφοροποίηση του προϊόντος ή στην αλλαγή της τιμής. Ακόμη όμως και όλα τα χαρακτηριστικά των προϊόντων της εξαγοραζόμενης εταιρείας να παραμείνουν τα ίδια, οι πελάτες χάνουν την εμπιστοσύνη τους στην εταιρεία αυτή και παύουν να είναι πελάτες της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να στραφούν σε ανταγωνίστριες εταιρίες και συνεπώς να αποτύχει η προσπάθεια της αγοράστριας εταιρίας για αύξηση του μεριδίου ελέγχου της αγοράς.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχει ο κίνδυνος η εξαγορά να πραγματοποιηθεί αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος. Πολλές επιχειρήσεις έχουν την τάση να εξαγοράζουν άλλες επειδή αυτή είναι ή τάση της αγοράς ή από φόβο ότι όσο πιο μικρές είναι οι ίδιες τόσο πιο εύκολο είναι να γίνουν στόχος εξαγοράς. Στη περίπτωση αυτή, είναι σχεδόν βέβαιο ότι η ολοκλήρωση της εξαγοράς δεν θα αποφέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα, καθώς δεν έγινε με τα σωστά κίνητρα αλλά ούτε και με τον κατάλληλο σχεδιασμό για την πραγματοποίηση μιας τόσο δύσκολης προσπάθειας.

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που οδηγεί σε αποτυχία της διαδικασίας εξαγοράς, είναι οι δυσκολίες ενοποίησης των δύο εταιρειών και ο ρόλος του ανθρώπινου παράγοντα σε αυτή τη διαδικασία. Η προσπάθεια ένωσης δύο εταιριών αφορά την ένωση διαφορετικών χρηματοοικονομικών συστημάτων, συστημάτων ελέγχου καθώς και διαφορετικού τρόπου διοίκησης. Στη περίπτωση που οι παράγοντες αυτοί δεν είναι συμβατοί μεταξύ τους, είναι δύσκολο να πραγματοποιηθεί η εξαγορά με επιτυχία στο χρονικό διάστημα που είχε προβλεφθεί αρχικά. Επίσης, συχνά η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν αντιλαμβάνεται το μέγεθος της αβεβαιότητας των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και συνεπώς δεν αντιλαμβάνεται το μέγεθος του προβλήματος στη διαδικασία ενοποίησης. Πολλοί από τους εργαζόμενους στην εταιρία στόχο, δεν γνωρίζουν αν με την ολοκλήρωση της διαδικασίας εξαγοράς, θα απολυθούν ή θα κρατήσουν τη θέση τους. Η αβεβαιότητα αυτή οδηγεί σε πτώση ηθικού, αύξηση του άγχους, αύξηση απουσιών από την εργασία και φυσικά σε μείωση της παραγωγικότητας. Επίσης, δημιουργεί ανασφάλεια για το αν θα ταιριάζουν οι προσωπικοί και επαγγελματικοί τους στόχοι με τους στόχους του νέου οργανισμού και της δυνατότητας εξέλιξης τους μέσα σε αυτόν.

Για όλους τους λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω, το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της ανακοίνωσης της δημόσιας πρότασης εξαγοράς και της ολοκλήρωσης της διαδικασίας, διευρύνεται πολύ περισσότερο από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί. Αυτή η καθυστέρηση όμως έχει ιδιαίτερα αρνητικό αντίκτυπο στην αποτελεσματική πραγματοποίηση της εξαγοράς σε τομείς όπως :

- ❖ Αύξηση κόστους κεφαλαίου: όσο πιο αργά ολοκληρωθεί η εξαγορά, τόσο πιο αργά θα επιτευχθούν και οι συνέργειες. Για την εξαγορά δεσμεύθηκαν χρηματικά κεφάλαια με στόχο να αρχίσουν να αποδίδουν σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Με την καθυστέρηση της ολοκλήρωσης της εξαγοράς ουσιαστικά, τα χρήματα που είχαν δεσμευτεί και έπρεπε ήδη να αποφέρουν κέρδη, δεν αποφέρουν κέρδη και η αγοράστρια εταιρία χάνει καθημερινά μέρος του κεφαλαίου.
- ❖ Κόστος μειωμένης παραγωγικότητας των εργαζομένων : με την καθυστέρηση της ολοκλήρωσης της εξαγοράς, το άγχος των εργαζομένων για το μέλλον τους στην νέα επιχείρηση αυξάνεται συνεχώς με αποτέλεσμα να μην μπορούν να είναι αποδοτικοί στην εργασία τους. Λόγω της αβεβαιότητας που υπάρχει πολλοί από αυτούς είναι πιθανό και να αποχωρήσουν εάν βρουν αλλού εργασία.
- ❖ Απώλεια σημαντικών πελατών και προμηθευτών : ένα αβέβαιο κλίμα δεν είναι ποτέ ευνοϊκό για την πορεία και το μέλλον μιας επιχείρησης. Έτσι όσο το δυνατόν πιο γρήγορα ολοκληρωθεί η εξαγορά και διαμορφωθεί η νέα επιχείρηση τόσο πιο εύκολο θα είναι για αυτήν να διατηρήσει την εμπιστοσύνη των πελατών και των προμηθευτών. Στην αντίθετη περίπτωση οι πελάτες θα στραφούν σε ανταγωνίστρια εταιρία με πιο σταθερή πορεία και πιο σταθερό επαγγελματικό κλίμα, και οι προμηθευτές από τη μεριά τους θα αναζητήσουν μια πιο σίγουρη επαγγελματική σχέση με προοπτική να συνεχίσει μα υφίσταται και στο μέλλον.

Ένας επίσης πολύ σημαντικός λόγος που είναι πιθανό να οδηγήσει σε αποτυχία μια εξαγορά είναι το υπερβολικό χρέος που μπορεί να αντιμετωπίσει η επιχείρηση αγοραστής. Όταν μια εταιρία πιστεύει ότι μια εξαγορά θα της αποφέρει χρηματικά κέρδη και ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, είναι διατεθειμένη να πληρώσει μεγάλο

χρηματικό ποσό για να πραγματοποιήσει την εξαγορά. Όμως, συνήθως λόγω ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης που εξαγοράζεται, η αγοράστρια επιχείρηση πριν το κλείσιμο της συμφωνίας βρίσκεται να μην γνωρίζει την πραγματική αξία της επιχείρησης στόχου. Αν οι μετοχές της επιχείρησης στόχου είναι υπεριτιμημένες και η αγοράστρια εταιρία δεν το γνωρίζει, προκειμένου να εξασφαλίσει την εξαγορά, προτείνει μια τιμή που είναι πολύ μεγαλύτερη της αξίας της επιχείρησης στόχου. Σε πολλές περιπτώσεις η εταιρία που κάνει την πρόταση εξαγοράς, δεν έχει το χρηματικό ποσό που χρειάζεται να διαθέσει και καταφεύγει στο δανεισμό, προκειμένου να πραγματοποιήσει την εξαγορά. Στην περίπτωση αυτή, εξαγόρασε μια επιχείρηση της οποίας η πραγματική αξία είναι πολύ μικρότερη από ότι πίστευε και πρέπει να αποπληρώσει και το δάνειο που πήρε για την εξαγορά. Τα κέρδη όμως από την εξαγοραζόμενη επιχείρηση, είναι πολύ μικρότερα από τα αναμενόμενα και δεν επαρκούν για την αποπληρωμή του δανείου. Έτσι η εξαγορά κρίνεται ανεπιτυχής καθώς δεν καταφέρνει να προσθέσει αξία στην αγοράστρια επιχείρηση.

Προβλήματα για την επιχείρηση μπορεί να δημιουργηθούν και κατά την πορεία των διαπραγματεύσεων για την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Τα προβλήματα αυτά ενώ στην αρχή δεν είναι έντονα, είναι δυνατόν αργότερα να ενταθούν και να οδηγήσουν την εξαγορά σε αποτυχία. Τα προβλήματα αυτά δημιουργούνται από τα στελέχη των δύο επιχειρήσεων, καθώς στις διαπραγματεύσεις ο ανθρώπινος παράγοντας έχει τον κυρίαρχο ρόλο. Στη διαδικασία των διαπραγματεύσεων τα στελέχη της εταιρίας αγοραστή έχουν τον βασικό ρόλο καθώς αυτοί θέτουν τις προτάσεις προς διαπραγμάτευση. Τα προβλήματα δημιουργούνται από την έλλειψη συνεργασίας, εμπιστοσύνης και κατανόησης και από τις δύο πλευρές. Όταν οι άνθρωποι της αγοράστριας εταιρίας αδυνατούν να συνεργαστούν και να λειτουργήσουν σαν ομάδα με τον ίδιο στόχο, τότε προκύπτει και το βασικότερο πρόβλημα. Και αυτό γίνεται γιατί πολλές φορές ακόμη και άνθρωποι που βρίσκονται στο εργατικό δυναμικό της ίδιας εταιρίας, δεν πράττουν σύμφωνα τα ίδια κίνητρα, αλλά πολλές φορές προσπαθούν να επωφεληθούν προσωπικά από μια καλή ευκαιρία που παρουσιάζεται.

Εξετάσαμε πολλούς λόγους για την ανάγκη πραγματοποίησης μιας εξαγοράς καθώς και τους παράγοντες που οδηγούν στην επιτυχία της ή την αποτυχία. Όπως είδαμε είναι πολλά τα εμπόδια που μπορούν να ανακύψουν στην πορεία μιας τέτοιας

διαδικασίας, αλλά είναι στο χέρι των managers και των όλων των στελεχών και των δύο επιχειρήσεων να αντιμετωπίσουν τα εμπόδια αυτά και να πραγματοποιήσουν με επιτυχία την εξαγορά, η οποία μπορεί να προσφέρει πολλά οφέλη και στην αγοράστρια εταιρία αλλά ακόμη και στην εξαγοραζόμενη. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε και την αποτελεσματικότητα μιας εξαγοράς προκειμένου να αναλύσουμε πλήρως το θεωρητικό πλαίσιο αυτής της διαδικασίας, ώστε να γίνουν κατανοητοί οι λόγοι για την αλλαγή του θεσμικού πλαισίου που πραγματοποιήθηκε.

2.7 Αξιολόγηση αποτελεσματικότητας εξαγορών¹⁵

Έχοντας εξετάσει τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από μια εξαγορά καθώς και τους λόγους που μπορεί να οδηγήσουν την εξαγορά σε αποτυχία, είναι σκόπιμο να γίνει αξιολόγηση του κατά πόσο τελικά οι εξαγορές ενδείκνυνται σαν πολιτική οικονομικής ανάπτυξης και αντιμετώπισης του ανταγωνισμού ή εάν τελικά το όφελος από μια τέτοια διαδικασία είναι μηδαμινό.

Εδώ και πάρα πολλά χρόνια γίνονται συνεχώς μελέτες για την αποτελεσματικότητα των εξαγορών και το αποτέλεσμα είναι συνήθως το ίδιο. Περίπου οι μισές εξαγορές αποδίδουν τα αναμενόμενα οφέλη στην αγοράστρια εταιρία και οι άλλες μισές κρίνονται ανεπιτυχείς. Το γεγονός αυτό δεν είναι τυχαίο, καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις η διαδικασία που ακολουθείται για την ολοκλήρωση της εξαγοράς έχει πολλά λάθη τα οποία δεν αντιμετωπίζονται έγκαιρα.

Μελετώντας πολλές έρευνες για την αποτελεσματικότητα των εξαγορών διαπιστώνουμε όχι μόνο την ύπαρξη πολλών απόψεων για το θέμα αυτό αλλά επίσης και την ύπαρξη πολλών μεθόδων για την μέτρηση του μεγέθους αυτού. Σύμφωνα με την μελέτη του υπολλειματικού εισοδήματος¹⁶ για την σύγκριση της τελικής αξίας της εξαγοραζόμενης εταιρίας πριν και μετά από την ανακοίνωση της εξαγοράς, τα

¹⁵ Παπαδάκης Β, « Στρατηγική των Επιχειρήσεων :Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», (Εκδόσεις Ι.Μπένου 2002).

Shleifer A., Vishny R., «A Survey of Corporate Governance», (1997) , The Journal of Finance, Vol 52.

¹⁶ Bild M., Guest P., Runstein M., «The effect of takeover on the fundamental value of acquirers», (2005), University of Cambridge.

αποτελέσματα δείχνουν ότι οι εξαγορές οδηγούν σε αύξηση της κερδοφορίας και των δύο εταιριών που παίρνουν μέρος στην διαδικασία. Αρχικά, οι μετοχές της εξαγοραζόμενης εταιρίας σημειώνουν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις τόσο κατά την ανακοίνωση όσο και μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Μακροχρόνια όμως φαίνεται ότι οι εξαγορές έχουν θετική επίδραση στην τιμή των μετοχών και τελικά στην αξία των επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με την μελέτη των Chris Higson and Jamie Elliott¹⁷ που εξετάζουν τις μη κανονικές αποδόσεις της αγοράστριας εταιρίας μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι σε διάστημα τριών χρόνων από την ολοκλήρωση της εξαγοράς, δεν υπάρχουν ενδείξεις μη κανονικών αποδόσεων για την αγοράστρια εταιρία. Το δείγμα για την μελέτη αυτή αποτελείται από όλες τις επιτυχημένες προτάσεις εξαγοράς στην Αγγλία κατά την χρονική περίοδο 1975-1990 και τα αποτελέσματα δίνουν νέες αποδείξεις στο θέμα της τελικής προστιθέμενης ή μη αξίας στον τομέα των εξαγορών. Αν οι επενδυτές αντιμετωπίζουν συστηματικά αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς, αυτό οφείλεται στη μη αποτελεσματικότητα της εξαγοράς και στη λάθος εκτίμηση που έγινε στο αρχικό στάδιο της όλης διαδικασίας. Όπως προαναφέραμε, δεν υπάρχει καμία απόδειξη αρνητικών μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων, για χρονικό διάστημα τριών ετών μετά από την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

Στη συνέχεια σύμφωνα με μια άλλη μελέτη των Powell R., Stark A.¹⁸, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς, υπάρχει μια μέτρια βελτίωση στην αποδοτική λειτουργία τόσο της αγοράστριας εταιρίας όσο και της εξαγοραζόμενης. Η βελτίωση αυτή είναι της τάξης του 0,13% έως 1,78% ετησίως, ποσοστό που είναι στατιστικά σημαντικό. Το δείγμα περιλαμβάνει 191 εξαγορές οι οποίες σε ποσοστό 18% ήταν εχθρικές και σε ποσοστό 82% φιλικές. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν δείχνουν ότι υπάρχει βελτίωση στην απόδοση των εταιριών αλλά αποτυγχάνουν να δείξουν εάν η απόδοση είναι μεγαλύτερη ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής του τιμήματος της εξαγοράς, ή εάν το μέγεθος της απόδοσης σχετίζεται με το μέγεθος των εταιριών και τον κλάδο στον οποίο ανήκουν.

¹⁷ Higson C., Elliott J., « Post-takeover returns: The UK evidence», (1998), Journal of Empirical Finance, Volume 5, Number 1.

¹⁸ Powell R., Stark A., «Does operating performance increase post takeover for UK takeovers? A comparison for performance measures and benchmarks» (2005).

Συνεπώς βλέπουμε ότι οι διενεργούμενες εξαγορές σε αρκετές περιπτώσεις προσφέρουν αξία στις επιχειρήσεις και έχουν επιθυμητά αποτελέσματα. Έτσι ο αριθμός και η αξία των διενεργούμενων εξαγορών κάθε χρόνο αυξάνει με γρήγορο ρυθμό. Και αυτό γιατί οι ραγδαίες αλλαγές που συντελούνται στον επιχειρηματικό τομέα, απαιτούν τη θωράκιση των επιχειρήσεων και τη συνεχή ανάπτυξη και ενδυνάμωση τους. Η βασική υπόθεση¹⁹ πίσω από την οποία στηρίζεται ολόκληρος ο μηχανισμός των προτάσεων αγοράς κινητών αξιών, είναι ότι δύο ή περισσότερες εταιρίες ενωμένες σε

μια ενιαία εταιρία είναι καλύτερα από ότι μόνες τους και ανεξάρτητες. Αυτό συμβαίνει γιατί μέσω των εξαγορών μπορούν να δημιουργηθούν συνέργειες αλλά και να γίνει πολύ καλύτερη αξιοποίηση των πόρων και των δύο επιχειρήσεων, καθώς και των διοικητικών ικανοτήτων των στελεχών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Αν όλα αυτά εκφραστούν σε χρηματοοικονομικούς όρους, θα λέγαμε ότι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών της νέας επιχείρησης θα είναι μεγαλύτερη από την παρούσα αξία των ροών της κάθε επιχείρησης χωριστά, και η απόδοση του προτεινόμενου θα υπερβαίνει το κόστος κεφαλαίου για την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

Είναι σημαντικό λοιπόν να τονίσουμε ότι ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις σε όλους τους επιχειρηματικούς τομείς υιοθετούν τη μέθοδο της εξαγοράς για να ισχυροποιήσουν τη θέση τους στην αγορά, για αυτό και παραθέτουμε τον παρακάτω πίνακα όπου απεικονίζονται μερικές από τις σημαντικότερες εξαγορές των τελευταίων χρόνων.

¹⁹ Γρυπάρης Γ., «Η εξέταση των μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών στις Η.Π.Α. κατά την περίοδο μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς» (2006) Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Π.Μ.Σ στη Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική.

Πίνακας 1: Οι σημαντικότερες εξαγορές των τελευταίων χρόνων

Εταιρεία αγοραστής	Εταιρεία στόχος	Ποσοστό εξαγοράς	Κλάδος
Vodafone Group	Vodafone Panafone	98,2%	Τεχνολογία-Τηλεπικοινωνίες
European Goldfields	Hellas Gold	65%	Εξόρυξη ορυκτών
First Data Corporation	Delta Singular	100%	Τεχνολογία-Τηλεπικοινωνίες
Societe Generale	Γενική Τράπεζα	51%	Τράπεζα-Χρημ.Υπηρεσίες
EFG Eurobank Ergasias	Intertrust	100%	Τράπεζα-Χρημ.Υπηρεσίες
Dixons Group	Κωτσόβολος Α.Ε	65%	Χονδρεμπόριο-Λιανεμπόριο
Alpha Bank	Alpha Leasing	22%	Τράπεζα-Χρημ.Υπηρεσίες
Εμπορική Τράπεζα	Εμπορική Επενδυτική	47,8%	Τράπεζα-Χρημ.Υπηρεσίες
Τράπεζα Πειραιώς	Ελληνική εταιρία επενδύσεων χαρ/κιου	10%	Τράπεζα-Χρημ.Υπηρεσίες
Αργορομεταλλευμάτων και Βαρυτίνης Α.Ε	Stoiberg	100%	Βιομηχανία
Ibedrola	Χ. Ρόϊκας	21%	Ενέργεια-Μεταφορές
Τράπεζα Πειραιώς	Πειραιώς Χρηματ. Μισθώσεις	83%	Τράπεζα-Χρημ.Υπηρεσίες
Ελληνικά Χρηματιστήρια	Κεντρικό αποθετήριο	100%	Τράπεζα-Χρημ.Υπηρεσίες
Arnoldo Mondatori Editore	Αττικές Εκδόσεις	20%	MME
Herman Gutman Werke	Josef Gartner GmbH	22%	Βιομηχανία
Όμιλος Σελόντα	Κορωνίς	75%	Τρόφιμα-Ποτά
Όμιλος Σελόντα	Interfish	49,75%	Τρόφιμα-Ποτά
Alcan	Αλουμίνια Ελλάδος	53%	Βιομηχανία
Όμιλος Βαρδινογιάννη	Motor Oil	41,9 %	Βιομηχανία
Intracom	Inteltek	25%	Τεχνολογία-Τηλεπικοινωνίες
Lamda detergent	Μπαλλής	69%	Τεχνολογία-Τηλεπικοινωνίες

Πηγή: PricewaterhouseCoopers

Βλέπουμε λοιπόν, ότι μεγάλες επιχειρήσεις με ικανοποιητική πορεία στον κλάδο τους, επιλέγουν τη μέθοδο της εξαγοράς προκειμένου να ενδυναμώσουν τη θέση τους και να μειώσουν τον ανταγωνισμό. Με την πάροδο των χρόνων, έχουν διατυπωθεί πολλές θεωρίες για την αποτελεσματικότητα των εξαγορών και παρότι υπάρχουν πολλές διαφορετικές απόψεις, οι περισσότερες συγκλίνουν στα εξής :

- ❖ Επιτυχημένες θεωρούνται οι εξαγορές επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου γιατί μπορούν να επιτευχθούν μεγαλύτερες συνέργειες.
- ❖ Οι μεγάλες διαφορές μεγέθους των δύο εταιριών αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα επιτυχίας
- ❖ Όσο λιγότερο κερδοφόρα είναι η εταιρία αγοραστής τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία που δημιουργεί μέσω της εξαγοράς γιατί οι εταιρίες με χαμηλές αποδόσεις αναμένεται να έχουν μεγαλύτερο όφελος από την προσθήκη σημαντικών ικανοτήτων που τους λείπουν
- ❖ Οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν με πληρωμή μετοχών ήταν πιο επιτυχημένες σε σχέση με εκείνες που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά

Συνοψίζοντας την ανάλυση για το θεωρητικό πλαίσιο των εξαγορών, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι κάτω από προϋποθέσεις οι εξαγορές δημιουργούν αξία και προσφέρουν στις επιχειρήσεις επιθυμητά αποτελέσματα. Οι ανάγκες της σύγχρονης επιχειρηματικής πραγματικότητας αυξάνουν καθημερινά και αναγκάζουν τις επιχειρήσεις να βρουν ολοένα και περισσότερες μεθόδους ανάπτυξης. Έτσι καταλήγουν στην διαδικασία της εξαγοράς, η οποία πολλές φορές είναι εχθρική και για αυτό αντιμετωπίζει πολλά προβλήματα. Η αλλαγή της νομοθεσίας αποσκοπεί στην διευκόλυνση αυτής της διαδικασίας και ουσιαστικά στην πραγματοποίηση περισσότερων εξαγορών.

Κεφάλαιο 3 : Η Ευρωπαϊκή οδηγία 2004/25/EC και η ενσωμάτωση της στο Ελληνικό Δίκαιο

3.1 Εισαγωγή

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιάσουμε το νόμο 3461/2006 και θα αναλύσουμε όλες τις διατάξεις του, οι οποίες έχουν υιοθετηθεί σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Οδηγία 2004/25/EC. Στη συνέχεια θα συγκρίνουμε το νέο νόμο με την παλαιότερη απόφαση 2/258/2002 με κυρίαρχο σκοπό να δείξουμε τις αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στη διαδικασία δημόσιας πρότασης εξαγοράς.

3.2 Η Ευρωπαϊκή Οδηγία 2004/25/EC²⁰

Η υιοθέτηση ενός ενιαίου νομοθετικού πλαισίου για όλες τις Ευρωπαϊκές χώρες σχετικά με το θέμα της δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών επιχειρήσεων εισηγμένων σε οργανωμένες αγορές, αποτελεί ένα εγχείρημα πολλών ετών και πολλών προσπαθειών. Τα τελευταία 15 με 20 χρόνια οι αρχές της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιθυμώντας να παράσχουν στις Ευρωπαϊκές επιχειρήσεις μεγαλύτερη ασφάλεια έναντι των δημοσίων προτάσεων εξαγοράς, με παράλληλη προστασία όλων των μετόχων, των εργαζομένων αλλά και κάθε ενδιαφερόμενου μέρους, κατέθεσαν αλληπάλλληλες προτάσεις Οδηγιών για τις δημόσιες προτάσεις προτείνοντας τη θέσπιση κοινών κανόνων για όλα τα κράτη μέλη. Είναι κατανοητό ότι πρόκειται για ένα δύσκολο εγχείρημα λόγω της πολυμορφίας των εθνικών νομοθετικών ρυθμίσεων αλλά και των διαφορετικών αντιλήψεων σε θέματα όπως η εταιρική διακυβέρνηση και ο κρατικός παρεμβατισμός.

²⁰ Αυγητίδης Δ., «Η Οδηγία 2004/25/ΕΚ για τις επιθετικές εξαγορές» (2006), Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών.

Σκοπός της νομοθετικής αυτής αλλαγής, ήταν η δημιουργία μιας νέας ανταγωνιστικής χρηματιστηριακής αγοράς. Ωστόσο οι προτάσεις αυτές δεν έβρισκαν πρόσφορο έδαφος από όλα τα κράτη μέλη και συνεπώς δεν υιοθετούνταν. Βασικό εμπόδιο σε αυτή τη διαδικασία ήταν η επιμονή των περισσότερων κρατών μελών για τη διατήρηση των προστατευτικών διατάξεων των εθνικών τους δικαίων, προκειμένου να εμποδίζονται οι εχθρικές δημόσιες προτάσεις από αλλοδαπές επιχειρήσεις.

Ύστερα από αρκετές προσπάθειες που έπεσαν στο κενό λόγω ασυμφωνίας των κρατών μελών, τον Απρίλιο του 2004, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο Ευρωπαϊκής Ένωσης, εξέδωσαν την οδηγία 2004/25/EC, σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς, η οποία έπρεπε να υιοθετηθεί από τα κράτη μέλη μέχρι τον Μάιο του 2006. Η Ελλάδα θέσπισε και ψήφισε το νόμο 3461/2006, με σκοπό να ακολουθήσει τις κατευθύνσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης και να ενισχύσει το επιχειρηματικό της κλίμα. Η οδηγία ουσιαστικά αποτελείται από άρθρα και διατάξεις υποχρεωτικά και μη, για το κάθε κράτος μέλος.

Εδώ θα αναφερθούμε στα βασικά σημεία της οδηγίας για να δώσουμε μια πρώτη εικόνα του περιεχομένου της, και στη συνέχεια αναλύοντας το νόμο 3461/2006 θα αναφερθούμε λεπτομερώς σε όλα τα άρθρα του νέου θεσμικού πλαισίου. Μελετώντας την Ευρωπαϊκή Οδηγία, γίνονται κατανοητά τα σημεία που καλούνται να επιστήσουν την προσοχή τους τα κράτη μέλη.

Λαμβάνοντας υπόψη τους σκοπούς δημοσίου συμφέροντος²¹ που εξυπηρετούν οι κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών, διευκρινίζεται στην οδηγία ότι δεν πρέπει να αποτελέσουν στόχο δημόσιας πρότασης εξαγοράς. Παρά το γεγονός ότι οι τράπεζες αυτές έχουν τους τίτλους τους εισηγμένους σε οργανωμένες αγορές και άρα θεωρητικά θα μπορούσαν να αποτελέσουν στόχο εξαγοράς, αποκλείονται ρητά από αυτή τη διαδικασία, χωρίς καμία πιθανότητα εξαίρεσης.

Σύμφωνα με την οδηγία, στο νόμο που θα θεσπίσει το κάθε κράτος, θα πρέπει να ορίσει μια ή περισσότερες αρχές που θα εποπτεύουν την διαδικασία της δημόσιας πρότασης εξαγοράς και θα εξασφαλίζουν ότι οι συμμετέχοντες ενεργούν σύμφωνα με τους ισχύοντες κανόνες. Οι αρχές αυτές θα πρέπει να μπορούν να συνεργάζονται

²¹ Οδηγία 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς.

αρμονικά ώστε να διευκολύνουν την ολοκλήρωση της διαδικασίας και όχι να την εμποδίζουν.

Οι ρυθμίσεις για την εξαγορά προκειμένου να είναι αποτελεσματικές θα πρέπει να είναι ευέλικτες και να προβλέπουν τη δυνατότητα εξαιρέσεων ή παρεκκλίσεων. Ακόμη, είναι απαραίτητο να διέπονται από σαφήνεια και διαφάνεια ως προς τα νομικά ζητήματα.

Είναι επίσης σημαντικό τα κράτη μέλη να θεσπίσουν νόμους που να προστατεύουν τα δικαιώματα των μειοψηφούντων μετόχων, ακόμη και μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Στη περίπτωση αυτή θα πρέπει να επιβάλλουν στην εταιρία που απόκτησε τον έλεγχο της επιχείρησης στόχου, την υποχρέωση να απευθύνει εκ νέου προσφορά, στους μειοψηφούντες μετόχους, να αγοράσει το σύνολο των τίτλων τους σε δίκαιη τιμή, ώστε να αποκτήσει τον πλήρη έλεγχο της εταιρίας στόχου. Επίσης θα πρέπει να δώσει το δικαίωμα στους μετόχους που απέμειναν στην εξαγοραζόμενη εταιρία μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας, να μπορούν να προσφέρουν τελικά στον προτείνοντα τους τίτλους τους ώστε να μην εγκλωβιστούν σε μια επιχείρηση που πλέον δεν τους αρμόζει. Για να εξασφαλιστεί αυτό θα πρέπει να δεσμεύσει τον προτείνοντα να αγοράσει και τους υπόλοιπους τίτλους μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Για να περιορισθεί η δυνατότητα εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών από τους κατόχους τους, είναι σημαντικό να απαιτείται από τον προσφέροντα να ανακοινώνει το συντομότερο δυνατό την απόφαση του για υποβολή προσφοράς και να ενημερώνει εγκαίρως την εποπτική αρχή. Επίσης θα πρέπει να ρυθμιστεί και ο παρεχόμενος χρόνος για την αποδοχή της προσφοράς.

Στη συνέχεια, στην οδηγία επισημαίνεται, ότι για να αποφευχθούν οι πράξεις οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν στη ματαίωση της προσφοράς, θα πρέπει να περιορισθούν οι εξουσίες του συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρίας, χωρίς όμως να εμποδίζεται η άσκηση των κανονικών επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων. Με αυτό τον τρόπο απαγορεύεται στο διοικητικό συμβούλιο να προβεί σε ενέργειες, όπως είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και η διενέργεια διαχειριστικών πράξεων και οι οποίες θα προκαλέσουν αλλαγές στην επιχειρηματική δράση της εταιρίας και θα θέσουν σε κίνδυνο την ολοκλήρωση της διαδικασίας. Επίσης, καλείται να δημοσιεύσει έγγραφο το οποίο θα περιλαμβάνει τη γνώμη του σχετικά με την προσφορά και τους λόγους στους οποίους βασίζεται η γνώμη αυτή, συμπεριλαμβανομένων των απόψεων του ως

προς τις επιπτώσεις της εφαρμογής της στο σύνολο των συμφερόντων της εταιρίας και ειδικά στην απασχόληση.

Τέλος, ένα ακόμη πολύ σημαντικό σημείο που προβλέπει η οδηγία είναι ότι τα κράτη μέλη θα πρέπει να θεσπίσουν κανόνες που να καλύπτουν τη δυνατότητα έκπτωσης μιας προσφοράς, το δικαίωμα του προσφέροντος να αναθεωρήσει την προσφορά του, τη δυνατότητα υποβολής ανταγωνιστικών προτάσεων για τους τίτλους της εταιρίας, την κοινολόγηση του αποτελέσματος της προσφοράς καθώς και το αμετάκλητο της προσφοράς και τους επιτρεπόμενους όρους.

Η έκδοση της οδηγίας αποτελεί την κατάλληλη διαδικασία για τη θέσπιση ενός πλαισίου το οποίο καθορίζει κοινές αρχές και ένα περιορισμένο αριθμό γενικών απαιτήσεων, τις οποίες τα κράτη μέλη πρέπει να εφαρμόζουν μέσω λεπτομερών κανόνων, σύμφωνα με τα εθνικά τους συστήματα.

3.3 Ο νόμος 3461/2006 και η σύγκριση του με την απόφαση 2/258/2002²²

Η Ευρωπαϊκή οδηγία έδωσε τις κατευθύνσεις που καλείται να ακολουθήσει το κάθε κράτος μέλος στη θέσπιση του νέου νόμου σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς. Κάποια τμήματα της οδηγίας είναι υποχρεωτικά για κάθε κράτος και κάποια άλλα αφήνονται στη βούληση του κάθε κράτους και στη θέση που θέλει να πάρει όσο αφορά τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο υπάρχουν διαφορές σε σημαντικά σημεία στο νομικό πλαίσιο του κάθε κράτους για τις εξαγορές. Εδώ θα αναφερθούμε στον ελληνικό νόμο και θα τον παρουσιάσουμε αναλυτικά ώστε να μπορεί να γίνει και η σύγκριση με την παλαιότερη απόφαση.

Οι διατάξεις του νέου νόμου δημιουργούν ένα νέο πλαίσιο διενέργειας δημοσίων προτάσεων για την απόκτηση εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών, τροποποιώντας και συμπληρώνοντας της διατάξεις της προηγούμενης απόφασης, είτε για λόγους συμμόρφωσης προς την οδηγία είτε εξαιτίας της ανάγκης προσαρμογής

²² Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006).

Απόφαση 2/258/05.12.2002 του Διοικητικού Συμβουλίου, Ελληνική Δημοκρατία Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

στις σύγχρονες συνθήκες της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Στο νόμο αυτό, η δημόσια πρόταση αντιμετωπίζεται είτε ως διαδικασία για την απόκτηση του ελέγχου μιας εταιρίας, είτε ως μηχανισμός προστασίας των δικαιωμάτων της μειοψηφίας ο οποίος τίθεται υποχρεωτικά σε εφαρμογή αμέσως μετά την απόκτηση του ελέγχου μιας εταιρίας. Το δυσυπόστατο αυτό στόχο του νόμου εξυπηρετεί η διάκριση των προτάσεων σε προαιρετικές και υποχρεωτικές. Οι ρυθμίσεις για τις προαιρετικές προτάσεις αποσκοπούν στην εξασφάλιση της διαφάνειας, και της εγκυρότητας κατά τη διάρκεια της δημόσιας πρότασης αλλά και στην εξασφάλιση της ισότητας των μετόχων με την κατάργηση κάθε περιορισμού ή συμφωνίας που αλλοιώνει την αρχή αυτή. Οι ρυθμίσεις για την υποχρεωτική δημόσια πρόταση συμπεριλαμβάνουν ειδικές διατάξεις για τις προϋποθέσεις που δημιουργούν την υποχρέωση αυτή αλλά και διατάξεις για τις περιπτώσεις απαλλαγής από αυτή την υποχρέωση. Επίσης περιλαμβάνουν και διατάξεις για το αντάλλαγμα που πρέπει να καταβληθεί, έτσι ώστε να μην παραβιαστεί η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων.

Συγκρίνοντας τις διατάξεις της απόφασης 2/258/2002 και του νόμου 3461/2006 θα πρέπει να επισημανθούν ως σημαντικότερες αλλαγές²³ από πλευράς περιεχομένου οι εξής : α) η απελευθέρωση των προαιρετικών δημοσίων προτάσεων από προϋποθέσεις υποβολής τους, β) η διεύρυνση των περιπτώσεων υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, γ) η αστική ευθύνη για τα ελαττώματα του πληροφοριακού δελτίου, δ) η παροχή δυνατότητας στις εταιρίες να αποφασίσουν κατάργηση συγκεκριμένων μέσων άμυνας, ε) η εισαγωγή δικαιώματος εξαγοράς των υπολοίπων μετόχων μιας εταιρίας και το αντίστροφο δικαίωμα εξόδου των μετόχων μειοψηφίας και στ) η πρόβλεψη αποτελεσματικότερων κυρώσεων.

²³ Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις.

3.3.1 Ορισμοί²⁴

Για τις ανάγκες εφαρμογής του νόμου 3461/2006 ορίζονται οι βασικές έννοιες που αναφέρονται στα άρθρα του ώστε να μην υπάρχει πιθανότητα παρερμηνεύσεων.

Έτσι οι βασικοί ορισμοί²⁵ είναι :

- ❖ **«Δημόσια πρόταση ή πρόταση»** : η δημόσια πρόταση που απευθύνεται στους κατόχους κινητών αξιών μιας εταιρίας για την απόκτηση του συνόλου ή μέρους των αξιών αυτών. Μια δημόσια πρόταση μπορεί να είναι προαιρετική ή υποχρεωτική.
- ❖ **«Υπό εξαγορά εταιρία»** : η εταιρία της οποίας οι κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Ο όρος εξαγορά δεν χρησιμοποιείται κυριολεκτικά, καθώς αντικείμενο δημόσιας πρότασης μπορούν να αποτελέσουν μετοχές εταιρίας χωρίς η ίδια να τελεί υπό εξαγορά με την έννοια που χρησιμοποιείται ο όρος αυτός στο εταιρικό δίκαιο.
- ❖ **«Προτείνων»** : Κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που προβαίνει σε δημόσια πρόταση.
- ❖ **«Πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα»** : Τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που συνεργάζονται με τον προτείνοντα ή την υπό εξαγορά εταιρία βάση κάθε λογής συμφωνίας ή οποια είχε σκοπό την ολοκλήρωση της εξαγοράς ή την ματαίωση της.
- ❖ **«Υπόχρεο πρόσωπο»** : Το φυσικό ή νομικό πρόσωπο που οφείλει να προβεί σε υποχρεωτική δημόσια πρόταση.
- ❖ **«Κινητές αξίες»** : Οι κινητές αξίες που είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα, ενσωματώνουν δικαιώματα ψήφου σε μια εταιρία και αποτελούν αντικείμενο της δημόσιας πρότασης.

²⁴ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 2.

²⁵ Οι ορισμοί αυτοί είναι δεν παρουσιάζουν διαφορές από τους ορισμούς της απόφασης 2/258/2002 για αυτό και δεν θα αναφερθούμε ξεχωριστά σε αυτούς.

- ❖ «*Οργανωμένη αγορά*» : Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
- ❖ «*Ημερήσιο Δελτίο Τιμών*» : Το Ημερήσιο Δελτίο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών
- ❖ «*Μέση χρηματιστηριακή τιμή*» : Η τιμή που προκύπτει από κλάσμα με αριθμητή το άθροισμα των γινομένων σε ημερήσια βάση, της τιμής κλεισίματος επί τον όγκο των συναλλαγών της κινητής αξίας, για όλες τις ημέρες ορισμένης περιόδου, και παρονομαστή το άθροισμα του ημερήσιου όγκου συναλλαγών για όλες τις ημέρες της περιόδου, όπως αποτυπώνονται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών.

3.3.2 Πεδίο εφαρμογής²⁶

Το πεδίο εφαρμογής του νόμου 3461/2006 αναφέρει τη μορφή της εταιρίας για την οποία ισχύει ο νόμος αυτός αλλά επίσης καθιστά σαφές σε ποιες περιπτώσεις εταιριών δεν έχει εφαρμογή. Έτσι οι διατάξεις του νέου νόμου εφαρμόζονται σε δημόσιες προτάσεις για την αγορά κινητών αξιών εταιρίας της οποίας η καταστατική της έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα και οι κινητές της αξίες είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αντίθετα οι διατάξεις του νόμου αυτού δεν εφαρμόζονται στη περίπτωση που η δημόσια πρόταση αφορά αλλοδαπή εταιρία της οποίας όμως οι μετοχές είναι εισηγμένες στην Ελλάδα και σε οργανωμένη αγορά άλλου κράτους. Συνεπώς, τα στοιχεία που είναι κρίσιμα για την εφαρμογή των διατάξεων του νόμου είναι αφ' ενός η καταστατική έδρα της εταιρίας να βρίσκεται στην Ελλάδα και αφετέρου η διαπραγμάτευση των μετοχών της να γίνεται σε οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα κατά την ημέρα εκδήλωσης της δημόσιας πρότασης.

²⁶ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 3.

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 3.

Απόφαση 2/258/05.12.2002 του Διοικητικού Συμβουλίου, Ελληνική Δημοκρατία Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, άρθρο 2.

Επιπλέον οι διατάξεις του νόμου δεν εφαρμόζονται και στην περίπτωση που η δημόσια πρόταση αφορά κινητές αξίες που έχουν εκδοθεί από εταιρίες, οι οποίες έχουν ως αντικείμενο τη συλλογική επένδυση κεφαλαίων παρεχομένων από το κοινό. Επίσης, σύμφωνα και με την Ευρωπαϊκή Οδηγία, ο νόμος δεν ισχύει σε περίπτωση απόκτησης κινητών αξιών που εκδίδονται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Στην απόφαση 2/258/2002, στο πεδίο εφαρμογής αναφέρεται μόνο ότι η συγκεκριμένη απόφαση έχει εφαρμογή σε εταιρίες των οποίων η έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα και οι κινητές τους αξίες βρίσκονται προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Επίσης η μοναδική απαγόρευση εφαρμογής της απόφασης είναι σε εταιρίες οι οποίες δεν διέπονται από το Ελληνικό Δίκαιο.

Συγκρίνοντας την απόφαση 2/258/2002 με το νόμο που θεσπίστηκε σύμφωνα με τις διατάξεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ακόμη και σε αυτό το αρχικό στάδιο, βλέπουμε ότι το νέο θεσμικό πλαίσιο είναι σαφές και δεν αφήνει βασικά σημεία αδιευκρίνιστα. Το πεδίο εφαρμογής ενός νόμου είναι πολύ βασικό σημείο γιατί ξεκαθαρίζει από την αρχή που αναφέρεται και έχει εφαρμογή και που όχι. Έτσι, όσο το δυνατόν καλύτερα διευκρινίζεται το πεδίο εφαρμογής, τόσο πιο εύκολα θα εφαρμοστεί και ο νόμος στη συνέχεια.

3.3.3 Αρμόδια αρχή²⁷

Αρμόδια αρχή για την εποπτεία τήρησης των διατάξεων του νόμου 3461/2006 και της διαδικασίας της δημόσιας πρότασης είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στην περίπτωση που η δημόσια πρόταση αφορά κινητές αξίες εταιρίας της οποίας η καταστατική της έδρα δεν βρίσκεται στην Ελλάδα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την εποπτεία της δημόσιας πρότασης στις εξής περιπτώσεις :

²⁷ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 4

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 4

- ❖ Όταν οι κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρίας είναι εισηγμένες για διαπραγμάτευση μόνο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ή σε άλλη οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα εάν υπάρχει).
- ❖ Όταν οι κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρίας έχουν εισαχθεί για διαπραγμάτευση πρώτα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και μετά σε οργανωμένη αγορά άλλου κράτους μέλους, εκτός του κράτους στο οποίο βρίσκεται η καταστατική έδρα της εταιρίας.
- ❖ Όταν οι κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρίας έχουν εισαχθεί ταυτόχρονα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και σε οργανωμένη αγορά άλλου κράτους μέλους (εκτός του κράτους μέλους στο οποίο βρίσκεται η καταστατική έδρα της εταιρίας) και η υπό εξαγορά εταιρία όρισε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως αρμόδια αρχή.
- ❖ Όταν οι κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρίας είναι ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και σε οργανωμένη αγορά άλλου κράτους μέλους, εκτός του κράτους στο οποίο βρίσκεται η καταστατική έδρα της εταιρίας, κατά την έναρξη ισχύος του νόμου 3461/2006 και οι εποπτικές αρχές αυτών των κρατών μελών όρισαν την επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως αρμόδια αρχή, εντός τεσσάρων εβδομάδων.

Στις περιπτώσεις αυτές που αναφέραμε παραπάνω, για κάποια θέματα που αφορούν τη δημόσια πρόταση είναι αρμόδια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενώ για κάποια άλλα ακολουθούνται οι κανόνες που θέτει το κράτος μέλος στο οποίο έχει την καταστατική της έδρα η υπό εξαγορά εταιρία. Έτσι, τα θέματα που σχετίζονται με το αντάλλαγμα της δημόσιας πρότασης και κατά κύριο λόγο το τίμημα, καθώς και θέματα που σχετίζονται με τη διαδικασία της πρότασης όπως είναι η ενημέρωση για την απόφαση του προτείνοντος να προβεί σε δημόσια πρόταση, το περιεχόμενο του εγγράφου της πρότασης και η δημοσιοποίηση της, ρυθμίζονται σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου 3461/2006, εφόσον ως αρμόδια αρχή ορίζεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Αντίθετα σε θέματα ενημέρωσης των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρίας, σε θέματα εταιρικού δικαίου, στον υπολογισμό του ποσοστού των δικαιωμάτων ψήφου που απαιτείται για την απόκτηση ελέγχου, στις εξαιρέσεις που υπάρχουν για την υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης καθώς και τους όρους υπό τους οποίους το διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρίας έχει τη δυνατότητα να προβεί σε ενέργειες ικανές να ματαιώσουν την πρόταση, οι

εφαρμοστέοι κανόνες και η αρμόδια αρχή είναι οι κανόνες και η αρχή του κράτους στο οποίο εδρεύει η υπό εξαγορά εταιρία.

Στο σημείο αυτό προβλέπεται η υποχρέωση συνεργασίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με τις εποπτικές αρχές άλλων κρατών μελών και η ανταλλαγή πληροφοριών στο βαθμό που απαιτείται για την εφαρμογή του νόμου. Διευκρινίζεται επίσης ότι η συνεργασία περιλαμβάνει τη δυνατότητα να επιδίδονται τα νομικά έγγραφα που είναι απαραίτητα για την επιβολή των μέτρων που λαμβάνουν οι αρμόδιες αρχές όσο αφορά τις δημόσιες προτάσεις, καθώς και οτιδήποτε άλλο ζητηθεί από τις ενδιαφερόμενες εποπτικές αρχές προκειμένου να ελεγχθεί κάθε στοιχείο.

Στην απόφαση που ήταν σε ισχύ μέχρι την εφαρμογή του νέου νόμου, οριζόταν επίσης η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως αρμόδια αρχή, χωρίς όμως να διευκρινίζονται οι ιδιαίτερες περιπτώσεις που αναφέραμε παραπάνω και χωρίς να γίνεται καμία ιδιαίτερη αναφορά όσο αφορά το ρόλο της αρμόδιας αρχής.

3.3.4 Γενικές αρχές της δημόσιας πρότασης²⁸

Οι κανόνες και οι ρυθμίσεις που περιέχονται στο νέο νόμο έχουν σκοπό να διασφαλίσουν ότι τηρούνται κάποιες βασικές αρχές. Οι αρχές αυτές έχουν συμπεριληφθεί στον Ελληνικό νόμο ακριβώς όπως υπάρχουν στην Ευρωπαϊκή οδηγία αλλά ουσιαστικά δεν διαφέρουν κατά πολύ από αυτά που ήταν σε ισχύ με την προηγούμενη απόφαση. Έτσι σύμφωνα με το νόμο, οι κανόνες που διέπουν τη δημόσια πρόταση έχουν σκοπό τη τήρηση των ακολούθων αρχών.

Βασική και ουσιαστική μέριμνα του νομοθέτη είναι να τυγχάνουν της ίδιας μεταχείρισης όλοι οι κάτοχοι κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας και σε περίπτωση που ένα άτομο αποκτήσει άμεσα ή έμμεσα τον έλεγχο της εταιρίας, οι λοιποί

²⁸ Οδηγία 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, άρθρο 3.
Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 5.
Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 5.

κάτοχοι κινητών αξιών να προστατεύονται. Με την αρχή αυτή υποδηλώνεται ο σκοπός της υποβολής υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης που δεν είναι άλλος από τη εξασφάλιση ισότιμης μεταχείρισης των μετόχων και την προστασία των μειοψηφούντων από την απόκτηση του ελέγχου της εταιρίας από νέο φορέα.

Επίσης σημειώνεται ότι, οι κάτοχοι των αξιών της εταιρίας στόχου, είναι απαραίτητο να έχουν επαρκή χρόνο και σωστή ενημέρωση, ώστε να μπορέσουν να καταλήξουν σε απόφαση σχετικά με τη δημόσια πρόταση. Με τη ρύθμιση αυτή αποτρέπεται η άσκηση πίεσης στους μετόχους με σκοπό την αποδοχή ή την απόρριψη της πρότασης χωρίς να έχει προηγηθεί η κατάλληλη ενημέρωση και ο απαραίτητος χρόνος για τον έλεγχο των στοιχείων και τη λήψη της σωστής απόφασης.

Ένα εξίσου σημαντικό στοιχείο αφορά τη δράση και τη θέση του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρίας, κατά τη διάρκεια της δημόσιας πρότασης. Το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να ενεργεί προς το συμφέρον της εταιρίας και δεν πρέπει να στερεί από τους κατόχους των κινητών αξιών τη δυνατότητα να αξιολογήσουν τη δημόσια πρόταση. Η ρύθμιση αυτή είναι πολύ σημαντική καθώς δεσμεύει το διοικητικό συμβούλιο να πράττει με γνώμονα το συνολικό συμφέρον της εταιρίας και όχι με μοναδικό όφελος τη διατήρηση της θέσης του.

Επίσης αποτρέπονται ενέργειες που αποσκοπούν στον τεχνητό επηρεασμό της αγοράς των κινητών αξιών οποιασδήποτε εταιρίας που ενέχεται στη δημόσια πρόταση, κατά τρόπο που να οδηγεί σε τεχνητή διαμόρφωση του όγκου ή της τιμής αυτών των κινητών αξιών και σε στρέβλωση ομαλής λειτουργίας της αγοράς.

Ο προτείνων έχει το δικαίωμα να δημοσιοποιήσει την πρόταση του μόνο εφόσον έχει εξασφαλίσει ότι κατέχει ολόκληρο το τίμημα που αναφέρεται στη δημόσια πρόταση ή εάν λάβει όλα τα απαραίτητα μέτρα ώστε να έχει ολόκληρο το τίμημα τη χρονική στιγμή που πρέπει να το καταβάλλει.

Και τέλος επισημαίνεται ότι δεν πρέπει να παρακωλύεται η άσκηση των δραστηριοτήτων της υπό εξαγορά εταιρίας πέρα από ένα εύλογο χρονικό διάστημα.

3.3.5 Προαιρετική και υποχρεωτική δημόσια πρόταση²⁹

Προαιρετική δημόσια πρόταση : Στο σημείο αυτό το νέο θεσμικό πλαίσιο και το παλαιό παρουσιάζουν διαφορές. Σύμφωνα με το νέο νόμο όποιος προβεί σε προαιρετική δημόσια πρόταση για την απόκτηση κινητών αξιών, υποχρεούται να αγοράσει όσες του προσφερθούν, εκτός αν έχει ορίσει μέγιστο αριθμό κινητών αξιών που επιθυμεί να αποκτήσει. Ο προτείνων μπορεί να ορίσει και ελάχιστο αριθμό κινητών αξιών που θα του προσφερθούν προκειμένου να ισχύει η πρόταση, χωρίς όμως να υπάρχει νομική δέσμευση (από το κράτος) ως προς τον αριθμό αυτό. Αναφέρεται επίσης ότι επιτρέπεται η υποβολή προαιρετικής δημόσιας πρότασης για την απόκτηση κινητών αξιών οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αλλά δεν ενσωματώνουν δικαιώματα ψήφου σε μια εταιρία. Στη περίπτωση αυτή οι διατάξεις του νόμου εφαρμόζονται αναλογικά.

Στην απόφαση 2/258/2002 το μέγιστο και το ελάχιστο ποσοστό για την απόκτηση κινητών αξιών ορίζονται από το νομοθέτη και δεν αφήνονται στη βούληση του προτείνοντα. Σύμφωνα με την απόφαση αυτή, ο προτείνων υποχρεούται να απευθύνει πρόταση στους κατόχους των κινητών αξιών για την απόκτηση ποσοστού ανώτερου του 50% του συνόλου των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας, συμπεριλαμβανομένων των κινητών αξιών που ίσως ήδη να κατέχει. Ο ελάχιστος αριθμός που μπορεί να αποκτήσει, δεν μπορεί να είναι μικρότερος του 40% του συνόλου των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας.

Η διαφορά στα ποσοστά που αναφέραμε δεν είναι μια αριθμητική διαφορά αλλά αντίθετα αποτελεί ένα από τα βασικότερα σημεία αλλαγής του νόμου περί των δημοσίων προτάσεων αγοράς κινητών αξιών. Μια προαιρετική δημόσια πρόταση μπορεί πλέον να αποσκοπεί στην απόκτηση οποιουδήποτε αριθμού κινητών αξιών μιας εταιρίας απαλλάσσοντας έτσι τον προτείνοντα από την υποχρέωση επιδίωξης

²⁹ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρα 6 και 7 αντίστοιχα.

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρα 6 και 7.

Απόφαση 2/258/05.12.2002 του Διοικητικού Συμβουλίου, Ελληνική Δημοκρατία Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, άρθρα 4 και 5 αντίστοιχα.

απόκτησης ελέγχου της εταιρίας στόχου, όπως προέβλεπε η προηγούμενη απόφαση. Η ρύθμιση αυτή είναι πολύ σημαντική καθώς είναι πολύ πιο εύκολο να αγοράσει κάποιος ένα μικρό ποσοστό μιας εταιρίας και να γίνει μέτοχος αυτής, από ότι ποσοστό μεγαλύτερο του 50% που θα του δίνει και τον έλεγχο.

Υποχρεωτική δημόσια πρόταση : Σύμφωνα με το άρθρο 7 του νέου νόμου, όποιος αποκτά άμεσα ή έμμεσα, απευθείας ή σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του, κινητές αξίες και το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου³⁰ που κατέχει υπερβαίνει το 1/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρίας, υποχρεούται εντός είκοσι ημερών να απευθύνει υποχρεωτική δημόσια πρόταση για το σύνολο των κινητών αξιών καταβάλλοντας εύλογο αντάλλαγμα. Την ίδια υποχρέωση έχει και όποιος κατέχει περισσότερο από το 1/3 χωρίς να υπερβαίνει το 1/2 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρίας, και ο οποίος αποκτά σε διάστημα δώδεκα μηνών άμεσα ή έμμεσα κινητές αξίες που αντιπροσωπεύουν ποσοστό ανώτερο του 3% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρίας. Η υποχρέωση αυτή δεν ισχύει εάν ο προτείνων έχει προβεί ήδη σε δημόσια πρόταση. Η ρύθμιση αυτή εισάγεται για πρώτη φορά στο Ελληνικό Δίκαιο και αποσκοπεί στην εναρμόνιση των διατάξεων μας με τις αντίστοιχες διατάξεις άλλων κρατών μελών. Ουσιαστικά με τη ρύθμιση αυτή³¹ προβλέπεται η υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης μετόχου που κατέχει το 1/3 των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρίας τη χρονική στιγμή που άρχισε να ισχύει ο νόμος, και επιδιώκει αύξηση του ποσοστού αυτού με μεταγενέστερες αποκτήσεις. Ως δικαιώματα ψήφου υπολογίζονται και αυτά που αποκτώνται με σύμβαση, ενέχυρο, επικαρπία, φύλαξη ή διαχείριση κινητών αξιών, εφόσον ο κάτοχος τους μπορεί να τα ασκήσει κατά τη διακριτική του ευχέρεια. Με τη ρύθμιση αυτή παρέχεται η δυνατότητα εξόδου σε όλους τους μετόχους της εταιρίας, με όρους εύλογους και δίκαιους και διασφαλίζεται η αρχή της ισότιμης μεταχείρισης τους.

Στην απόφαση που ίσχυε μέχρι την εφαρμογή του παρόντος νόμου, τα ποσοστά κινητών αξιών και δικαιωμάτων ψήφου που οδηγούσαν σε υποχρεωτική δημόσια πρόταση εξαγοράς ήταν διαφορετικά. Σύμφωνα λοιπόν με την απόφαση 2/258/2002 το

³⁰ Ντζούφας Κ., «Acting in concert και υπολογισμός δικαιωμάτων ψήφου στη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών» (2005) 8-9 Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιριών 918.

³¹ Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 7.

υπόχρεο πρόσωπο που αποκτά κινητές αξίες και το σύνολο των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει, στην υπό εξαγορά εταιρία, υπερβαίνει το 50% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου, υποχρεούται μέσα σε τριάντα μέρες να απευθύνει υποχρεωτική δημόσια πρόταση αγοράς του συνόλου των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας. Προκειμένου να υπολογιστεί το ποσοστό αυτό των κινητών αξιών, λαμβάνονται υπόψη και κινητές αξίες που έχουν παραδοθεί στο υπόχρεο πρόσωπο ως ενέχυρο καθώς επίσης και τα δικαιώματα ψήφου προσώπων που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό.

Το εύλογο αντάλλαγμα που αναφέρθηκε παραπάνω τόσο για την προαιρετική όσο και για την υποχρεωτική δημόσια πρόταση, μπορεί να είναι τίτλοι που αντιπροσωπεύουν κινητές αξίες εισηγμένες ή μη σε οργανωμένη αγορά ή μετρητά ή συνδυασμός και των δύο. Σε κάθε περίπτωση ο προτείνων υποχρεούται να προσκομίσει έγγραφο από το αρμόδιο ίδρυμα, το οποίο να πιστοποιεί την ύπαρξη και διάθεση των τίτλων ή των μετρητών. Στη περίπτωση της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης αυτό είναι το γενικό πλαίσιο για το εύλογο αντάλλαγμα που αναφέρεται, αλλά ουσιαστικά υπάρχει και ειδική ρύθμιση για τον υπολογισμό του ανταλλάγματος και είναι η εξής : το αντάλλαγμα θεωρείται τίμημα σε μετρητά ανά μετοχή το οποίο δεν μπορεί να είναι κατώτερο από :

- a) τη μέση χρηματιστηριακή τιμή της κινητής αξίας, που αποτελεί αντικείμενο της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, κατά τους προηγούμενους έξι μήνες από την ημερομηνία που ο προτείνων υποχρεώθηκε να κάνει την πρόταση
- b) την υψηλότερη τιμή στην οποία το υπόχρεο πρόσωπο απέκτησε κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο της δημόσιας πρότασης, κατά τους δώδεκα μήνες που προηγήθηκαν από την ημερομηνία κατά την οποία ο προτείνων κατέστη υπόχρεος να υποβάλει τη πρόταση.

Στην υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης υπάρχουν και εξαιρέσεις³² οι οποίες θα μπορούσαν να διακριθούν σε τέσσερις κατηγορίες : α) στη περίπτωση όπου δεν υπάρχει ανάγκη διαφύλαξης της ισοτιμίας των μετοχών καθώς δεν υπάρχει

³² Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 8.

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 8.

περίπτωση απόκτησης ελέγχου β) στη περίπτωση που η αρχή της ισοτιμίας υποχωρεί σε άλλα δημόσιας φύσης συμφέροντα γ) στη περίπτωση που η αρχή της ισοτιμίας εξυπηρετείται με άλλα μέσα και δ) στη περίπτωση που η αλλαγή του φορέα ελέγχου δεν αποτέλεσε εκούσια επιλογή του. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 8 του νόμου 3461/2006 η υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης δεν ισχύει στις παρακάτω περιπτώσεις :

- ❖ Όταν υπάρχει τρίτο πρόσωπο στην υπό εξαγορά εταιρία, το οποίο να κατέχει μεγαλύτερο ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου από το άτομο που κατέχει το 1/3 και θεωρητικά υποχρεούται να προβεί σε δημόσια πρόταση. Στη περίπτωση αυτή εξαιρείται από την υποχρέωση εκείνος που κατέχει το 1/3 των δικαιωμάτων ψήφου αλλά δεν είναι αυτός που έχει το μέγιστο ποσοστό, όταν δηλαδή δεν είναι εκείνος που ασκεί τον έλεγχο.
- ❖ Οι κινητές αξίες της εταιρίας έχουν αποκτηθεί με προαιρετική δημόσια πρόταση που υποβλήθηκε σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου 3461/2006 και έχει δοθεί το δικαίωμα στους κατόχους των κινητών αξιών να αποχωρήσουν από την εταιρία με τους όρους που προβλέπει ο νόμος.
- ❖ Η απόκτηση κινητών αξιών είναι αποτέλεσμα μεταβίβασης λόγω γονικής παροχής ή κληρονομικής διαδοχής. Στη περίπτωση αυτή δεν υποχρεούται ο κάτοχος των κινητών αξιών να προβεί σε δημόσια πρόταση καθώς η απόκτηση αυτή δεν ήταν δική του επιλογή και συνεπώς δεν μπορεί να υποχρεωθεί να αναλάβει τον έλεγχο της εταιρίας.
- ❖ Το πρόσωπο το οποίο αναγκάζεται να προβεί σε υποχρεωτική δημόσια πρόταση σύμφωνα με το νόμο, έχει αποκτήσει ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου το οποίο δεν υπερβαίνει το 3% του 1/3 του συνόλου των δικαιωμάτων και αναλαμβάνει την υποχρέωση να διαθέσει τον αναγκαίο αριθμό κινητών αξιών προκειμένου να κατέλθει του ορίου εντός έξι μηνών και να μην ασκήσει τα δικαιώματα ψήφου στο διάστημα αυτό.
- ❖ Οι κινητές αξίες έχουν αποκτηθεί με άσκηση του δικαιώματος προτίμησης σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου το οποίο αναλογούσε στον προτείνοντα ως παλαιό μέτοχο.
- ❖ Εφαρμόζεται η διαδικασία αποκρατικοποίησης της υπό εξαγορά εταιρίας.

- ❖ Η απόκτηση κινητών αξιών αποτελεί μέρος διαδικασίας εξυγίανσης της εταιρίας.

Οι γνώμες σχετικά με την αναγκαιότητα της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης προς τους μετόχους μιας εταιρίας ποικίλουν. Κάποιοι μελετητές θεωρούν λάθος κίνηση την υποχρεωτική δημόσια πρόταση αλλά κατά την πλειοψηφία, η επιχειρηματολογία μιας τέτοιας ρύθμισης, βασίζεται στο γεγονός ότι ένα πρόσωπο που ελέγχει μια εταιρία και έχει τον πρώτο λόγο στις αποφάσεις εξαιτίας του ποσοστού του ιδιοκτησίας, είναι πιθανό να πράττει εν μέρει προς το συμφέρον του και συνεπώς σε βάρος των υπολοίπων μετόχων. Έτσι με τον τρόπο αυτό δίνει την δυνατότητα σε αυτόν που ελέγχει την εταιρία να αποκτήσει το σύνολο των μετοχών της και να αποδεσμευτούν οι υπόλοιποι μέτοχοι των οποίων τα συμφέροντα είναι πιθανό να θίγονται.

Εξετάζοντας και συγκρίνοντας³³ το νέο νόμο με την προηγούμενη απόφαση σχετικά με την προαιρετική και την υποχρεωτική δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών, βλέπουμε ότι σύμφωνα με το νέο νόμο διευκολύνονται οι δημόσιες προτάσεις καθώς τα ποσοστά που ορίζει για την δημόσια πρόταση είναι πολύ μικρότερα από τα προηγούμενα και δεν χρειάζεται ο προτείνων να κατέχει το 50% της εταιρίας. Με τον τρόπο αυτό ουσιαστικά μειώνονται τα απαιτούμενα όρια ποσοστού ιδιοκτησίας για την υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης και αυξάνεται ο αριθμός των υποχρεωτικών δημοσίων προτάσεων καθώς αυτός που έχει μόλις το 1/3 των δικαιωμάτων ψήφου μιας εταιρίας υποχρεούται να προβεί σε πρόταση εξαγοράς της προκειμένου να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρίας. Με τη μείωση αυτή επιδιώκεται αφενός η προσαρμογή της ρύθμισης στη διαρκώς εξελισσόμενη οικονομική πραγματικότητα και αφετέρου η εναρμόνιση της με τα ισχύοντα στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής ένωσης. Βλέπουμε λοιπόν ότι το κράτος με τη ρύθμιση αυτή, προσπαθεί να ενισχύσει την διαδικασία των προτάσεων αγοράς κινητών αξιών, καθώς μικραίνει (σε σχέση με την προηγούμενη απόφαση) τα ποσοστά ιδιοκτησίας που οδηγούν σε υποχρεωτική δημόσια πρόταση.

Η Ευρωπαϊκή οδηγία δεν επιβάλλει συγκεκριμένο ποσοστό ιδιοκτησίας για την υποχρεωτική δημόσια πρόταση αλλά αντίθετα αναφέρει ότι το ποσοστό των

³³ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 8.

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 8.

δικαιωμάτων ψήφου καθώς και ο τρόπος υπολογισμού του, προσδιορίζονται από το κράτος μέλος στο οποίο έχει την καταστατική της έδρα η υπό εξαγορά εταιρία. Έτσι αφήνει στη διακριτική ευχέρεια του κάθε κράτους μέλους που θα ενσωματώσει την οδηγία στο δίκαιο του, την απόφαση για το ποσοστό που θα είναι απαραίτητο ώστε να προβεί κάποιος σε υποχρεωτική δημόσια πρόταση. Στο σημείο αυτό, πρέπει να αναφέρουμε επίσης ότι σύμφωνα με την οδηγία τα κράτη μέλη έχουν τη δυνατότητα εάν το επιθυμούν, να προβλέπουν την προσφορά ανταλλάγματος σε μετρητά, τουλάχιστον ως εναλλακτική δυνατότητα, σε όλες τις περιπτώσεις και να μην επιτρέπουν ως αντάλλαγμα μόνο την ανταλλαγή τίτλων. Στην Ελλάδα, σύμφωνα με το νόμο 3461/2006 ο προτείνων έχει το δικαίωμα επιλογής ανάμεσα σε μετρητά και κινητές αξίες ή σε συνδυασμό και των δύο μορφών ανταλλάγματος.

3.3.6 Υποχρέωση δημοσιοποίησης της πρότασης και ενημέρωσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς³⁴

Στο άρθρο αυτό ρυθμίζονται ζητήματα δημοσιότητας κατά την περίοδο πριν την έναρξη της περιόδου αποδοχής της πρότασης. Σκοπός των συγκεκριμένων ρυθμίσεων είναι η όσο το δυνατόν ταχύτερη ενημέρωση των ενδιαφερόμενων φορέων και η δημοσιοποίηση της πρόθεσης υποβολής δημόσιας πρότασης, έτσι ώστε να παρέχεται επαρκής χρόνος σε όλους τους ενδιαφερομένους για να πάρουν τη σωστή απόφαση. Έτσι σύμφωνα με το άρθρο αυτό, όποιος έχει αποφασίσει να προβεί σε προαιρετική δημόσια πρόταση ή δεσμεύεται από τη νομοθεσία να απευθύνει υποχρεωτική δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών, πριν ανακοινώσει την πρόθεση του αυτή προς το κοινό,

³⁴ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 10.

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 10.

Απόφαση 2/258/05.12.2002 του Διοικητικού Συμβουλίου, Ελληνική Δημοκρατία Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, άρθρο 7.

Οδηγία 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, άρθρο 6.

υποχρεούται να ενημερώσει εγγράφως την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρίας. Στο σημείο αυτό ο νέος νόμος συμφωνεί απόλυτα με την οδηγία αλλά και με την απόφαση 2/258/2002, καθώς η ενημέρωση των ενδιαφερόμενων μελών αλλά και της Επιτροπής, αποτελεί απαραίτητο στοιχείο για την συνέχιση της διαδικασίας. Η ενημέρωση γίνεται αμέσως μετά τη λήψη της απόφασης όσο αφορά την προαιρετική δημόσια πρόταση ή εντός είκοσι ημερών για την υποχρεωτική πρόταση. Ταυτόχρονα με την ενημέρωση αυτή, ο προτείνων υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας στόχου σχέδιο του πληροφοριακού δελτίου.

Πίνακας 2 : Δημοσιοποίηση της δημόσιας πρότασης και ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

<p>Προαιρετική Δημόσια Πρόταση</p>	<p>Ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αμέσως μετά τη λήψη της απόφασης για την πρόταση και ταυτόχρονη υποβολή σχεδίου του πληροφοριακού δελτίου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρίας</p>
<p>Υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση</p>	<p>Ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε διάστημα 20 ημερών από τη χρονική στιγμή που ο προτείνων αποκτά το ποσοστό των κινητών αξιών που τον υποχρεώνει να προβεί σε δημόσια πρόταση και ταυτόχρονη υποβολή σχεδίου του πληροφοριακού δελτίου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρίας</p>
<p>Η Δημόσια πρόταση (προαιρετική και υποχρεωτική) ανακοινώνεται την επόμενη εργάσιμη ημέρα από την ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς</p>	

Η ανακοίνωση για τη δημόσια πρόταση για να είναι έγκυρη είναι απαραίτητο να περιέχει τουλάχιστον κάποια βασικά στοιχεία. Τα στοιχεία αυτά είναι :

- ❖ Η επωνυμία και η έδρα της εταιρίας στόχου

- ❖ Το όνομα και τη διεύθυνση του προτείνοντος (σε περίπτωση που είναι νομικό πρόσωπο την έδρα, τη νομική μορφή, την επωνυμία και τη διεύθυνση του)
- ❖ Την επωνυμία και τη διεύθυνση του συμβούλου του προτείνοντος. Σύμβουλος του προτείνοντος, θεωρείται το πιστωτικό ίδρυμα ή η επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που υπογράφει το πληροφοριακό δελτίο. Ο σύμβουλος εκθέτει στο πληροφοριακό δελτίο την άποψη του για τις μεθόδους και τη διαδικασία διασφάλισης των αναλαμβανόμενων με τη δημόσια πρόταση υποχρεώσεων από τον προτείνοντα καθώς και για την αξιοπιστία της πρότασης. Τέλος εκφράζει την άποψη του και για τα μέτρα που έχουν ληφθεί για την διασφάλιση της καταβολής του τιμήματος που αναφέρεται στην πρόταση.
- ❖ Τις κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης
- ❖ Τον μέγιστο και τον ελάχιστο αριθμό κινητών αξιών που δεσμεύεται ή υποχρεούται να αποκτήσει ο προτείνων. Όσο αφορά τον ελάχιστο αριθμό, σε περίπτωση προαιρετικής δημόσιας πρότασης πρέπει να γίνει αποδεκτός προκειμένου να ισχύει η πρόταση.
- ❖ Το προσφερόμενο για κάθε κινητή αξία αντάλλαγμα
- ❖ Τον αριθμό των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας, τον οποίο κατέχει ήδη ο προτείνων άμεσα ή έμμεσα
- ❖ Τυχόν πρόθεση του προτείνοντος για απόκτηση, κατά το διάστημα από τη δημοσιοποίηση της πρότασης μέχρι τη λήξη της περιόδου αποδοχής της, πρόσθετων κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας, εκτός εκείνων που θα του προσφερθούν στο πλαίσιο της πρότασης.

Εφόσον ενημερωθεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας στόχου, είναι απαραίτητο να ενημερωθεί άμεσα και το εργατικό δυναμικό και των δύο επιχειρήσεων, ώστε να είναι ενήμεροι για την δημόσια πρόταση αγοράς πριν ξεκινήσει η διαδικασία.

Στη συνέχεια, ο προτείνων υποχρεούται να δημοσιεύσει το **πληροφοριακό δελτίο**³⁵ στο οποίο περιέχονται τα στοιχεία που είναι απαραίτητα, ώστε οι αποδέκτες της δημόσιας πρότασης να είναι σε θέση να διαμορφώσουν γνώμη για αυτή. Στο

³⁵ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 11.

πληροφοριακό δελτίο περιέχονται όλα τα λεπτομερή στοιχεία που αναφέρθηκαν παραπάνω για την επωνυμία και την έδρα και των δύο εταιριών, για τις κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, το προσφερόμενο αντάλλαγμα, τον μέγιστο και τον ελάχιστο αριθμό κινητών αξιών αλλά και άλλα στοιχεία τα οποία είναι :

- ❖ Οι όροι της δημόσιας πρότασης
- ❖ Το όνομα των υπευθύνων σύνταξης του δελτίου, την σχέση τους με τον προτείνοντα και βεβαίωση για την πληρότητα και την εγκυρότητα του περιεχομένου του δελτίου ώστε να εξασφαλίζεται η ουσία και το περιεχόμενο της δημόσιας πρότασης
- ❖ Σε περίπτωση που ως αντάλλαγμα προσφέρονται αντί για μετρητά τίτλοι, πλήρη στοιχεία τους, με ρητή αναφορά των δικαιωμάτων που παρέχουν, καθώς και του εκδότη τους.
- ❖ Κάθε προϋπόθεση που έχει επιβάλλει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τη διενέργεια της δημόσιας πρότασης
- ❖ Η ημερομηνία έναρξης και τέλους της περιόδου αποδοχής
- ❖ Οι ενέργειες στις οποίες πρέπει να προβούν οι αποδέκτες της πρότασης για να δηλώσουν την αποδοχή τους, καθώς και η διαδικασία που πρέπει να ακολουθηθεί προκειμένου να πραγματοποιηθούν τα αναγραφόμενα στη δημόσια πρόταση, καθώς και η διαδικασία που πρέπει να τηρηθεί σε περίπτωση ανάκλησης ή αναθεώρησης της πρότασης.
- ❖ Επίσης πρέπει να αναφέρονται πλήρως οι επιχειρηματικοί στόχοι του προτείνοντος σχετικά με την συνέχιση των δραστηριοτήτων της υπό εξαγορά εταιρίας, τα περαιτέρω στρατηγικά του σχέδια, καθώς και οποιαδήποτε αλλαγή στους όρους απασχόλησης της εταιρίας στόχου. Εδώ πρέπει να αναφέρονται ρητά οι προθέσεις και τα σχέδια του προτείνοντος για το εργατικό δυναμικό της εταιρίας που προτίθεται να εξαγοράσει. Είναι σημαντικό να αναφέρει την πρόθεση του για την διατήρηση των εργαζομένων στις θέσεις εργασίας τους, τη μετακίνηση τους ή την απομάκρυνση τους από το εργατικό δυναμικό της εταιρίας με την ολοκλήρωση της εξαγοράς.
- ❖ Οι ειδικές συμφωνίες που αφορούν τη δημόσια πρόταση ή την άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν από τις κινητές αξίες που κατέχει άμεσα ή έμμεσα ο προτείνων ή άλλα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό αυτού.

- ❖ Πληροφορίες για τη χρηματοδότηση της δημόσιας πρότασης, καθώς και τις χρηματιστηριακές ή εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές που έκανε άμεσα ή έμμεσα ο προτείνων, σε κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρίας το χρονικό διάστημα των δώδεκα μηνών πριν τη δημοσιοποίηση της πρότασης, αναφέροντας κυρίως το είδος της συναλλαγής, τον όγκο, την τιμή και την ημέρα διενέργειας της κάθε συναλλαγής.
- ❖ Η ταυτότητα των προσώπων που ενεργούν για λογαριασμό του προτείνοντος ή της υπό εξαγορά εταιρίας και στην περίπτωση που πρόκειται για νομικά πρόσωπα τη μορφή, την επωνυμία και την έδρα τους. Επίσης είναι απαραίτητο να αναγράφεται και η σχέση των προσώπων αυτών (φυσικών ή νομικών) με τον προτείνοντα και την εταιρία στόχο.
- ❖ Λεπτομερής αναφορά της μετοχικής σύνθεσης και των συμμετοχών του προτείνοντος σε άλλες εταιρίες.
- ❖ Το εθνικό δίκαιο που θα διέπει την έννομη σχέση του προτείνοντος με τους αποδέκτες της δημόσιας πρότασης, καθώς και τα αρμόδια δικαστήρια.
- ❖ Η αποζημίωση που προσφέρεται για τα δικαιώματα τα οποία αίρονται ως αποτέλεσμα του κανόνα εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας, με λεπτομερή αναφορά στον τρόπο καταβολής της και στη μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε για τον προσδιορισμό της

3.3.7 Αστική ευθύνη³⁶

Ο προτείνων, ο σύμβουλος του και τα άτομα που ενεργούν για λογαριασμό του και είναι υπεύθυνα για τη σύνταξη του πληροφοριακού δελτίου, έχουν ευθύνη ως προς τους αποδέκτες της δημόσιας πρότασης για κάθε ζημιά που υπέστησαν ως προς την ακρίβεια και πληρότητα του πληροφοριακού δελτίου. Για τον λόγο αυτό είναι πολύ

³⁶ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 13.

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 13.

σημαντικό τα στοιχεία που περιέχει το πληροφοριακό δελτίο να αναφέρονται πλήρως και με σαφήνεια καθώς το κείμενο αυτό αποτελεί τη βάση για τη διαδικασία της δημόσιας πρότασης.

Στο ζήτημα αυτό της απόδοσης ευθύνης υπάρχουν δύο πλευρές. Η πλευρά του προτείνοντα που προκαλεί τη ζημιά από τυχόν παρουσίαση ελλιπών στοιχείων και η πλευρά της εξαγοραζόμενης εταιρίας που πιθανόν να υποστεί και τη ζημιά. Στη περίπτωση αυτή προκειμένου να αποζημιωθεί η πλευρά που ζημιώνεται είναι απαραίτητο να υπάρχουν στοιχεία για τη ζημιά αυτή, να αποδειχθεί η σχέση μεταξύ των πράξεων των ατόμων που είναι υπεύθυνα για τη σύνταξη του πληροφοριακού δελτίου και της ζημιάς. Τα πρόσωπα αυτά που συνέταξαν το πληροφοριακό δελτίο φέρουν το βάρος απόδειξης της έλλειψης υπαιτιότητας. Βέβαια οι αξιώσεις για αποζημίωση ισχύουν για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα το οποίο είναι τα τρία χρόνια μετά τη λήξη της περιόδου αποδοχής.

Το άρθρο αυτό σχετικά με την ευθύνη των προσώπων που συνέταξαν το πληροφοριακό δελτίο εισάγεται για πρώτη φορά στον Ελληνικό νόμο και αποτελεί βασικό στοιχείο για τη διευκόλυνση της διαδικασίας των δημοσίων προτάσεων καθώς δεσμεύει και τις δύο πλευρές να καταθέτουν αληθή στοιχεία και συνεπώς ευνοεί την ύπαρξη διαφάνειας στην όλη διαδικασία. Επίσης με αυτή τη ρύθμιση είναι πλέον εφικτός ο υπολογισμός της αποζημίωσης των ζημιωθέντων και για αυτό η ρύθμιση αυτή αποτελεί καινοτομία.

3.3.8 Υποχρεώσεις και γνώμη του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρίας³⁷

Η πρόταση εξαγοράς απευθύνεται στους μετόχους και αποσκοπεί στην συγκέντρωση της πλειοψηφίας των κινητών αξιών με δικαίωμα ψήφου. Η πρόταση

³⁷ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρα 14 και 15 αντίστοιχα.

Οδηγία 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, άρθρο 9.

όμως αυτή αφορά και τους εργαζομένους αλλά ακόμη και τους πελάτες της εταιρείας. Τα συμφέροντα όλων αυτών καλείται να υπερασπιστεί το διοικητικό συμβούλιο, το οποίο πολλές φορές κατά την περίοδο εκδήλωσης ενδιαφέροντος εξαγοράς, λαμβάνει αμυντικά μέτρα επιτρεπτά ή μη.

Τα επιτρεπτά αμυντικά μέτρα³⁸ παρότι συνήθως οδηγούν στο επιθυμητό αποτέλεσμα, δηλαδή την ολοκλήρωση της εξαγοράς, προκαλούν σταδιακή μείωση της τιμής της μετοχής κατά την περίοδο αποδοχής της δημόσιας πρότασης. Τέτοια μέτρα μπορούν να θεωρηθούν η αναζήτηση λεπτομερούς ενημέρωσης για κάθε στοιχείο που αφορά τη δημόσια πρόταση καθώς και οποιαδήποτε ανταγωνιστική πρόταση και η παροχή αιτιολογημένης γνώμης από το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρίας σχετικά με την υποβληθείσα πρόταση. Όταν το διοικητικό συμβούλιο λαμβάνει μέτρα αυτής της μορφής, δεν παραμερίζει το εταιρικό συμφέρον γιατί οι πράξεις του αποσκοπούν στην επαύξηση της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας.

Απαγορευμένα αμυντικά μέτρα³⁹ θεωρούνται η αναζήτηση εναλλακτικών προτάσεων, η διάδοση ψευδών και ανακριβών πληροφοριών στην αγορά σχετικά με την εσωτερική οικονομική κατάσταση της εταιρίας ώστε να αποσυρθεί η δημόσια πρόταση καθώς και η παραχώρηση πολύτιμων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας σε τρίτους έναντι μηδαμινού τιμήματος. Επίσης, η διοχέτευση μυστικών πληροφοριών ως προς τη δομή και τη λειτουργία της εταιρίας προς τρίτο με σκοπό να υποβληθεί ενισχυμένη ανταγωνιστική πρόταση εξαγοράς. Στη περίπτωση αυτή θα ενισχυθεί η αγοραστική αξία της μετοχής πρόσκαιρα αλλά η πορεία της εταιρίας θα είναι αμφίβολη καθώς τα στοιχεία για την αξία της δεν είναι απολύτως πραγματικά. Όσο αφορά τη διάδοση ψευδών πληροφοριών, θα είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της τιμής της μετοχής της εταιρίας στόχου, αποτυπώνοντας μια διαφορά ανάμεσα στη διαμορφωμένη τιμή και την πραγματική εσωτερική αξία της εταιρίας, με αποτέλεσμα την δημιουργία αμφιβολιών στον προτεινόμενα για την αξία της εταιρίας και συνεπώς τη ματαίωση της πρότασης. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας στόχου μπορεί να ενεργεί κάτω από αντικειμενικά ή υποκειμενικά κίνητρα, είτε γιατί πιστεύει ότι η εξαγορά δεν θα

³⁸ Θεοχαρίδης Γ., «Προσωρινή προστασία μετόχου και ενεχυρούχου δανειστή μετοχών ανώνυμης εταιρίας κατά τη δημόσια πρόταση αγοράς» (2005) 12 Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιριών 549.

³⁹ Παπαδάκης Β, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων :Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», (Εκδόσεις Ι.Μπένου 2002).

ευνοήσει την εταιρία, είτε πολύ απλά γιατί γνωρίζει ότι η νέα διεύθυνση θα φέρει πολλές αλλαγές με πρώτη την απομάκρυνση του ισχύοντος διοικητικού συμβουλίου.

Σύμφωνα λοιπόν με το νόμο 3461/2006, η επιχείρηση αποδυναμώνεται κατά την περίοδο αποδοχής της δημόσιας πρότασης και δεν μπορεί το διοικητικό της συμβούλιο να λάβει μέτρα που θα οδηγήσουν στην ματαίωση της διαδικασίας εξαγοράς. Συγκεκριμένα⁴⁰ δεν μπορεί, από την στιγμή της ενημέρωσης του και μέχρι την δημοσίευση των αποτελεσμάτων της δημόσιας πρότασης, να προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια που δεν εντάσσεται στη συνήθη πορεία των δραστηριοτήτων της εταιρίας και ενδέχεται να οδηγήσει στη ματαίωση της δημόσιας πρότασης, χωρίς εξουσιοδότηση από τη γενική συνέλευση των μετόχων. Η γενική συνέλευση της υπό εξαγορά εταιρίας πρέπει να εγκρίνει ή να επιβεβαιώσει κάθε απόφαση για οποιαδήποτε ενέργεια του διοικητικού συμβουλίου. Απαγορεύεται η λήψη μέτρων που θα οδηγήσουν στην μόνιμη αδυναμία εξαγοράς της επιχείρησης στόχου, όπως είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και η διενέργεια διαχειριστικών πράξεων που θα προκαλέσουν αλλαγές στην επιχειρηματική δράση της εταιρίας.

Σύμφωνα λοιπόν με το άρθρο 14 του νέου νόμου είναι σημαντικό να διατηρηθεί η γενική συνέλευση των μετόχων ως το πλέον αρμόδιο όργανο για να αποφασίσει τη λήψη αμυντικών μέτρων. Τονίζεται δε ότι με τον τρόπο αυτό διασφαλίζονται τα συμφέροντα όλων των μετόχων και ενισχύεται η αυτοδιοίκηση της εταιρίας. Η ρύθμιση αυτή επιπρόσθετα αποτρέπει τη μετατροπή του διοικητικού συμβουλίου σε μοναδικό κριτή του εταιρικού συμφέροντος, λαμβάνοντας υπόψη ότι πολλές φορές υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μελών του διοικητικού συμβουλίου και των μετόχων.

Η οδηγία στο σημείο αυτό παρέχει στα κράτη μέλη τη διακριτική ευχέρεια να μην εφαρμόζουν τις διατάξεις για εξουσιοδότηση της γενικής συνέλευσης για τη λήψη αμυντικών μέτρων. Έτσι σύμφωνα με την Οδηγία η υπό εξαγορά εταιρία δύναται να μην εφαρμόζει τις διατάξεις που αναφέραμε παραπάνω όταν η δημόσια πρόταση προέρχεται από εταιρία που έχει την καταστατική της έδρα σε κράτος μέλος που επιτρέπει τη λήψη μέτρων από τα διοικητικά συμβούλια υπό εξαγοράς εταιριών. Στο

⁴⁰ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρα 14 και 15 αντίστοιχα.

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 14.

Ελληνικό Δίκαιο όμως η ρύθμιση αυτή δεν ισχύει και ουσιαστικά με το άρθρο 14 τίθεται η Γενική Συνέλευση των μετόχων ως το μόνο αρμόδιο εταιρικό όργανο να αποφασίσει τη λήψη αμυντικών μέτρων.

Όσο αφορά τις υποχρεώσεις του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρίας, ο νέος νόμος με την παλαιότερη απόφαση, δεν παρουσιάζουν διαφορές. Η καινοτομία του νέου θεσμικού πλαισίου, όσο αφορά τη γνώμη του διοικητικού συμβουλίου, έγκειται στο γεγονός ότι με το άρθρο 15 ο νομοθέτης δεσμεύει το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρίας να συντάξει και να δημοσιοποιήσει έγγραφο που περιλαμβάνει την αιτιολογημένη γνώμη του σχετικά με τη δημόσια πρόταση. Η ρύθμιση αυτή δεν προβλεπόταν στην προηγούμενη απόφαση αλλά αποτελεί υποχρεωτική ρύθμιση της Ευρωπαϊκής Οδηγίας για όλα τα κράτη μέλη, καθώς με τον τρόπο αυτό εξασφαλίζεται η τήρηση των όσων αναφέρονται στο κείμενο αλλά και η διαφάνεια των πράξεων του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας στόχου.

Σύμφωνα λοιπόν με την οδηγία⁴¹ το συμβούλιο καλείται να συντάξει και να δημοσιοποιήσει επίσημο έγγραφο στο οποίο να αναφέρει την πλήρη γνώμη του για την δημόσια πρόταση και για τα αποτελέσματα της στο σύνολο των συμφερόντων της εταιρίας, ειδικά στον τομέα της απασχόλησης. Τη γνώμη του αυτή πρέπει να τη γνωστοποιήσει στους εκπροσώπους του εργατικού δυναμικού και αν αυτοί έχουν διαφορετική άποψη, να την συμπεριλάβει στο κείμενο. Η γνώμη του εργατικού δυναμικού είναι θεμελιώδης για μια τέτοια συμφωνία καθώς αυτοί αποτελούν την ψυχή της κάθε εταιρίας. Στην περίπτωση που οι εργαζόμενοι σε μια εταιρία που βρίσκεται υπό εξαγορά διαφωνούν πλήρως με τη διαδικασία αυτή, θα είναι πολύ δύσκολο τελικά να ολοκληρωθεί με επιτυχία η εξαγορά και να έχει ο προτείνων τα επιθυμητά αποτελέσματα. Για αυτό και είναι σημαντικό και απαραίτητο να αναφέρεται ξεκάθαρα η γνώμη των εργαζομένων στο κείμενο που συντάσσει το διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρίας, ώστε να ληφθούν υπόψη τυχόν διαφωνίες και προβλήματα.

Το τελικό έγγραφο του διοικητικού συμβουλίου σχετικά με την γνώμη του για τη διαδικασία της εξαγοράς, συνοδεύεται από λεπτομερή έκθεση χρηματοοικονομικού συμβούλου. Στην έκθεση αυτή προσδιορίζεται ο αριθμός των κινητών αξιών που έχουν στην κατοχή τους άμεσα ή έμμεσα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, αναφέρονται

⁴¹ Οδηγία 2004/25/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, άρθρο 9.

οι ενέργειες που έχουν γίνει ήδη ή θα γίνουν σε σχέση με τη δημόσια πρόταση καθώς και οι τυχόν συμφωνίες μεταξύ των στελεχών του προτείνοντος και της εταιρίας στόχου. Επίσης στην έκθεση γίνεται λεπτομερής αναφορά στις απόψεις του συμβουλίου σχετικά με την επιτυχή έκβαση της δημόσιας πρότασης στο σύνολο των συμφερόντων της εταιρίας.

Με την υποβολή αυτού του κειμένου εντός δέκα ημερών από τη ημέρα δημοσίευσης του πληροφοριακού δελτίου, το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρίας, γνωστοποιεί τη θέση του σχετικά με τη δημόσια πρόταση αγοράς των κινητών αξιών και δεσμεύεται να τηρήσει τη θέση του αυτή.

3.3.9 Εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας⁴²

Σύμφωνα με τις διατάξεις του νέου νόμου περί της εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας έναντι στη δημόσια πρόταση εξαγοράς ο νομοθέτης πράττει και αποφασίζει υπέρ του προτείνοντος και της ολοκλήρωσης της εξαγοράς. Έτσι σύμφωνα με το άρθρο 17 του νόμου 3461/2006, με απόφαση της γενικής συνέλευσης, η οποία λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία, δεν ισχύουν περιορισμοί στη μεταβίβαση κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο καταστατικό της εταιρίας έναντι του προτείνοντος κατά τη διάρκεια της περιόδου αποδοχής της δημόσιας πρότασης, καθώς και δεν ισχύουν περιορισμοί στη μεταβίβαση κινητών αξιών οι οποίοι περιλαμβάνονται σε συμφωνία μεταξύ της εταιρείας και των κατόχων των κινητών αξιών. Αυτή η ρύθμιση αποσκοπεί στη διευκόλυνση της εξαγοράς καθώς στο καταστατικό της εταιρίας είναι πιθανό να έχει συναφθεί συμφωνία για τον περιορισμό της μεταβίβασης κάποιων κινητών αξιών και με την ρύθμιση αυτή η συμφωνία παύει να ισχύει.

⁴² Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 17.

Οδηγία 2004/25/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, άρθρο 11.

Κορδή-Αντωνοπούλου Μ., «Άμυνα της εταιρίας στη δημόσια πρόταση αγοράς (Απόφαση Ε.Κ. 1/195/19.7.2000)» (2004) 4 Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου.

Επίσης με απόφαση της γενικής συνέλευσης, η οποία λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία, οι περιορισμοί στα δικαιώματα ψήφου που περιλαμβάνονται στο καταστατικό της εταιρίας ή σε συμφωνίες που συνάπτονται ανάμεσα στην εξαγοραζόμενη εταιρία και στους κατόχους των τίτλων, δεν παράγουν αποτελέσματα στη γενική συνέλευση των μετόχων που αποφασίζουν για τη λήψη αμυντικών μέτρων. Σε περίπτωση που μετά το τέλος της περιόδου αποδοχής της δημόσιας πρότασης, ο προτείνων έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 75% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου, περιορισμοί στην άσκηση δικαιώματος ψήφου καθώς και τα έκτακτα δικαιώματα των μετόχων όσον αφορά τον διορισμό ή την παύση μελών του διοικητικού συμβουλίου, δεν ισχύουν κατά την πρώτη γενική συνέλευση των μετόχων που πραγματοποιείται μετά τη λήξη της περιόδου αποδοχής και συγκαλείται από τον προτείνοντα με σκοπό την τροποποίηση του καταστατικού ή την παύση μελών από το διοικητικό συμβούλιο. Στο νόμο αναφέρεται ότι οι περιορισμοί αυτοί δεν έχουν εφαρμογή σε κινητές αξίες για τις οποίες οι περιορισμοί των δικαιωμάτων ψήφου αντισταθμίζονται από ειδικά χρηματικά πλεονεκτήματα, και επίσης ότι το άρθρο για την εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας δεν έχει εφαρμογή στη περίπτωση που το Ελληνικό Δημόσιο κατέχει κινητές αξίες στην υπό εξαγορά εταιρία, οι οποίες του παρέχουν ειδικά δικαιώματα.

Αξίζει να επισημάνουμε ότι οι διατάξεις αυτές για την εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας καθώς και για τους περιορισμούς στη μεταβίβαση των κινητών αξιών και στα δικαιώματα ψήφου, περιέχονται για πρώτη φορά στο Ελληνικό νομικό πλαίσιο και παρά το γεγονός ότι είναι υποχρεωτικές στον Ελληνικό νόμο, δεν αναφέρονται ως υποχρεωτικές για τα κράτη μέλη στην ευρωπαϊκή οδηγία. Αναφέρεται μόνο ότι τα κράτη μέλη μπορούν ή δύναται να τις εφαρμόσουν και στη συνέχεια εξαρτάται από την απόφαση του κάθε κράτους, σχετικά με την θέση που επιθυμεί να έχει ως προς τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς. Στον Ελληνικό νόμο οι διατάξεις αυτές αρχικά αναφέρονται ως υποχρεωτικές καθώς η θέση της χώρας είναι υπέρ της διευκόλυνσης των δημοσίων προτάσεων εξαγοράς, και οι συγκεκριμένες διατάξεις σκοπό έχουν να βοηθήσουν τον προτείνοντα να ολοκληρώσει την εξαγορά και να αποτρέψουν το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης στόχου από οποιαδήποτε ενέργεια μπορεί να ματαιώσει την πράξη αυτή. Υπάρχει όμως και ένα σημείο στο άρθρο αυτό σύμφωνα με το οποίο δίνεται η δυνατότητα στις εταιρίες που εφαρμόζουν αυτές τις διατάξεις, με απόφαση της γενικής συνέλευσης που έχει ληφθεί σε χρονικό διάστημα μεγαλύτερο

των δεκαοχτώ μηνών, να μην εφαρμόσουν τις διατάξεις αυτές όταν η δημόσια πρόταση προέρχεται από εταιρία η οποία επίσης δεν τις εφαρμόζει.

3.3.10 Αποδοχή της δημόσιας πρότασης, ανάκληση και αναθεώρηση

Στο σημείο αυτό η Ευρωπαϊκή οδηγία δίνει την ευχέρεια στα κράτη μέλη να ορίσουν δικούς τους κανόνες για θέματα όπως η αποδοχή της δημόσιας πρότασης, η ανάκληση και η αναθεώρηση αυτής. Στο Ελληνικό δίκαιο δεν έχουν σημειωθεί αλλαγές και έτσι σύμφωνα με το νόμο ισχύουν τα εξής :

Αποδοχή⁴³ : Η αποδοχή της δημόσιας πρότασης από τα άτομα στα οποία απευθύνεται, γίνεται με έγγραφη δήλωση η οποία κατατίθεται σε πιστωτικά ιδρύματα ή επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών στην Ελλάδα, ή εναλλακτικά στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών. Η δήλωση αυτή ανακαλείται ελεύθερα, με παρόμοια δήλωση, μέχρι τη λήξη της περιόδου αποδοχής, εκτός αν ορίζει διαφορετικά το πληροφοριακό δελτίο. Η περίοδος αποδοχής της πρότασης αρχίζει από τη δημοσίευση του πληροφοριακού δελτίου και δεν μπορεί να είναι μικρότερη των τεσσάρων εβδομάδων ούτε και μεγαλύτερη των οκτώ. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει το δικαίωμα να παρατείνει την περίοδο αυτή για δύο εβδομάδες κατόπιν αιτήματος.

Εάν οι δηλώσεις αποδοχής που υποβάλλουν οι αποδέκτες προαιρετικής δημόσιας πρότασης αφορούν συνολικά αριθμό κινητών αξιών μεγαλύτερο από εκείνο που ο προτείνων προσφέρει να αποκτήσει, οι δηλώσεις ικανοποιούνται αναλογικά. Οι ίδιες δημόσιες προτάσεις μπορούν να περιλαμβάνουν πρόσθετο όρο για την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα ενός ελάχιστου ποσοστού κινητών αξιών ανά μέτοχο.

⁴³ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 18.

Ανάκληση⁴⁴ : Η προαιρετική δημόσια πρόταση μπορεί να ανακληθεί από τον προτείνοντα σε περίπτωση που υπάρξουν ανταγωνιστικές προτάσεις. Η ανάκληση πρέπει να ανακοινωθεί το αργότερο τρεις εργάσιμες ημέρες μετά την έγκριση του πληροφοριακού δελτίου της ανταγωνιστικής πρότασης, από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Επίσης η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, επιτρέπει την ανάκληση στην περίπτωση που παρουσιαστεί απρόοπτη μεταβολή των συνθηκών που καθιστούν δύσκολη την διατήρηση της ισχύος της δημόσιας πρότασης.

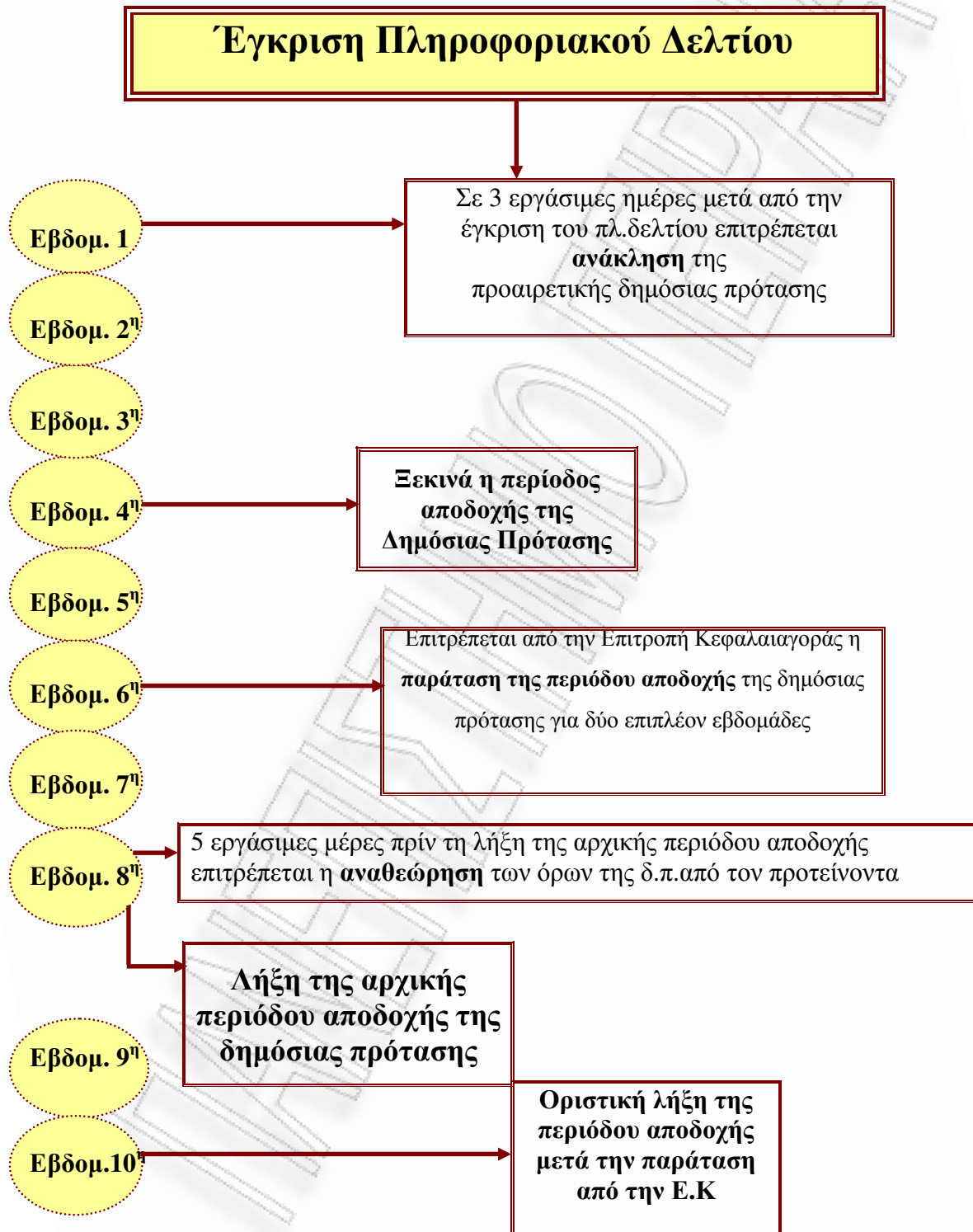
Αναθεώρηση⁴⁵ : Ο προτείνων έχει το δικαίωμα να βελτιώσει τους όρους της δημόσιας πρότασης, μέχρι 5 εργάσιμες ημέρες πριν τη λήξη της περιόδου αποδοχής. Η αναθεωρητική πρόταση υποβάλλεται προς έγκριση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, διαβιβάζεται ταυτόχρονα στο διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας και δημοσιεύεται την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Η Επιτροπή αποφασίζει εντός δύο εργάσιμων ημερών για την έγκριση της αναθεωρημένης πρότασης ώστε να αποτραπεί η παράταση της αβεβαιότητας των αποδεκτών. Διευκρινίζεται ακόμη ότι η υποβολή αναθεωρητικής δημόσιας πρότασης δεν παρατείνει αυτοδικαίως την περίοδο αποδοχής, έτσι ώστε να αποφεύγεται η καταχρηστική υποβολή αναθεωρητικών προτάσεων με μοναδικό σκοπό τη παράταση της προθεσμίας αποδοχής της αρχικής δημόσιας πρότασης. Επίσης αναφέρεται ρητά ότι όσοι έχουν δεχτεί την αρχική πρόταση, θεωρείται ότι αποδέχονται και την αναθεωρητική, εκτός αν έχουν δηλώσει το αντίθετο στο πληροφοριακό δελτίο.

⁴⁴ Η ανάκληση επιτρέπεται μόνο στις προαιρετικές δημόσιες προτάσεις για αυτό και δεν γίνεται διάκριση σε υποχρεωτικές και προαιρετικές.

Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 20.

⁴⁵ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 21.

Σχήμα 2 : Σχεδιάγραμμα χρονικών ορίων για αποδοχή ανάκληση και αναθεώρηση της δημόσιας πρότασης



3.3.11 Ανταγωνιστικές προτάσεις⁴⁶

Η δυνατότητα αποδοχής μιας ανταγωνιστικής δημόσιας πρότασης αποτελεί σημαντικό θέμα στην διαδικασία της δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών. Η Ευρωπαϊκή οδηγία παρά τη σπουδαιότητα του θέματος αυτού δεν δίνει σαφή στοιχεία για το τι πρέπει να αναφέρεται στο νόμο του κάθε κράτους, αλλά αντίθετα αφήνει το περιθώριο σε κάθε κράτος μέλος να αποφασίσει για τη θέση που θα πάρει όσο αφορά την εγκυρότητα των ανταγωνιστικών προτάσεων, δηλαδή των προτάσεων που υποβάλλονται από άλλο προτείνοντα για την ίδια υπό εξαγορά εταιρία μετά την υποβολή της αρχικής δημόσιας πρότασης και εντός της περιόδου αποδοχής αυτής. Η Ελλάδα στο νόμο 3461/2006, δεν έχει κάνει σημαντικές αλλαγές σε σχέση με την απόφαση 2/258/2002.

Σύμφωνα λοιπόν με το Ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο όποιος έχει προβεί σε υποχρεωτική δημόσια πρόταση δεν μπορεί να προβεί σε πρόταση ανταγωνιστική της αρχικής. Επίσης ανταγωνιστικές προτάσεις δεν μπορεί να υποβληθούν μέχρι 7 εργάσιμες ημέρες πριν τη λήξη της περιόδου αποδοχής, η οποία αρχίζει από τη δημοσίευση του πληροφοριακού δελτίου, δεν μπορεί να είναι μικρότερη των 4 εβδομάδων αλλά ούτε και μεγαλύτερη των 8, ενώ με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπορεί να παρατεθεί κατά 2 εβδομάδες. Η περίοδος αυτή που ορίζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για αποδοχή της αρχικής πρότασης, παρατείνεται αυτομάτως μέχρι τη λήξη της περιόδου αποδοχής της ανταγωνιστικής πρότασης. Εκείνος που προτείνει την ανταγωνιστική πρόταση δημοσιεύει στο διαδικτυακό τόπο του Χρηματιστηρίου, στο ημερήσιο δελτίο τιμών και στο διαδικτυακό τόπο που τυχόν διατηρεί, την ημερομηνία λήξης της περιόδου αποδοχής της ανταγωνιστικής του πρότασης καθώς και την παράταση αποδοχής της αρχικής πρότασης. Το πληροφοριακό δελτίο της ανταγωνιστικής πρότασης δημοσιεύεται μέσα σε δύο εργάσιμες ημέρες από την έγκριση του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

⁴⁶ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 26.

Οδηγία 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, άρθρο 13.

Επιπλέον η αποδοχή ανταγωνιστικής δημόσιας πρότασης από πρόσωπα που έχουν ήδη αποδεχθεί προηγούμενη πρόταση, υποβάλλεται έγκυρα μόνο εφόσον έχει προηγηθεί ανάκληση της αποδοχής της αρχικής πρότασης.

Οι ρυθμίσεις αυτές για το δικαίωμα αποδοχής ανταγωνιστικής δημόσιας πρότασης γίνονται για τον προφανή λόγο ότι μια δυνατότητα αποδοχής αντιπρότασης σε διάστημα μεγαλύτερο των 7 ημερών πριν τη λήξη της περιόδου αποδοχής της αρχικής, θα εμπόδιζε την αρχική εξαγορά και ίσως αποτελούσε και μέτρο άμυνας του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας στόχου σε συνεργασία με την εταιρία που έκανε την αντιπρόταση εξαγοράς.

Οι ρυθμίσεις αυτές δεν έχουν περιληφθεί στα δίκαια όλων των κρατών μελών καθώς δεν είναι υποχρεωτικές από τη Ευρωπαϊκή οδηγία και οδηγούν τελικά σε ασάφειες ανάμεσα σε εξαγορές εταιριών που υπόκεινται σε δίκαια διαφορετικών κρατών.

3.3.12 Ενημέρωση των αρχών⁴⁷

Στη διαδικασία της δημόσιας πρότασης είναι πολύ σημαντικό η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να έχει στη κατοχή της όλα τα απαιτούμενα στοιχεία και για τις δύο πλευρές. Έτσι σύμφωνα με το άρθρο 24 του Ελληνικού νόμου, ο προτείνων ή τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας που έχει τον ρόλο του προτείνοντος στην πρόταση εξαγοράς καθώς και η υπό εξαγορά εταιρία και τα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου, υποχρεούνται να παρέχουν χωρίς καμία καθυστέρηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όλες τις πληροφορίες που αφορούν τη δημόσια πρόταση. Με τη ρύθμιση αυτή παρέχεται η δυνατότητα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, να απαιτεί κάθε είδους στοιχείο και πληροφορία που είναι απαραίτητη για την άσκηση εποπτείας στη διαδικασία της δημόσιας πρότασης. Σε περίπτωση άρνησης παροχής των απαιτούμενων

⁴⁷ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 24.

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 24.

στοιχείων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει το δικαίωμα να επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπει ο νόμος και στις οποίες θα αναφερθούμε αναλυτικά στη συνέχεια.

Από τη δημοσιοποίηση της πρότασης και μέχρι τη λήξη της περιόδου αποδοχής :

- ❖ Ο προτείνων, τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που κατέχουν ποσοστό τουλάχιστον ίσο με 5% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρίας, καθώς και τα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου ή της εταιρίας της οποίας οι τίτλοι παρέχονται ως αντάλλαγμα, υποχρεούνται να δηλώνουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιεύουν στο ημερήσιο δελτίο τιμών, κάθε χρηματιστηριακή ή εξωχρηματιστηριακή απόκτηση κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας ή της εταιρίας της οποίας οι τίτλοι παρέχονται ως αντάλλαγμα, καθώς και την τιμή απόκτησης.
- ❖ Κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που αποκτά ποσοστό τουλάχιστον 0,5% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου σε οποιαδήποτε από τις εταιρίες που λαμβάνουν μέρος στην δημόσια πρόταση, υποχρεούται να δηλώνει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιεύει στο ημερήσιο δελτίο τιμών, την απόκτηση αυτή.

Οι παραπάνω ρυθμίσεις, σκοπό έχουν να προσφέρουν πλήρη ενημέρωση στο επενδυτικό κοινό και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, έτσι ώστε αφενός οι τυχόν επενδυτές να είναι πλήρως ενημερωμένοι για κάθε επενδυτική τους κίνηση η οποία αφορά την εν λόγω εταιρία και αφετέρου να διευκολύνεται ο έλεγχος της διαδικασίας της δημόσιας πρότασης.

Οι ρυθμίσεις αυτές περιέχονταν με το ίδιο περιεχόμενο και στην απόφαση 2/258/2002 και απλώς διατηρούνται στο νέο νόμο, χωρίς να υπάρχει δέσμευση για αυτό από την Ευρωπαϊκή Οδηγία. Η Ελλάδα όπως και το κάθε κράτος μέλος, σε διατάξεις που δεν είναι υποχρεωτικές από την οδηγία ή που δεν αναφέρονται καθόλου σε αυτή, έχει το δικαίωμα να πράξει κατά τον τρόπο που θεωρεί καλύτερο και αποτελεσματικό. Έτσι στην περίπτωση αυτή, προκειμένου η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να είναι πλήρως ενημερωμένη για κάθε απόκτηση δικαιωμάτων ψήφου ή κινητών αξιών της εταιρίας στόχου ή της εταιρίας της οποίας οι τίτλοι παρέχονται ως

αντάλλαγμα, και που έχουν σημαντικό ρόλο σε μια δημόσια πρόταση αγοράς, διατηρεί τις υπάρχουσες διατάξεις για την ενημέρωση των αρχών.

3.3.13 Δημοσίευση των αποτελεσμάτων της δημόσιας πρότασης

Το άρθρο 23 του νόμου 3461/2006 αφορά τον τρόπο γνωστοποίησης των αποτελεσμάτων της δημόσιας πρότασης και προβλέπει ότι αυτά δημοσιεύονται με επιμέλεια του προτείνοντος εντός 2 εργάσιμων ημερών από τη λήξη της περιόδου αποδοχής, και κοινοποιούνται στους εκπροσώπους των εργαζομένων.

3.3.14 Δικαίωμα εξαγοράς (squeeze out) και δικαίωμα εξόδου (sell out), δύο νέα δικαιώματα⁴⁸

Μια πολύ σημαντική καινοτομία του νέου θεσμικού πλαισίου, σε σύγκριση με το παλιό, είναι η εισαγωγή των όρων squeeze-out και sell-out, δηλαδή των δικαιωμάτων εξαγοράς και εξόδου που εισάγονται στον νέο νόμο με τα άρθρα 27 και 28 αντίστοιχα. Οι δύο αυτές έννοιες έχουν συμπεριληφθεί στην Ευρωπαϊκή Οδηγία και υιοθετήθηκαν για πρώτη φορά στην Ελλάδα με το νόμο 3461/2006.

Στα περισσότερα Ευρωπαϊκά δίκαια με τον όρο squeeze out εννοείται ο μηχανισμός εταιρικού ή χρηματιστηριακού δικαίου, με τον οποίο η πλειοψηφία των μετόχων, εφόσον η συμμετοχή τους στην εταιρία ανέρχεται σε συγκεκριμένο ποσοστό (περίπου στο 90%), δικαιούται να αποκλείει τους μικρομετόχους της μειοψηφίας από την εταιρία, με υποχρεωτική εξαγορά των μετοχών τους με καταβολή εύλογης χρηματικής αποζημίωσης. Με αυτό τον τρόπο, ο μεγαλομέτοχος δύναται να αποκτήσει τον απόλυτο έλεγχο της εταιρίας, εξαγοράζοντας το σύνολο των τίτλων. Χωρίς την

⁴⁸ Παπαδημόπουλος Ι., «Τα δικαιώματα του squeeze out και sell out υπό το φως της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς» (2005) 4 Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών 396. Κίτσου Α., « Η εισαγωγή δικαιώματος αποκλεισμού (squeeze out) και εξόδου (sell out) των μετόχων μειοψηφίας στο ελληνικό δίκαιο εισηγμένων ΑΕ» (2006).

θέσπιση του squeeze out, ήταν αδύνατο να αποκτηθεί ο πλήρης έλεγχος μιας εταιρίας καθώς πολλοί από τους μικρομετόχους αρνούνται να πουλήσουν τις κινητές τους αξίες.

Στον αντίποδα του squeeze out με το οποίο εννοείται ο μέτοχος της πλειοψηφίας, βρίσκεται το sell out, το οποίο αποσκοπεί στην προστασία των μικρομετόχων, και τους δίνει το δικαίωμα να απαιτήσουν από τον μέτοχο της πλειοψηφίας να εξαγοράσει τις κινητές τους αξίες και να μπορέσουν έτσι να αποδεσμευτούν από τη εταιρία.

Αξίζει να επισημάνουμε ότι η υιοθέτηση και των δύο αυτών εννοιών παρά την σημαντική αλλαγή και βοήθεια που θα προσφέρει στον επιχειρηματικό τομέα, έρχεται αντιμέτωπη με το κοινό εταιρικό δίκαιο σύμφωνα με το οποίο τα φυσικά και νομικά πρόσωπα έχουν το δικαίωμα ελεύθερα να αποφασίσουν να καταρτίσουν μια σύμβαση καθώς και να αποφασίσουν ως προς τον αντισυμβαλλόμενο. Στη περίπτωση όμως των δύο αυτών εννοιών η σύμβαση είναι υποχρεωτική όταν έχει προηγηθεί δημόσια πρόταση και ο προτείνων κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 90% του συνόλου των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας.

Οι λόγοι για τους οποίους ήταν επιτακτική η ανάγκη καθιέρωσης αυτών των μηχανισμών, είναι πολλοί και συνδέονται κυρίως με τα προβλήματα που απορρέουν από την συγκέντρωση μεγάλου ποσοστού ιδιοκτησίας σε ένα πρόσωπο (φυσικό ή νομικό) και τη δημιουργία ουσιαστικά δύο πλευρών μέσα στην ίδια εταιρία, του μεγαλομετόχου και των μικρομετόχων.

Ο βασικός λόγος για τον οποίο θεσμοθετήθηκε το δικαίωμα εξαγοράς είναι ότι η ύπαρξη των μικρομετόχων στην επιχείρηση μετά από τη δημόσια πρόταση είναι επιζήμια για τον μεγαλομέτοχο, καθώς εμποδίζει την ολοκληρωτική ενσωμάτωση της εταιρίας στον όμιλο επιχειρήσεων του. Έτσι με την ύπαρξη του δικαιώματος εξαγοράς ο νέος μέτοχος που θα συγκεντρώσει ποσοστό της τάξης του 90% έως 95% του συνόλου των κινητών αξιών της εταιρίας, θα έχει το δικαίωμα να εξαναγκάσει τους υπόλοιπους σε αποχώρηση. Η θεσμοθέτηση λοιπόν αυτού του δικαιώματος, είναι καθοριστική προς την κατεύθυνση μιας πιο ορθολογικής και βιώσιμης ιδιοκτησιακής δομής, οδηγεί στη λειτουργία μεγάλων επιχειρηματικών μονάδων και ενισχύει τις εθνικές οικονομίες.

Περαιτέρω, η παρουσία των μικρομετόχων συνεπάγεται την διατήρηση όλων των νόμων και κανόνων που υπάρχουν για την προστασία τους σε μια επιχείρηση, όπως είναι η διεξαγωγή γενικών συνελεύσεων και η άμεση ενημέρωσή τους για οτιδήποτε

σημαντικό. Οι διαδικασίες αυτές συνεπάγονται και πολλά έξοδα για τον μεγαλομέτοχο ενώ αντίθετα ο αποκλεισμός των μικρομετόχων μειώνει σημαντικά τόσο τα λειτουργικά έξοδα της εταιρίας όσο και το διοικητικό φόρτο εργασίας.

➤ **Δικαίωμα εξαγοράς (squeeze out)**⁴⁹

Σύμφωνα λοιπόν με το νόμο 3461/2006 το **δικαίωμα εξαγοράς** αναφέρεται ως εξής : ο προτείνων, ο οποίος μετά την υποβολή δημόσιας πρότασης προς όλους τους κατόχους κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας, κατέχει ποσοστό τουλάχιστον 90% του συνόλου της, μπορεί, εάν το επιθυμεί, να απαιτήσει τη μεταβίβαση σε αυτόν όλων των υπόλοιπων κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας. Το δικαίωμα αυτό μπορεί να ασκηθεί σε διάστημα τριών μηνών από τη λήξη της περιόδου αποδοχής της πρότασης εφόσον όμως έχει συμπεριληφθεί όρος στο πληροφοριακό δελτίο που προβλέπει τη δυνατότητα άσκησης του, και το τίμημα λαμβάνει την ίδια μορφή και ισούται τουλάχιστον με το αντάλλαγμα της πρότασης.

Το δικαίωμα εξαγοράς ασκείται με την υποβολή σχετικού αιτήματος προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το οποίο κοινοποιείται στην υπό εξαγορά εταιρία. Στο αίτημα περιλαμβάνεται υποχρεωτικά το ύψος και η μορφή του προσφερόμενου ανταλλάγματος και υποβάλλεται μαζί με αυτό βεβαίωση πιστωτικού ιδρύματος εγκατεστημένου στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος μέλος, με την οποία πιστοποιείται ότι ο προτείνων διαθέτει τα μέσα καταβολής για το σύνολο του τιμήματος που ενδέχεται να καταβληθεί σε μετρητά.

⁴⁹ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 27.

Οδηγία 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, άρθρο 15.

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 27.

Απόφαση 4/403/8.11.2006 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την άσκηση δικαιώματος εξαγοράς μετά το τέλος της δημόσιας πρότασης.

Στη συνέχεια, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αφού διαπιστώσει την κατοχή από τον προτείνοντα κινητών αξιών και δικαιωμάτων ψήφου ποσοστού μεγαλύτερου από 90% του συνόλου της υπό εξαγορά εταιρίας και την ύπαρξη βεβαίωσης του πιστωτικού ιδρύματος, εκδίδει απόφαση η οποία προβλέπει την υποχρέωση του προτείνοντος να καταβάλλει στους δικαιούχους το συνολικό ποσό του προσφερόμενου ανταλλάγματος. Μετά την καταβολή του ανταλλάγματος, το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, καταχωρεί τον προτείνοντα ως το νέο κάτοχο των κινητών αξιών και κοινοποιεί την καταχώρηση αυτή στην υπό εξαγορά εταιρεία.

Τέλος οι κάτοχοι των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας που μεταβιβάζονται στον προτείνοντα, μπορούν να προσφύγουν στο μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας της εταιρίας σε διάστημα έξι μηνών, και να αμφισβητήσουν το ύψος του προσφερόμενου ανταλλάγματος.

Όσο αφορά την άσκηση του δικαιώματος εξαγοράς, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις 8/11/2006 κοινοποίησε και μια συμπληρωματική απόφαση σύμφωνα με την οποία ορίζονται οι διαδικασίες καταβολής του ανταλλάγματος και οι διαδικασίες μεταβίβασης των κινητών αξιών. Έτσι, σύμφωνα με την απόφαση 4/403/8.11.2006 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ορίζει την ημέρα παύσης της διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών που σχετίζονται με το δικαίωμα εξαγοράς. Η ημερομηνία παύσης απέχει τουλάχιστον 15 εργάσιμες μέρες από τη λήψη της απόφασης της Επιτροπής για την άσκηση του δικαιώματος εξαγοράς και η καταβολή του ανταλλάγματος γίνεται τρεις εργάσιμες ημέρες μετά από την ολοκλήρωση της εκκαθάρισης των συναλλαγών που καταρτίστηκαν κατά την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης.

Επίσης στο άρθρο 3 της απόφασης αυτής, ορίζονται και οι υποχρεώσεις των χειριστών των λογαριασμών στους οποίους είναι καταχωρημένες οι κινητές αξίες. Αρχικά το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών έχει την υποχρέωση να ενημερώσει τους χειριστές για την άσκηση του δικαιώματος εξαγοράς. Στη συνέχεια, οι χειριστές ενημερώνουν άμεσα κάθε έναν από τους πελάτες τους που είναι κάτοχοι των κινητών αξιών και μεριμνούν για τη λήψη ειδικής εξουσιοδότησης προκειμένου να προβούν στην είσπραξη του ανταλλάγματος της εξαγοράς για λογαριασμό τους. Την επόμενη μέρα από την ολοκλήρωση της εκκαθάρισης των λογαριασμών που καταρτίστηκαν κατά την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης, οι χειριστές αποστέλλουν στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών έγγραφη δήλωση που αναφέρει :

- ❖ Το συνολικό αριθμό των κινητών αξιών που είναι ελεύθερες βαρών, δικαιωμάτων τρίτων ή κατασχέσεως και των οποίων οι κάτοχοι τους έχουν εξουσιοδοτήσει ειδικά για να προβούν στην είσπραξη του ανταλλάγματος.
- ❖ Το συνολικό αριθμό των κινητών αξιών που είναι ελεύθερες βαρών, δικαιωμάτων τρίτων ή κατασχέσεως για τις οποίες δεν έχουν λάβει εξουσιοδότηση είσπραξης του ανταλλάγματος.
- ❖ Ονομαστική κατάσταση με τα στοιχεία των πελατών τους που δεν τους έχουν χορηγήσει εξουσιοδότηση είσπραξης του ανταλλάγματος, καθώς και τον αριθμό των κινητών αξιών που κατέχουν
- ❖ Τον συνολικό αριθμό των κινητών αξιών επί των οποίων έχει συσταθεί ενέχυρο, επικαρπία ή έχουν κατασχεθεί
- ❖ Ονομαστική κατάσταση με τα στοιχεία των δικαιούχων οποιονδήποτε δικαιωμάτων επί των κινητών αξιών που αφορά το δικαίωμα εξαγοράς και επί των οποίων έχει συσταθεί ενέχυρο, επικαρπία ή έχουν κατασχεθεί.

Στη συνέχεια σύμφωνα με το άρθρο 4 της απόφασης, το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών γνωστοποιεί στον προτείνοντα δύο εργάσιμες ημέρες μετά την ημέρα ολοκλήρωσης της εκκαθάρισης των συναλλαγών που καταρτίστηκαν κατά την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης, τον αριθμό των κινητών αξιών που έχουν μεταφερθεί ελεύθερες βαρών, δικαιωμάτων τρίτων ή κατασχέσεως στον Ειδικό Λογαριασμό και για τις οποίες οι χειριστές έχουν εξουσιοδότηση να εισπράξουν το αντάλλαγμα για λογαριασμό των δικαιούχων των κινητών αξιών αλλά και εκείνες τις κινητές αξίες για τις οποίες οι χειριστές δεν έχουν εξουσιοδότηση να εισπράξουν το αντάλλαγμα για λογαριασμό των δικαιούχων.

Τέλος, όσο αφορά το αντάλλαγμα, την ημέρα καταβολής του, ο προτείνων καταβάλλει στο Κ.Α.Α το ποσό που αναλογεί στις κινητές αξίες για τις οποίες οι χειριστές έχουν την εξουσιοδότηση να εισπράξουν το αντάλλαγμα αλλά καταβάλλει επίσης και το ποσό για τις αξίες που δεν εξουσιοδοτούνται οι χειριστές για την είσπραξη του ανταλλάγματος. Επίσης ο προτείνων υποχρεούται να καταβάλλει και ποσό

που αντιστοιχεί σε τυχόν έξοδα για τις ενέργειες που έκανε το Κ.Α.Α για τη συμμόρφωση με την απόφαση αυτή.

Με την ολοκλήρωση της καταβολής του ανταλλάγματος και των εξόδων στο Κ.Α.Α και την προσκόμιση του αποδεικτικού κατάθεσης, το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών μεταφέρει τις αξίες που αφορά το δικαίωμα εξαγοράς και είναι ελεύθερες βαρών από τις μερίδες των δικαιούχων στη μερίδα του προτείνοντος.

Για το δικαίωμα εξαγοράς έχουν υπάρξει πολλές διαφωνίες σχετικά με την αναγκαιότητα και τη νομιμότητα του δικαιώματος αυτού και πολλοί υποστηρίζουν ότι εξυπηρετεί μόνο τα προσωπικά συμφέροντα του μεγαλομετόχου σε μια εταιρία. Αντιθέτως όμως η θέσπιση του δικαιώματος αυτού εξυπηρετεί το γενικότερο δημόσιο συμφέρον προς δύο κατευθύνσεις. Από τη μια η αποτελεσματική διοίκηση και λειτουργία των επιχειρήσεων και η δημιουργία ανταγωνιστικών ομίλων ενισχύει την εθνική οικονομία και από την άλλη διασφαλίζεται η σωστή λειτουργία και η ρευστότητα της κεφαλαιαγοράς.

Προκειμένου η χρήση του δικαιώματος αυτού να οδηγεί σε επιθυμητά αποτελέσματα και να υπάρχει διαφάνεια κατά τη διάρκεια όλης της διαδικασίας, όλες οι νομοθεσίες επιβάλλουν την αυστηρή τήρηση συγκεκριμένων προϋποθέσεων για την προστασία των μειωψηφούντων μετόχων που αναγκάζονται να αποχωρήσουν από την εταιρία. Αρχικά, το δικαίωμα εξαγοράς μπορεί να ασκηθεί μόνο στη περίπτωση που ο μεγαλομέτοχος έχει πολύ μεγάλο ποσοστό της εταιρίας, της τάξης τουλάχιστον του 90%. Με αυτό τον τρόπο ορίζεται και η έννοια και το ποσοστό του μειωψηφούντος μετόχου, ο οποίος έχοντας ένα τόσο μικρό ποσοστό των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας δεν έχει δικαίωμα συμμετοχής στη διοίκηση και συνεπώς οι κινητές του αξίες έχουν μόνο επενδυτικό χαρακτήρα. Συνεπώς με την καταβολή εύλογης αποζημίωσης δεν θίγονται τα συμφέροντα του καθώς λαμβάνει το αντίστοιχο τίμημα της επένδυσής του. Στις περισσότερες χώρες το ποσοστό ιδιοκτησίας για την άσκηση του δικαιώματος αυτού είναι το 90%, με εξαίρεση τη Γαλλία, το Βέλγιο, τη Γερμανία και την Ολλανδία που επιβάλλουν ποσοστό ίσο με 95%. Η αποζημίωση που λαμβάνουν οι μειωψηφούντες μέτοχοι για την αποχώρησή τους αποτελεί πολύ σημαντικό παράγοντα και απαιτείται από το νόμο η αποζημίωση αυτή να είναι εύλογη και πλήρης. Ο καθορισμός του τιμήματος αυτού είναι μια δύσκολη και περίπλοκη διαδικασία και για αυτό αντιμετωπίζεται διαφορετικά σε κάθε έννομη τάξη.

Στον αντίποδα του squeeze-out που αποτελεί σαφές μέτρο για την διευκόλυνση των εξαγορών και την υποστήριξη του προτείνοντα, στο νόμο εισήχθη και το sell-out (δικαίωμα εξόδου), ως προστατευτικός μηχανισμός εκείνων που δεν αποδέχθηκαν τη δημόσια πρόταση και παρέμειναν στην εταιρία αλλά στη συνέχεια βλέποντας τα συμφέροντά τους να μην ικανοποιούνται επιθυμούν να αποχωρήσουν από την επιχείρηση.

➤ **Δικαίωμα εξόδου (sell out)**⁵⁰

Σκοπός αυτού του δικαιώματος είναι να προστατευθεί η επένδυση των μικρομετόχων καθώς μετά το τέλος της περιόδου ισχύος της δημόσιας πρότασης, περιορίζεται η λειτουργία της αγοράς μετοχών της εταιρίας στόχου, με αποτέλεσμα οι μέτοχοι αυτοί να εγκλωβιστούν στην εταιρία εξαιτίας της μειωμένης έως και μηδαμινής εμπορευσιμότητας των μετοχών τους. Έτσι με τη ρύθμιση αυτή δίνεται το δικαίωμα στους μετόχους που αρχικά ήταν ενάντια στην πώληση των κινητών αξιών τους, να τις πουλήσουν τώρα και να αποχωρήσουν από την εταιρία, καθώς βλέπουν ότι η επένδυση τους κινδυνεύει. Το δικαίωμα εξόδου έχει δύο διαστάσεις στον ρόλο του στη διαδικασία εξαγοράς: η μια είναι ότι προστατεύει τους μικρομετόχους από τον εγκλωβισμό τους σε μια εταιρία της οποίας οι μετοχές έχουν μηδαμινή εμπορευσιμότητα και η άλλη ότι διευκολύνει ακόμη περισσότερο την διαδικασία εξαγοράς, καθώς με τον τρόπο αυτό είναι δυνατό να μεταβιβαστεί στον προτείνοντα ακόμη και το 100% του συνόλου των εταιρικών μεριδίων της επιχείρησης στόχου.

Σύμφωνα με το νόμο 3461/2006 το *δικαίωμα εξόδου* αναφέρεται ως εξής : ο προτείνων, ο οποίος μετά την υποβολή δημόσιας πρότασης προς όλους τους κατόχους

⁵⁰ Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 28.

Οδηγία 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, άρθρο 16.

Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις, άρθρο 28.

Απόφαση 1/409/29.12.2006 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την άσκηση δικαιώματος εξόδου μετά το τέλος της δημόσιας πρότασης.

κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας, κατέχει ποσοστό τουλάχιστον 90% του συνόλου της, υποχρεούται σε διάστημα τριών μηνών να αποκτήσει το σύνολο των κινητών αξιών που θα του προσφερθούν. Εφόσον το ζητήσουν οι κάτοχοι των αξιών το τίμημα λαμβάνει την μορφή των κινητών αξιών που αποτέλεσαν το αντικείμενο της πρότασης και ισούται με το αντάλλαγμα της πρότασης. Προϋπόθεση για την άσκηση του δικαιώματος είναι οι μετοχές της εταιρίας στόχου να είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών. Με το δικαίωμα αυτό, ο νομοθέτης, ουσιαστικά παρέχει προστασία στους μικρομετόχους εκείνους που δεν αποδέχθηκαν την πρόταση καθώς τους δίνει το δικαίωμα, εάν το επιθυμούν, να προσφέρουν τελικά τις κινητές τους αξίες σε χρονικό διάστημα τριών μηνών από τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων της δημόσιας πρότασης, και δεσμεύει τον προτείνοντα να τις αγοράσει.

Για την άσκηση του δικαιώματος εξόδου η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κοινοποίησε μια συμπληρωματική απόφαση με την οποία ορίζεται η διαδικασία άσκησης του δικαιώματος. Έτσι με την απόφαση 1/409/29.12.2006 ορίζεται η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος εξόδου σε μετρητά αλλά και σε είδος εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών αλλά και μη εισηγμένων.

Σύμφωνα με το άρθρο 2 της απόφασης ορίζεται η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος σε μετρητά. Στη περίπτωση που ως αντάλλαγμα της δημόσιας πρότασης προσφέρονται αποκλειστικά ή προαιρετικά με επιλογή του αποδέκτη μετρητά, τότε ο προτείνων υποχρεούται να αγοράσει σε αυτή την τιμή όλες τις κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρίας, οι οποίες θα του προσφερθούν κατά τη διάρκεια της περιόδου άσκησης του δικαιώματος εξόδου. Σε περίπτωση όμως που ως αντάλλαγμα προσφέρονταν κινητές αξίες, χωρίς να υπάρχει δικαίωμα επιλογής από τον αποδέκτη ανταλλάγματος αποκλειστικά σε μετρητά, τότε το τίμημα το οποίο υποχρεούται να καταβάλλει ο προτείνων για την αγορά των κινητών αξιών που θα του προσφερθούν, υπολογίζεται ως εξής :

- a) Εάν οι κινητές αξίες που προσφέρονται ως αντάλλαγμα είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών, το τίμημα σε μετρητά υπολογίζεται με βάση την υψηλότερη από τις παρακάτω τιμές :

- το μέσο όρο της ημερήσιας τιμής κλεισίματος της κινητής αξίας που προσφέρεται ως αντάλλαγμα σταθμισμένη με τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών κατά την περίοδο από την ανακοίνωση της πρότασης μέχρι και τη λήξη της
- τη μέση χρηματιστηριακή τιμή της κινητής αξίας που προσφέρεται ως αντάλλαγμα στη δημόσια πρόταση κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας ανακοίνωσης της υποβολής της πρότασης
- την υψηλότερη τιμή στην οποία ο προτείνων ή κάποιο από τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του, απέκτησε κατά τους 12 μήνες που προηγούνται της ανακοίνωσης της πρότασης, κινητές αξίες που προσφέρονταν ως αντάλλαγμα στη δημόσια πρόταση

b) Εάν οι κινητές αξίες που προσφέρονται ως αντάλλαγμα δεν είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών, τότε το τίμημα σε μετρητά προσδιορίζεται από ανεξάρτητο από τον προτείνοντα και την υπό εξαγορά εταιρία, ορκωτό λογιστή, ο οποίος ορίζεται και αμείβεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με χρέωση του προτείνοντος.

Τέλος, σε περίπτωση που ως αντάλλαγμα προσφέρεται συνδυασμός κινητών αξιών και μετρητών, χωρίς να υπάρχει δικαίωμα επιλογής από τον αποδέκτη ανταλλάγματος αποκλειστικά σε μετρητά, τότε το αντάλλαγμα σε μετρητά ισούται με το ποσό σε μετρητά που προσφέρεται ως αντάλλαγμα πλέον του τιμήματος που υπολογίζεται σύμφωνα με τα παραπάνω.

Στη συνέχεια της απόφασης ορίζεται ο υπολογισμός του ανταλλάγματος σε είδος. Έτσι σύμφωνα με το άρθρο 3, κατά τη διάρκεια άσκησης του δικαιώματος εξόδου, οι κάτοχοι κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας, μπορούν να ασκήσουν το δικαίωμα εξόδου ζητώντας να τους καταβληθεί ως αντάλλαγμα τίμημα που λαμβάνει τη μορφή κινητών αξιών, οι οποίες προσφέρονταν στη δημόσια πρόταση.

Στη περίπτωση που οι κινητές αξίες που προσφέρονται στη δημόσια πρόταση ως αντάλλαγμα είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, τότε μετά τη λήξη της περιόδου άσκησης του δικαιώματος εξόδου οι χειριστές προβαίνουν σε μεταφορά του συνόλου των αξιών σε ειδικό λογαριασμό μερίδων των πελατών τους και

αποστέλλουν στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών ονομαστική κατάσταση με τα στοιχεία των πελατών τους που τους έχουν δηλώσει ότι επιθυμούν να ασκήσουν το δικαίωμα εξόδου και τον αριθμό των κινητών αξιών που κατέχουν.

Σε περίπτωση που οι κινητές αξίες που προσφέρονται στη δημόσια πρόταση ως αντάλλαγμα δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ο σύμβουλος του προτείνοντος οφείλει να διασφαλίσει την απόδοση αυτών των κινητών αξιών.

Η καθιέρωση του δικαιώματος εξόδου σκοπό έχει όπως αναφέραμε προηγουμένως να δώσει στους μετόχους της μειοψηφίας μια εταιρίας τη δυνατότητα εξόδου από αυτή, κάτω από συγκεκριμένες βέβαια συνθήκες. Ο βασικότερος λόγος για την ανάγκη θεσμοθέτησης αυτού του δικαιώματος είναι η ύπαρξη ανισότητας στην κατανομή των μετοχικών δικαιωμάτων ανάμεσα στους μετόχους της πλειοψηφίας και της μειοψηφίας. Εξαιτίας της ανισότητας αυτής, η δυνατότητα ενός μετόχου με πολύ μικρό ποσοστό της εταιρίας, να έχει ενεργό ρόλο στις αποφάσεις είναι ανύπαρκτη και συνεπώς αναγκάζεται να είναι απλός θεατής στις αποφάσεις της πλειοψηφίας, με αποτέλεσμα η τύχη του κεφαλαίου του να κρίνεται από αποφάσεις άλλων. Επίσης, λόγω αυτής της αδυναμίας η ρευστότητα των μετοχών της μειοψηφίας είναι σχεδόν ανύπαρκτη, καθώς είναι πολύ δύσκολο να βρεθεί επενδυτής που να επιθυμεί να συμμετάσχει σε μια εταιρία για την τύχη της οποίας δεν μπορεί να πάρει καμία απόφαση αλλά και θα δυσκολευτεί και αυτός σε περίπτωση που θελήσει να αποχωρήσει από την εταιρία. Επομένως, είναι εμφανής η δυσχερής θέση των μειοψηφούντων μετόχων στην εταιρία, οι οποίοι πρακτικά παραμένουν εγκλωβισμένοι στη μετοχική τους συμμετοχή στο κεφάλαιο της εταιρίας, χωρίς καμία δυνατότητα εξόδου.

Αξίζει να επισημάνουμε ότι και για τη θεσμοθέτηση του δικαιώματος εξόδου⁵¹ εκφράστηκαν πολλές αντικρουόμενες απόψεις και υπήρχαν δύο πλευρές για το θέμα αυτό. Η βασική αντίθεση για τη θεσμοθέτηση του δικαιώματος είναι ότι εξαναγκάζει τον προτείνοντα να αναλάβει ένα επιπρόσθετο και δυσβάστακτο οικονομικό βάρος προσθέτοντας με αυτό τον τρόπο ένα επιπλέον εμπόδιο στη διαδικασία των δημοσίων προτάσεων εξαγοράς. Μελετώντας όμως το θέμα αυτό λεπτομερώς, είναι εμφανές ότι ο παραπάνω ισχυρισμός δεν ισχύει γιατί όταν κάποιος αποφασίζει να απευθύνει δημόσια

⁵¹ Παπαδημόπουλος Ι., «Τα δικαιώματα του squeeze out και sell out υπό το φως της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς» (2005) 4 Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών 396. Κίτσου Α., « Η εισαγωγή δικαιώματος αποκλεισμού (squeeze out) και εξόδου (sell out) των μετόχων μειοψηφίας στο ελληνικό δίκαιο εισηγμένων ΑΕ» (2006).

πρόταση εξαγοράς, υποχρεούται από το νόμο να την απευθύνει για το σύνολο των κινητών αξιών. Συνεπώς είναι υποχρεωμένος να έχει ολόκληρο το ποσό που απαιτείται για να έρθει στην κατοχή του το 100% των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας. Άρα, στη περίπτωση αυτή δεν αντιμετωπίζει επιπρόσθετο οικονομικό βάρος, αλλά καταβάλλει αργότερα ένα μέρος από το αρχικό ποσό που είχε υπολογίσει για την ολοκλήρωση της δημόσιας πρότασης.

Επίσης υπήρξαν και αντικρουόμενες απόψεις για το δικαίωμα εξόδου καθώς όπως αναφέραμε παραπάνω η δημόσια πρόταση απευθύνεται σε όλους τους κατόχους κινητών αξιών και εάν θέλουν να αποχωρήσουν από την εταιρία είναι σκόπιμο να το αποφασίσουν εξ αρχής και όχι στην πορεία. Στη περίπτωση αυτή όμως είναι αλήθεια ότι οι μειοψηφούντες μέτοχοι δεν είναι δυνατό να γνωρίζουν εκ των προτέρων το αποτέλεσμα της δημόσιας πρότασης και τις συνέπειες της όσο αφορά στην κεφαλαιακή τους συμμετοχή, τη νομική και περιουσιακή τους θέση στην εταιρία, αφού δεν μπορούν να προβλέψουν πόσοι από τους μετόχους θα αποδεχτούν τελικά τη δημόσια πρόταση. Συνεπώς, η καθιέρωση του μηχανισμού του sell-out, παρέχει τη δυνατότητα στους μετόχους που δεν αποδέχτηκαν τη δημόσια προσφορά, να αποφασίσουν τη μεταβίβαση ή όχι των κινητών τους αξιών στον προτείνοντα, γνωρίζοντας όμως πλήρως τις συνέπειες της προσφοράς, ούτως ώστε να είναι σε θέση να κρίνουν αν υπάρχει ανάγκη προστασίας των συμφερόντων τους, τα οποία θα διαφυλαχτούν μόνο με την αποχώρηση τους από την εταιρία.

Στο σημείο αυτό είναι σκόπιμο να επισημάνουμε ότι και για τα δύο νέα αυτά δικαιώματα που αποτελούν σημαντική καινοτομία για το Ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο, η Ευρωπαϊκή οδηγία δεν δίνει σαφείς οδηγίες με λεπτομερή στοιχεία για ολόκληρη τη διαδικασία αλλά αρκείται στη διατύπωση της γενικής αρχή και ουσιαστικά παραχωρεί το δικαίωμα στα κράτη μέλη να θεσπίσουν τους δικούς τους κανόνες σχετικά με το ύψος του ανταλλάγματος αλλά και του ποσοστού μετοχικής ιδιοκτησίας που είναι απαραίτητο για να ισχύσουν αυτά τα δικαιώματα.

Οι δύο αυτές νέες έννοιες που εισήχθησαν στην καινούργια νομοθεσία περί της δημόσιας πρότασης εξαγοράς, είναι σαφές ότι εξυπηρετούν αντικρουόμενα συμφέροντα. Το squeeze-out σκοπό έχει να βοηθήσει τον προτείνοντα να αποκτήσει το 100% της υπό εξαγορά εταιρίας και με αυτό τον τρόπο να εξασφαλίσει τον απόλυτο έλεγχο της εταιρίας και να εξαφανίσει κάθε πιθανότητα διαμάχης με εναπομείναντες

μικρομετόχους στην εταιρία. Αντίθετα το sell-out αποσκοπεί στην προστασία του μικρομετόχου που έχει απομείνει στην εξαγοραζόμενη εταιρία και που ουσιαστικά με την ολοκλήρωση της εξαγοράς αντιμετωπίζει μια κατάσταση την οποία δεν μπορούσε να προβλέψει νωρίτερα και να αποχωρήσει και αυτός πουλώντας τις κινητές του αξίες, αλλά τώρα βλέποντας ότι έχει εγκλωβιστεί σε μια επιχείρηση στην οποία δεν έχει το δικαίωμα να πάρει αποφάσεις επιθυμεί πλέον να αποχωρήσει και να ακολουθήσει άλλη επιχειρηματική ή επενδυτική πορεία.

Τα δύο αυτά δικαιώματα παρότι εξυπηρετούν αντικρουόμενα συμφέροντα εάν χρησιμοποιηθούν σωστά είναι δύο μηχανισμοί οι οποίοι με κύριο μέλημα τους την προστασία και των δύο πλευρών, θα βοηθήσουν πολύ την διαδικασία των δημοσίων προτάσεων εξαγοράς και θα συμβάλουν στην δημιουργία μεγάλων ανεξάρτητων και ανταγωνιστικών ομίλων.

3.3.15 Κυρώσεις⁵²

Στο άρθρο 29 του νέου νόμου, προβλέπονται οι κυρώσεις σε περίπτωση παράβασης διάταξης του σχεδίου νόμου. Έτσι σύμφωνα με το άρθρο αυτό, προβλέπεται πρόστιμο ύψους μέχρι τριών εκατομμυρίων (3.000.000) ευρώ για οποιαδήποτε παράβαση. Ειδικά, στην περίπτωση παράβασης της υποχρέωσης υποβολής δημόσιας πρότασης εξαιτίας υπέρβασης του ορίου ιδιοκτησίας, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί με απόφαση της να επιβάλλει αναστολή των δικαιωμάτων ψήφου ή και άλλων δικαιωμάτων που απορρέουν από τις κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρίας τις οποίες κατέχει το υπόχρεο πρόσωπο, στην έκταση που υπερβαίνουν το παραπάνω όριο, μέχρι την εκποίηση αριθμού δικαιωμάτων ψήφου έτσι ώστε το ποσοστό που θα προκύψει μετά την εκποίηση να μην υπερβαίνει το όριο αυτό.

Η εισαγωγή αυστηρών και λεπτομερών κυρώσεων είναι ένα από τα θέματα που αποτέλεσαν καινοτομία στη σύνταξη του νέου νόμου και που θεωρούνται ως πολύ βασικά εργαλεία για την ομαλή λειτουργία του νέου θεσμικού πλαισίου των δημοσίων

⁵² Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006), άρθρο 29.

προτάσεων αγοράς κινητών αξιών. Όπως έχει αναφερθεί σε πολλές περιπτώσεις, χρειάζονται ισχυρά μέτρα για την τήρηση των κανόνων και την αποφυγή κινήσεων και καταστάσεων που είναι πιθανό να οδηγήσουν σε αδιαφάνεια της όλης διαδικασίας.

Είναι πολύ σημαντικό να αναφέρουμε ότι η Ευρωπαϊκή Οδηγία δεν δίνει σαφή μέτρα για την επιβολή των κυρώσεων σε περίπτωση παράβασης, αλλά αντίθετα αναφέρει ότι τα κράτη μέλη θα καθορίσουν αυτόνομα τις κυρώσεις που θα επιβάλλουν και απλά τονίζει ότι πρέπει να λάβουν τα απαραίτητα μέτρα για να εξασφαλισθεί η εφαρμογή των εθνικών διατάξεων τους και να αποθεχθούν οι παραβάσεις. Τονίζεται επίσης ότι οι επιβαλλόμενες κυρώσεις πρέπει να είναι αποτελεσματικές, αναλογικές και αποτρεπτικές.

Κεφάλαιο 4 : ΕΠΙΛΟΓΟΣ

4.1 Επίλογος

Τα τελευταία χρόνια έχουν παρατηρηθεί πολλές αλλαγές στον επιχειρηματικό κόσμο και η ανάγκη για βελτίωση και ενδυνάμωση των εταιριών είναι συνεχώς αυξανόμενη. Για τον λόγο αυτό πληθαίνουν καθημερινά οι προτάσεις εξαγοράς μεταξύ των εταιριών, με σκοπό να κατακτήσει η μια την άλλη και να αυξήσει το μερίδιο της στον επιχειρηματικό κόσμο. Έτσι η ανάγκη για αλλαγή και βελτίωση του θεσμικού πλαισίου σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών, ήταν επιτακτική. Η Ευρωπαϊκή Ένωση στην προσπάθεια της να δημιουργήσει ένα ενιαίο θεσμικό πλαίσιο εξέδωσε την οδηγία 2004/25/EK, την οποία αναλύσαμε παραπάνω, με σκοπό να υιοθετηθεί από όλα τα κράτη μέλη.

Η Ελλάδα προκειμένου να ενισχύσει τον επιχειρηματικό τομέα και να διευκολύνει τις επιχειρήσεις της να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικές και δυναμικές στο χώρο τους, υιοθέτησε την οδηγία με το νόμο 3461/2006, και έφερε πολλές αλλαγές στον τομέα των δημοσίων προτάσεων εξαγοράς. Οι αλλαγές που σημειώθηκαν είναι πολύ σημαντικές γιατί δημιουργούν ένα περισσότερο ευνοϊκό κλίμα για τις προτάσεις εξαγοράς. Μειώνονται τα ποσοστά που οδηγούν σε υποχρεωτική προσφορά άρα πληθαίνουν οι υποχρεωτικές προτάσεις εξαγοράς, εισάγονται για πρώτη φορά στον Ελληνικό νόμο τα δικαιώματα εξόδου και εξαγοράς με σκοπό την παράλληλη προστασία των μικρομετόχων αλλά και του μεγαλομέτοχου και επιβάλλονται αυστηρότερες κυρώσεις για κάθε απόκλιση από αυτά που προβλέπει ο νόμος. Με τις αλλαγές αυτές ο νομοθέτης αποσκοπεί στη δημιουργία κλίματος διαφάνειας και ισότητας ανάμεσα σε όλους τους μετόχους και στη κάθε εταιρία, γνωρίζοντας όμως ότι κάθε αλλαγή θέλει χρόνο για να πραγματοποιηθεί ολοκληρωτικά και να αντιμετωπιστούν όλα τα προβλήματα που μπορεί να δημιουργήσει.

Έτσι, η αλλαγή αυτή είναι η αρχή της δημιουργίας ενός νέου και ενιαίου επιχειρηματικού κλίματος με τα υπόλοιπα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα οποία

ενσωμάτωσαν ή θα ενσωματώσουν στη συνέχεια την Ευρωπαϊκή οδηγία στα θεσμικά τους πλαίσια.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Bergstrom C, Hogfeldt P, «The equal bid principle : an analysis of the thirteen council takeover directive of the European Union» , (1997) Journal of Business Finance & Accounting
- 2) Kerschbamer R, «Disciplinary takeovers and industry effects» ,(1998) Journal of Economics and Management Strategy
- 3) Sanford J. Grossman, Oliver D. Hart, « Takeover bids, The free rider Problem, and the theory of the Corporation » (1980) The Bell Journal of Economics
- 4) Morck R., Shleifer A., Vishny R., «Alternative Mechanisms for corporate control», (1989) The American Economic Review
- 5) Mane H., « Mergers and the Market for corporate control», The Journal of Political Economy
- 6) Jensen M., Ruback R., « The market for Corporate Control, the scientific evidence», Journal of financial Economics
- 7) Jensen M., « Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers», (1986), Harvard Business School
- 8) Jensen M., « Takeovers : Their causes and consequences», (1988), Harvard Business School
- 9) Shleifer A, Vishny R., «A survey for corporate governance», (1997) The Journal of finance
- 10) Scharfstein D., «The disciplinary role of takeovers » , (1988) The Review of Economic Studies
- 11) Jennings R., Mazzeo M., «Competing Bids, Target Management Resistance and the structure of takeover bids», (1993) The Review of financial studies
- 12) Hitt M.A., Hoskisson, «Strategic Management:Competitiveness and Globalization», South Western College Publising, 2001, 4th Edition
- 13) Bild M., Guest P., Runstein M., «The effect of takeover on the fundamental value of acquirers», (2005), University of Cambridge
- 14) Higson C., Elliott J., « Post-takeover returns: The UK evidence», (1998), Journal of Empirical Finance, Volume 5, Number 1

- 15) Shivdasani A., «Board composition, ownership structure and hostile takeovers», (1993), Journal of accounting and economics
- 16) Powell R., Stark A., «Does operating performance increase post takeover for UK takeovers? A comparison for performance measures and benchmarks» (2005)
- 17) Αυγητίδης Δ , «Η Οδηγία 2004/25/EK για τις επιθετικές εξαγορές» (2006), Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών
- 18) Κορδή-Αντωνοπούλου Μ., «Άμυνα της εταιρίας στη δημόσια πρόταση αγοράς (Απόφαση ΕΚ 1/195/19.7.2000) » (2004) Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου
- 19) Ι. Παπαδημόπουλος « Τα δικαιώματα του squeeze-out και του sell out, από το φως της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς» (2005), Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών
- 20) Κ. Ντζούφας, «Acting in concert και υπολογισμός δικαιωμάτων ψήφου στη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών» (2005) Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών
- 21) Γ. Θεοχαρίδης, « Προσωρινή προστασία μετόχου και ενεχυρούχου δανειστή μετοχών ανώνυμης εταιρείας κατά τη δημόσια πρόταση αγοράς» (2005 Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών)
- 22) Α. Μεταλληνός, «Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών» εις εξαγορά επιχειρήσεων (10^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικολόγων) εκδόσεις Σάκκουλας
- 23) Β. Παπαδάκης «Στρατηγική των Επιχειρήσεων : Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία» (2002) εκδόσεις Μπένου
- 24) Παναγοπούλου Α, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις χρηματοοικονομικών οργανισμών», (2002) Πανεπιστήμιο Πειραιώς, τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση
- 25) Γρυπάρης Γ., «Η εξέταση των μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών στις Η.Π.Α. κατά την περίοδο μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς» (2006) Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Π.Μ.Σ στη Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική
- 26) Πετροπούλου Α., «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Τραπεζών», (2005) Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, Π.Μ.Σ στην Οργάνωση και Διοίκηση Επιχειρήσεων

- 27) Σαΐτη Α., «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA Bank»,(2005) Πανεπιστήμιο Πειραιώς, τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Π.Μ.Σ στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη Επιχειρήσεων
- 28) Η οδηγία 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς
- 29) Νόμος 3461, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, τεύχος πρώτο, αρ. φύλλου 106 (2006)
- 30) Απόφαση 2/258/05.12.2002 του Διοικητικού Συμβουλίου, Ελληνική Δημοκρατία Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
- 31) Αιτιολογική έκθεση στο σχέδιο νόμου «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις
- 32) Απόφαση 1/409/29.12.2006 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την άσκηση δικαιώματος εξόδου μετά το τέλος της δημόσιας πρότασης
- 33) Απόφαση 4/403/8.11.2006 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την άσκηση δικαιώματος εξαγοράς μετά το τέλος της δημόσιας πρότασης