

Α.Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΩΝ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΒΕΛΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΥΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ



ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΦΑΖΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΣΠΟΥΔΑΣΤΕΣ: ΣΤΑΜΟΣ ΧΡΗΣΤΟΣ
ΠΑΠΑΚΩΣΤΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΠΑΤΡΑ 2005

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Εισαγωγή

2. Γενικά περί Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

- 2.1 Τι εννοούμε με τον όρο Εξαγορές και Συγχωνεύσεις
- 2.2 Γιατί γίνονται Εξαγορές και Συγχωνεύσεις
- 2.3 Μορφές Εξαγορών και Συγχωνεύσεων
- 2.4 Πως γίνεται μια επιτυχημένη Εξαγορά
- 2.5 Προβλήματα που προκύπτουν κατά την υλοποίηση της Εξαγοράς
- 2.6 Διαφορά μεταξύ εισηγμένης και μη εισηγμένης
- 2.7 Πως αντιδρά το χρηματιστήριο
- 2.8 Ειδικά θέματα για Συγχωνεύσεις

3. Νομικό πλαίσιο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

ΠΡΩΤΟ ΜΕΡΟΣ

- 3Α.1 Το Νομικό Πλαίσιο των Συγχωνεύσεων
 - α. Ιστορική Αναδρομή
 - β. Οι ισχύουσες διατάξεις
 - γ. Σύγκριση των ισχυουσών Διατάξεων
- 3Α.2 Νομικός ορισμός της έννοιας "συγχώνευση εταιριών"
- 3Α.3 Είδη συγχώνευσως
 - α. Γνήσια συγχώνευση
 - β. Καταχρηστική συγχώνευση
- 3Α.4 Συγχώνευση με απορρόφηση
 - α. Ορισμός
 - β. Νομοθετική ρύθμιση
 - γ. Στάδια απαιτούμενης διαδικασίας

- 3A.5 Ιδιαίτερα είδη συγχωνεύσεως με απορρόφηση
 - α. Συγχώνευση με απορρόφηση Α.Ε. από άλλη που κατέχει το 100% των μετοχών της
 - β. Συγχώνευση με εξαγορά
- 3A.6 Συγχώνευση με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας
- 3A.7 Διάσπαση ανωνύμων εταιριών
- 3A.7 Προστασία δανειστών και μετόχων
- 3A.8 Αποτελέσματα της συγχωνεύσεως
- 3A.9 Ακυρότητα της συγχωνεύσεως

ΔΕΥΤΕΡΟ ΜΕΡΟΣ

- 3B.1 Συγχωνεύσεις και εξαγορές: Η σύγχρονη επιχειρηματική πρακτική
 - α. Οι διαστάσεις του φαινομένου
 - στο διεθνή χώρο
 - στην Ελλάδα
 - β. Οι αιτίες του φαινομένου
- 3B.2 Οι επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών για τους εργαζομένους
 - α. Γενική προσέγγιση
 - β. Βασικά ευρήματα από τη διεθνή εμπειρία
 - γ. Εμπειρίες και προβλήματα στην Ελλάδα και την Ε.Ε.
 - δ. Προεκτάσεις και ανοιχτά ζητήματα
- 3B.3 Η παρέμβαση του εργατικού δικαίου για την προστασία των εργαζομένων σε περίπτωση συγχωνεύσεως

4. Συμπεράσματα

5. Παραρτήματα

Βιβλιογραφία

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια η παγκόσμια οικονομία γνώρισε κύμα επιχειρηματικών αναδιοργανώσεων καθώς οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων πραγματοποιήθηκαν σε πρωτοφανή αριθμό. Για πολλές από τις επιχειρήσεις αποτελεί αποτελεσματικό μέσο αντιμετώπισης του διαρκώς αυξανόμενου ανταγωνισμού. Τα πιθανά πλεονεκτήματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών συμβάλουν στην ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών σχημάτων που συχνά αποτελούν στρατηγικό στόχο των επιχειρήσεων.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων έχουν έντονο ακαδημαϊκό και πρακτικό ενδιαφέρον. Θέματα άμεσου ενδιαφέροντος είναι τόσο τα κίνητρα όσο και οι επιδράσεις αυτών των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στις επί μέρους επιχειρήσεις και σε ολόκληρη την οικονομία.

Οι συγχωνεύσεις εταιρειών αποτελούν παγκόσμιο φαινόμενο το οποίο λαμβάνει χώρα εδώ και πολλά χρόνια. Στις Η.Π.Α. ξέσπασε ένα κύμα συγχωνεύσεων καθώς συνδυάστηκε με ραγδαίους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας και με ραγδαίες εξελίξεις στο επιχειρησιακό περιβάλλον (τεχνολογικές ανακαλύψεις, κρατικές ρυθμίσεις, απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών, παγκοσμιοποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων). Στην Ευρώπη η πολιτική και οικονομική ενοποίηση των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης παράλληλα με τις οικονομικές μεταρρυθμίσεις στην Ανατολική Ευρώπη δημιούργησαν ένα πρόσφορο περιβάλλον για νέες συγχωνεύσεις. Ειδικότερα στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία έχει ενταθεί ο ρυθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Παρατηρώντας καθημερινά νέες συγχωνεύσεις και εξαγορές να λαμβάνουν χώρα στην Ελλάδα, πολλοί έχουν αναρωτηθεί ποιος ο λόγος για τον οποίο πραγματοποιούνται αυτές οι συγχωνεύσεις. Δημιουργείται άραγε πρόσθετη αξία από τις ενώσεις των επιχειρήσεων ή όχι; Ποια η επίδραση της συγχώνευσης ή εξαγοράς στην μετοχή της αγοράζουσας ή αγοραζόμενης εταιρείας.

Η παρούσα εργασία αποτελείται από δύο κυρίως μέρη:

Στο πρώτο μέρος παρουσιάζεται η θεωρία περί Εξαγορών και Συγχωνεύσεων καθώς και η χρηματοοικονομική ανάλυση μιας εξαγοράς, ενώ στο δεύτερο μέρος αναλύεται το νομικό πλαίσιο των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων καθώς και η διαστάσεις του φαινομένου στην Ελλάδα και στον υπόλοιπο κόσμο.

Στο τέλος της εργασίας παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που απορρέουν από αυτή για το παρόν και το μέλλον των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2.1 ΤΙ ΕΝΝΟΟΥΜΕ ΜΕ ΤΟΝ ΟΡΟ ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ (Ε&Σ)

Με τον όρο εξαγορά εννοούμε την απόκτηση ποσοστού ιδιοκτησίας σε μια εταιρία (είτε μειοψηφικό, είτε πλειοψηφικό, είτε ολική εξαγορά)

Η εξαγορά μπορεί να πραγματοποιηθεί τους ακόλουθους τρόπους:

- Με αγορά υφιστάμενων μετοχών από τους παλιούς μετόχους
- Με έκδοση νέων μετοχών που εκδίδονται με την αύξηση κεφαλαίου της εταιρίας. Κατά την διαδικασία αυτή οι παλιοί μέτοχοι παραιτούνται των δικαιωμάτων τους και η αύξηση καλύπτεται από τους νέους μετόχους.
- Με συνδυασμό των ανωτέρω μεθόδων.

Με τον όρο συγχώνευση εννοούμε την συνένωση δύο νομικών προσώπων σε ένα. Κατά την διαδικασία αυτή η μία εταιρία (απορροφούσα) απορροφά την άλλη (απορροφούμενη). Σπανιότερα ιδρύεται ένα νέο νομικό πρόσωπο το οποίο απορροφά τις δύο συγχωνευόμενες εταιρίες.

Στην πράξη, συνήθως προηγείται η εξαγορά μιας επιχείρησης και στην συνέχεια είναι πιθανό η εξαγοραζόμενη επιχείρηση να απορροφηθεί με την διαδικασία της συγχώνευσης.

2.2 ΓΙΑΤΙ ΓΙΝΟΝΤΑΙ Ε&Σ

Επέκταση υφιστάμενης δραστηριότητας

Παραδοσιακά οι Ε&Σ γίνονται για να επεκτείνει μια εταιρία τις υφιστάμενες δραστηριότητες και έτσι να κατακτήσει μεγαλύτερα μερίδια αγοράς. Με τον τρόπο αυτό ενισχύει την ανταγωνιστική της θέση στην αγορά και συνήθως επιτυγχάνει οικονομίες κλίμακας.

Επέκταση σε αγορές νέων προϊόντων

Μέσω των Ε&Σ μια εταιρία μπορεί να επεκτείνει την δραστηριότητα της σε νέα συναφή προϊόντα. Με τον τρόπο αυτό διευρύνει τις δραστηριότητες της και ενισχύει την θέση της στην αγορά.

Επέκταση σε νέες γεωγραφικές αγορές

Η επέκταση των επιχειρήσεων σε νέες αγορές έχει γίνει στις μέρες μας σημαντικός τρόπος της ανάπτυξης τους, κυρίως λόγω της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας. Συχνά οι εταιρίες αυτές εισέρχονται στις νέες αγορές μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Δημιουργία συνέργιας

Ένας από τους βασικότερους λόγους για την διενέργεια Ε&Σ είναι η δημιουργία συνεργιών. Λέγοντας συνέργια εννοούμε την καλλίτερη εκμετάλλευση των πόρων δύο επιχειρήσεων με σκοπό την αύξηση της αποδοτικότητας τους. π.χ.

- Συνένωση δύο επιχειρήσεων που διαθέτουν συναφή προϊόντα αλλά τα διακινούν σε διαφορετικά δίκτυα, (πιθανή αύξηση των συνολικών πωλήσεων)
- Συνένωση δύο επιχειρήσεων που διαθέτουν συμπληρωματικά προϊόντα και τα διακινούν στο ίδιο δίκτυο, (πιθανή μείωση των εξόδων διανομής)

Η δημιουργία συνεργιών συνήθως απεικονίζεται ως: $1 + 2 > 3$

όπου 1 και 2 είναι οι αξίες των συγχωνευομένων επιχειρήσεων μεμονωμένα.

Μεταφορά Τεχνολογίας - Τεχνογνωσίας

Στις περισσότερες αγορές πλέον οι τεχνολογικές εξελίξεις διαδραματίζουν σημαντικό παράγοντα για την αύξηση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων. Συχνά αποδεικνύεται ότι ή απόκτηση Τεχνολογίας - Τεχνογνωσίας είναι πιο συμφέρουσα να γίνει μέσω Ε&Σ παρά να αναπτυχθεί από την ίδια την επιχείρηση.

Προστασία από επιθετική εξαγορά

Σε περίπτωση που μια εταιρία εκτιμά ότι θα λάβει πρόταρτι επιθετικής εξαγοράς είναι πιθανό να προτιμήσει να προβεί ή ίδια σε εξαγορά άλλης επιχείρησης προκειμένου να κάνει πλέον ασύμφορη για τον επενδυτή μια τέτοια κίνηση,

2.3 ΜΟΡΦΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Οριζόντιες

Σαν οριζόντιες Ε&Σ εννοούμε εκείνες που ο επενδυτής και ο στόχος είναι ανταγωνιστές. Αυτό σημαίνει ότι ο επενδυτής θα διευρύνει την γκάμα των προϊόντων του και θα καταλάβει μεγαλύτερα μερίδια στις αγορές που δραστηριοποιείται, μειώνοντας ταυτόχρονα τον αριθμό των ανταγωνιστών στην αγορά.

Σε περίπτωση που μια επιχείρηση με τέτοιες κινήσεις κατακτά σημαντικά μερίδια στην αγορά πρέπει πριν υλοποιηθεί η συμφωνία να πάρει έγκριση από την επιτροπή ανταγωνισμού.

Κάθετες

Κάθετες Ε&Σ ορίζονται αυτές που ο επενδυτής επεκτείνεται σε τομείς που δραστηριοποιούνται πελάτες του ή προμηθευτές του. Κατά τις Ε&Σ αυτές διευρύνεται το φάσμα της προστιθέμενης αξίας του προϊόντος με αποτέλεσμα ο επενδυτής να δημιουργεί μεγαλύτερα περιθώρια μικτού κέρδους. Με την διαδικασία αυτή μειώνεται ο βαθμός εξάρτησης που έχει μια επιχείρηση από τους πελάτες ή προμηθευτές της.

Οι κάθετες εξαγορές διακρίνονται σε εξαγορές προς τα εμπρός όταν εξαγοράζονται πελάτες της εταιρίας ή εξαγορές προς τα πίσω όταν εξαγοράζονται προμηθευτές.

Διαφοροποιημένες

Οι διαφοροποιημένες Ε&Σ αφορούν την επέκταση της δραστηριότητας σε τομείς, διαφορετικούς από αυτούς που δραστηριοποιείται σήμερα. Επιχειρήσεις που θεωρούν τις δραστηριότητες τους σαν την σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου, προσπαθούν να μειώσουν την εξάρτηση που ενέχει η παρουσία σε μία μόνο αγορά.

Οι εξαγορές του τύπου αυτού είναι πιο δύσκολο να δημιουργήσουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα, κυρίως σε θέματα ενσωμάτωσης των διαφορετικών αντικειμένων.

Στρατηγικές

Στρατηγικές θεωρούνται εκείνες οι εξαγορές οι οποίες γίνονται σε δραστηριότητες οι οποίες δεν έχουν άμεση σχέση με την δραστηριότητα του επενδυτή αλλά ο επενδυτής σχεδιάζει να εισέλθει σε αυτή την δραστηριότητα μελλοντικά, ή σχεδιάζει να συνδυάσει την εξαγορά με μελλοντικές νέες δραστηριότητες.

Επιθετικές

Επιθετικές καλούνται οι εξαγορές οι οποίες πραγματοποιούνται χωρίς την σύμφωνη γνώμη της διοίκησης της εταιρίας που εξαγοράζεται. Για να μπορεί να επιτευχθεί τέτοιου είδους εξαγορά πρέπει να υπάρχει ικανοποιητική διασπορά των μετοχών της εταιρίας στόχος. Σε αυτού του τύπου τις εξαγορές, η εταιρία στόχος είναι συνήθως εισηγμένη στο Χρηματιστήριο.

Κατά την διαδικασία εχθρικών εξαγορών γίνεται δημόσια προσφορά από τον επενδυτή προς τους μετόχους της εταιρίας στόχος για να πουλήσουν τις μετοχές τους. Η διοίκηση της εταιρείας συνήθως προσπαθεί να αμυνθεί στην δημόσια προσφορά με διάφορους τρόπους.

Κατ' αρχάς προσπαθεί να αποτρέψει τους μετόχους από το να πουλήσουν τις μετοχές τους έτσι ώστε να μην συγκεντρώσει ο επενδυτής την επιθυμητή πλειοψηφία.

Άλλη κίνηση της διοίκησης μπορεί να είναι η εξεύρεση άλλου επενδυτή (της αποδοχής της διοίκησης) ο οποίος εμφανίζεται ως Λευκός Ιππότης (white knight) με σκοπό να υποβάλλει δημόσια προσφορά καλλίτερη από τον αρχικό επενδυτή και έτσι να ανεβάσει το τίμημα, ή να κάνει ασύμφορη πλέον την εξαγορά για τον αρχικό επενδυτή. Τελικά ο επενδυτής που εμφανίζεται ως Λευκός Ιππότης πιθανά να εξαγοράσει την εταιρία στόχο.

MANAGEMENT BUY OUT (MBO)

Αποκαλούνται εκείνες οι εξαγορές κατά τις οποίες μέλη της διοίκησης μιας εταιρίας αποφασίζουν να εξαγοράσουν τον κλάδο που διοικούν και να λειτουργήσουν σαν

αυτόνομη εταιρία. Συνήθως οι κλάδοι που αποσπώνται είναι περιφερειακοί του βασικού αντικειμένου της εταιρίας.

MANAGEMENT BY IN (MBI)

Σε ορισμένες περιπτώσεις εξαγοράζεται μια επιχείρηση για να ορισθεί νέα ομάδα διοίκησης. Συνήθως όμως οι managers δεν έχουν την οικονομική δυνατότητα να εξαγοράσουν την επιχείρηση και υποστηρίζονται αποεξωτερικούς χρηματοδότες/ επενδυτές.

LEVERAGED BUY OUT (LBO)

Είναι οι εξαγορές που πραγματοποιούνται πληρώνοντας το τίμημα σε μεγάλο ποσοστό με δανεισμό (συνήθως άνω του 70%). Βασικός σκοπός των εξαγορών αυτών είναι να αποπληρώσουν το δανεισμό από τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης ή από την πώληση περιουσιακών στοιχείων. Τέτοιου είδους εξαγορές ενέχουν μεγάλο ρίσκο διότι πρέπει να ενισχυθεί σημαντικά η κερδοφορία της επιχείρησης ώστε να μπορεί να αποπληρώνει το κεφάλαιο και τους τόκους των δανείων που χρησιμοποιήθηκαν. Ιδιαίτερα σε περιόδους ύφεσης της αγοράς οι επενδυτές που εξαγόρασαν εταιρίες με αυτόν τον τρόπο αντιμετωπίζουν πολύ υψηλό κίνδυνο.

Κερδοσκοπικές

Χαρακτηρίζονται εκείνες οι εξαγορές που γίνονται όχι με σκοπό την καλλίτερη εκμετάλλευση των δυνατοτήτων της εταιρίας αλλά με σκοπό την ωφέλεια από άλλους παράγοντες όπως είναι οι συσσωρευμένες ζημιές (φοροαπαλλαγές) ή οι πολύ υψηλές υποχρεώσεις της που δεν μπορεί να καλύψει και συνήθως οδηγούν σε ιδιαίτερα χαμηλό τίμημα.

SPIN-OFFS

Με το όρο spin off εννοούμε την απόσχιση ενός κλάδου μιας εταιρίας με ταυτόχρονη δημιουργία μιας νέας εταιρίας και εισφορά του σε αυτή. Η νέα εταιρία θα είναι αρχικά θυγατρική της μητρικής και στη συνέχεια θα διανείμει τις μετοχές της στους μετόχους της μητρικής εταιρίας. Η μέθοδος αυτή ακολουθείται κυρίως στις Η.Π.Α. όπου χαρακτηρίζοντας μια περίπτωση ως spin-off δημιουργούνται σημαντικές φορολογικές ωφέλειες. Πέρα από τις φορολογικές ωφέλειες δεν υπάρχει άλλη διαφορά από την κλασσική απόσχιση κλάδου ή πώληση.

Στρατηγικές συμμαχίες

Οι στρατηγικές συμμαχίες είναι υποκατάστατα των εξαγορών και συγχωνεύσεων και αφορούν την συνεργασία μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων για την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων. Οι πιο συνηθισμένες μορφές στρατηγικών συμμαχιών είναι:

- joint Venture ή Consortium (αν πρόκειται για περισσότερες από δύο εταιρίες). Στην περίπτωση αυτή ιδρύεται μια νέα εταιρία ή κοινοπραξία στην οποία συμμετέχουν οι συνεργαζόμενες εταιρίες.
- Συμφωνίες συνεργασίας σε θέματα marketing, τεχνολογίας κλπ.

EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLAN (ESOP)

Είναι μια διαδικασία κατά την οποία δίνεται η δυνατότητα στους εργαζόμενους μιας επιχείρησης να αποκτήσουν μετοχές της εταιρίας στην οποία εργάζονται. Το σχήμα αυτό είναι μια εναλλακτική μορφή πώλησης μεριδίου μιας εταιρίας και χρησιμοποιείται κυρίως για την τόνωση της προσπάθειας και της πίστης των εργαζομένων απέναντι στην εταιρία. Στην πράξη χρησιμοποιείται κυρίως στις Ην. Πολιτείες δίνοντας συχνά λύση και σε άλλα προβλήματα όπως είναι η μη ύπαρξη διαδοχής του επιχειρηματία. Το ειδικό φορολογικό καθεστώς που ισχύει στην χώρα αυτή κάνει το ESOP πολύ πιο συμφέρουσα μέθοδο έναντι της πώλησης της εταιρίας σε επενδυτές. Η μέθοδος ESOP χρησιμοποιείται επίσης συχνά για την προστασία από επιθετικές εξαγορές με εξαγορά μετοχών της εταιρίας μέσω του χρηματιστηρίου προκειμένου να διατεθούν στο plan με αποτέλεσμα να μειώνεται η διασπορά των μετοχών και να συγκεντρώνεται ο έλεγχος.

Raiders

Καλούνται εκείνοι οι επενδυτές που έχουν σαν βασικό στόχο να εξαγοράζουν επιχειρήσεις και στη συνέχεια να τις πουλάνε σε τμήματα δημιουργώντας έτσι υπέραξίες.

Μορφές Αγοραστών

Στρατηγικός αγοραστής

Στρατηγικός αγοραστής είναι συνήθως επιχειρηματίας ο οποίος ενδιαφέρεται να επεκτείνει τις δραστηριότητες του και εξαγοράζει επιχειρήσεις με σκοπό να συνδυάσει τις λειτουργίες τους. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει για τους επενδυτές αυτούς η δημιουργία συνεργιών. Συνήθως οι επενδυτές αυτοί έχουν ενεργή συμμετοχή στην διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Οι στρατηγικοί επενδυτές συνήθως αποφεύγουν τον υπέρογκο δανεισμό για να χρηματοδοτήσουν μια εξαγορά.

Χρηματοοικονομικός αγοραστής (financial buyer) Αυτού του είδους οι

αγοραστές ενδιαφέρονται κυρίως για την δημιουργία αποδόσεων στην επένδυση τους και συνήθως χρησιμοποιούν εξωτερικό δανεισμό σε μεγάλο βαθμό του τιμήματος εξαγοράς. Η αποπληρωμή του

δανεισμού γίνεται από τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης ή από την πώληση υποαπασχολούμενων περιουσιακών στοιχείων. Οι αγοραστές αυτοί συνήθως έχουν περιορισμένο χρονικό ορίζοντα που θα μείνουν στην εταιρία και προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την αποδοτικότητα της εταιρίας στοχεύοντας στην μεταπώληση της μετά από εύλογο χρονικό διάστημα. Για το λόγο αυτό συνήθως δεν τους ενδιαφέρει η συγχώνευση της επιχείρησης με άλλες δραστηριότητες για την δημιουργία συνεργιών.

2.4 ΠΩΣ ΓΙΝΕΤΑΙ ΜΙΑ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΗ ΕΞΑΓΟΡΑ

Στρατηγικός σχεδιασμός της επιχείρησης

Ο μακροχρόνιος στρατηγικός σχεδιασμός κάθε επιχείρησης θα πρέπει να είναι Πηγή για την δημιουργία κάθε πλάνου Ε&Σ. Με βάση τον στρατηγικό σχεδιασμό έχουν καθοριστεί οι μακροχρόνιοι στόχοι της επιχείρησης, οι τομείς στους οποίους θα αναπτύξει η επιχείρηση την δραστηριότητα της στο μέλλον και τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που πρέπει να αναπτύξει. Κάθε σκέψη ή πλάνο σχετικά με Ε&Σ θα πρέπει να πηγάζει από τον στρατηγικό σχεδιασμό και να είναι προϊόν αναλυτικού σχεδιασμού και μελέτης. Ε&Σ που πραγματοποιούνται επειδή θεωρήθηκε ότι παρουσιάστηκε για την εταιρία μια σημαντική ευκαιρία, χωρίς να ελεγχθούν κατά πόσο ταιριάζουν στην μακροχρόνια στρατηγική της επιχείρησης (strategic fit),

συνήθως δεν φέρνουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα.

Στρατηγικός σχεδιασμός εξαγορών

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, με βάση τον στρατηγικό σχεδιασμό θα πρέπει να δημιουργηθούν τα επί μέρους πλάνα της επιχείρησης για την ανάπτυξη δραστηριοτήτων και ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων. Για να αναπτυχθεί σωστά μια στρατηγική εξαγορών θα πρέπει η επιχείρηση να μελετήσει σε βάθος ποια από αυτά θα αναπτυχθούν εσωτερικά στην επιχείρηση και ποια θα αποκτηθούν μέσω Ε&Σ. Κατά την ανάλυση αυτή θα πρέπει να ληφθούν υπόψη τα ακόλουθα:

- Χρόνος υλοποίησης
- Κόστος υλοποίησης
- Πιθανά προβλήματα
- Αναλαμβανόμενος κίνδυνος
- Αξιοποίηση διαθέσιμων πόρων

Εφόσον επιλεγεί ότι η ανάπτυξη σε ένα συγκεκριμένο τομέα θα γίνει μέσω Ε&Σ, τότε ο αναλυτικός σχεδιασμός που θα ακολουθήσει πρέπει να υπογραμμίζει τα βασικά κριτήρια επιτυχίας, το χρονοδιάγραμμα και τους συγκεκριμένους στόχους που πρέπει να επιτευχθούν. Σε κάθε στρατηγική εξαγορών είναι απαραίτητο να προβλέπεται ο τρόπος υλοποίησης των αναμενόμενων αποτελεσμάτων μετά την Ε&Σ και όχι μόνο τα βήματα μέχρι την τελική συμφωνία.

Καθορισμός κριτηρίων

Τα κριτήρια που καθορίζουν την επιτυχή ολοκλήρωση μιας Ε&Σ εξαρτώνται από την φύση της κάθε επιχείρησης και των στόχων που θέλει να υλοποιήσει και συνεπώς δεν μπορούν να απαριθμηθούν πλήρως εδώ. Παρακάτω παρουσιάζονται ενδεικτικά ορισμένα βασικά κριτήρια τα οποία έχουν χαρακτηριστεί από την εμπειρία των Ε&Σ ως σημαντικά.

- Αντικείμενο δραστηριότητας της εταιρίας στόχος
- Μέγεθος δραστηριότητας
- Ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα
- Ομάδα διοίκησης
- Οργανωτική δομή
- Πελατειακή βάση
- Σχέσεις με προμηθευτές

- Τεχνογνωσία - Τεχνολογία
- Φήμη στην αγορά
- Επιχειρηματικό σχέδιο - προοπτικές
- Κουλτούρα επιχείρησης

Ο καθορισμός ορθολογικών κριτηρίων ανάλογα με τους στόχους και την δραστηριότητα κάθε επιχείρησης είναι από τους σημαντικότερους παράγοντες επιτυχίας των Ε&Σ, διότι καθορίζουν όλη την διαδικασία ανεύρεσης και αξιολόγησης των πιθανών εταιριών στόχος.

Εντοπισμός των υποψηφίων

Με βάση τα κριτήρια που καθορίστηκαν παραπάνω θα γίνει ο αρχικός εντοπισμός των υποψηφίων οι οποίοι θα δείχνουν ότι κατ' αρχήν πληρούν τα βασικά κριτήρια επιλογής. Στη φάση αυτή η επιλογή θα γίνει από δημοσιευμένα στοιχεία των εταιριών και από πληροφορίες που μπορούμε να συλλέξουμε από την αγορά. Θα πρέπει να καταρτισθεί ένας κατάλογος προ-αξιολόγησης και ομαδοποίησης των εταιριών ανάλογα με τον βαθμό που πληρούν τα διάφορα κριτήρια και με σαφή αιτιολόγηση των συμπερασμάτων.

Αρχική προσέγγιση

Αφού ολοκληρωθεί ο εντοπισμός των υποψηφίων και η προκαταρκτική αξιολόγηση, θα πρέπει να μεθοδευτεί η αρχική προσέγγιση των στόχων με σκοπό να διερευνηθούν οι προθέσεις των ιδιοκτητών ή / και της διοίκησης σχετικά με το προτεινόμενο σχήμα. Το έργο της φάσης αυτής είναι σημαντικό να ανατεθεί σε εξωτερικούς συμβούλους προκειμένου να εκτελεσθεί με πλήρη εχεμύθεια διατηρώντας ταυτόχρονα την ανωνυμία του ενδιαφερόμενου επενδυτή. Η φάση αυτή θεωρείται από τις πιο δύσκολες για την επιτυχή υλοποίηση της και στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στην τεχνογνωσία και εμπειρία του συμβούλου που θα την εκτελέσει. Δεν υπάρχουν συγκεκριμένες μεθοδολογίες για το έργο της φάσης αυτής και αυτό διότι τόσο η ψυχολογία όσο και οι στόχοι του ιδιοκτήτη ή μέλους της διοίκησης μιας επιχείρησης είναι απρόβλεπτοι. Είναι σημαντικό στην φάση αυτή να διερευνηθεί **μόνο** το ενδιαφέρον της εταιρίας στόχος και να συγκεντρωθούν ορισμένες επιπρόσθετες πληροφορίες χωρίς να δοθούν ιδιαίτερες προεκτάσεις για τα μελλοντικά πλάνα ή οτιδήποτε άλλο θα μπορούσε να δημιουργήσει στην εταιρία στόχος μεγαλεπήβολα σχέδια. Λανθασμένος χειρισμός των αρχικών προσεγγίσεων μπορεί να δημιουργήσει στην εταιρία στόχος αυξημένες προσδοκίες οδηγώντας πιθανά την εκτίμησή τους για το τμήμα της εταιρίας σε δυσανάλογα

υψηλά επίπεδα.

Αξιολόγηση υποψηφίων

Μετά την ολοκλήρωση των αρχικών προσεγγίσεων και αφού διερευνήθηκε το αρχικό ενδιαφέρον των εταιριών στόχος και συγκεντρώθηκαν συμπληρωματικές πληροφορίες πρέπει να γίνει η δεύτερη αξιολόγηση των υποψηφίων. Με βάση τα αποτελέσματα της αξιολόγησης αυτής θα αποφασισθεί ποιες από τις εταιρίες θα προσεγγισθούν για την επόμενη φάση προκειμένου να γίνουν αναλυτικές συζητήσεις και καθορισμός του σχήματος συνεργασίας. Οποιαδήποτε συζήτηση σχετικά με την αξία της εταιρίας στόχος πρέπει να γίνει αφού πραγματοποιηθεί μελέτη της αποτίμησης της εμπορικής αξίας της επιχείρησης.

Αποτίμησης της εμπορικής αξίας της εταιρίας στόχος

Η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης είναι μια ιδιαίτερα δύσκολη διαδικασία και πρέπει να γίνεται από επαγγελματίες με ιδιαίτερες γνώσεις κι εμπειρία. Δεν υπάρχει μια μεθοδολογία που να μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε όλες τις περιπτώσεις και να δίνει αξιόπιστα αποτελέσματα. Στην διεθνή πρακτική έχουν αναπτυχθεί πολλές μεθοδολογίες και χρησιμοποιούνται ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της εταιρίας που αποτιμάται. Στην πράξη η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης γίνεται χρησιμοποιώντας σε συνδυασμό δύο ή και περισσότερες μεθόδους.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

Η μέθοδος αυτή πρέπει να εφαρμόζεται σε κάθε περίπτωση παράλληλα με άλλες μεθόδους. Βασικός σκοπός της μεθόδου αυτής είναι να προσδιορίσει την αξία της επιχείρησης με βάση τα περιουσιακά της στοιχεία και τις υποχρεώσεις της. Οι ισολογισμοί που δημοσιεύονται από τις εταιρίες τηρούν τις λογιστικές αρχές οι οποίες όμως στις περισσότερες περιπτώσεις δεν επιτρέπουν στις εταιρίες να παρουσιάσουν την τρέχουσα αξία των περιουσιακών τους στοιχείων και υποχρεώσεων. Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή πρέπει να συνταχθεί ένας νέος Ισολογισμός με αναλυτική αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων σε τρέχουσες αξίες, προκειμένου να προσδιοριστούν εκ νέου τα

Ίδια Κεφάλαια της εταιρίας που ισοδυναμούν με την Καθαρή περιουσιακή θέση. Τα κύρια σημεία που πρέπει να εντοπισθούν είναι η τρέχουσα αξία των παγίων στοιχείων, οικονομική απαξίωση αποθεμάτων, επισφαλείς απαιτήσεις, προβλέψεις, αποτίμηση υποχρεώσεων λαμβάνοντας υπόψη συναλλαγματικές ισοτιμίες, υπερημερίες κλπ. Σε ορισμένες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων είναι πιθανό να απαιτείται η συμβολή εξειδικευμένων εκτιμητών όπως για παράδειγμα για τον μηχανολογικό εξοπλισμό κατασκευαστικών εταιριών.

Βασικό μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψη τα άυλα περιουσιακά στοιχεία (goodwill) της εταιρίας που σε πολλές περιπτώσεις είναι αυτά που προσδίδουν το μεγαλύτερο τμήμα της αξίας μιας επιχείρησης. Τέτοια περιουσιακά στοιχεία μπορεί να είναι η φήμη και πελατεία, πατέντες και ευρεσιτεχνίες, η θέση της επιχείρησης (ειδικά σε σημεία λιανικής πώλησης), η τεχνολογία που έχει αναπτύξει εσωτερικά, τα συστήματα διοίκησης και ελέγχου και οτιδήποτε άλλο που μπορεί να βοηθά την εύρυθμη και αποδοτική λειτουργία της επιχείρησης και την αναπτυξιακή της πορεία.

Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται σε περιπτώσεις που η εταιρία είναι ζημιογόνος ή τα κέρδη της είναι πολύ μικρά σε σχέση με τα περιουσιακά της στοιχεία.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών στηρίζεται στην υπόθεση ότι η αξία μιας επιχείρησης πρέπει να προσδιορίζεται από τα μελλοντικά ταμειακά πλεονάσματα που θα δημιουργήσει. Δεν χρησιμοποιείται εδώ η έννοια του κέρδους διότι τον επενδυτή τον ενδιαφέρει η δυνατότητα να μπορεί να εισπράξει από την επιχείρηση ή να επανεπενδύσει.

Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή η αξία της επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Εφόσον η επιχείρηση έχει στην κατοχή της περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται στην συνήθη λειτουργική της διαδικασία, τότε η αξία τους θα πρέπει να προστίθεται στην αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων.

Το ταμειακό πλεόνασμα της επιχείρησης υπολογίζεται ως:

Συνολικές Εισπράξεις - Συνολικές Πληρωμές = Ταμειακό πλεόνασμα

Επειδή όμως ο υπολογισμός αυτός είναι εξαιρετικά δύσκολος ιδιαίτερα σε προϋπολογιστικό επίπεδο, στην πράξη ακολουθείται η ακόλουθη διαδικασία:

Καθαρά κέρδη της χρήσης προ φόρων

- + Αποσβέσεις της χρήσης
- Φόρος προηγούμενης περιόδου
- Αγορές παγίων στοιχείων
- + Πωλήσεις παγίων στοιχείων

= Ταμειακή ροή χρήσης

Με την παραπάνω διαδικασία γίνονται ορισμένες παραδοχές και απλοποιήσεις όπως ότι τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των υποχρεώσεων δεν θα διαφοροποιηθούν σημαντικά. Εάν προβλέπονται σημαντικές διαφοροποιήσεις οι μεταβολές αυτές θα πρέπει να ενσωματώνονται στον προσδιορισμό της καθαρής ταμειακής ροής.

Τα βασικά θέματα που πρέπει να επιλυθούν για την ολοκλήρωση της μεθόδου είναι ο χρονικός ορίζοντας για τον οποίο πρέπει να υπολογισθούν οι ταμειακές ροές και το ποσοστό που πρέπει να χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των ταμειακών ροών.

Στην αποτίμηση αξίας επιχειρήσεων ο χρονικός ορίζοντας για την διενέργεια προβλέψεων είναι πολύ σημαντικός παράγοντας. Όσο μεγαλύτερος είναι ο χρονικός ορίζοντας τόσο δυσκολότερο είναι να κάνουμε ασφαλείς προβλέψεις.

Στην πράξη ο χρονικός ορίζοντας διαφέρει ανάλογα με την δραστηριότητα της επιχείρησης.

Για επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών κοινής ωφελείας ο χρονικός ορίζοντας είναι συνήθως μεγαλύτερος από άλλου είδους επιχειρήσεις. Στο παρελθόν χρησιμοποιούσαν συνήθως 20ετή ορίζοντα αλλά σήμερα λόγω των ραγδαίων εξελίξεων στην τεχνολογία και στις νέες μορφές ενέργειας ο χρονικός ορίζοντας περιορίζεται.

Σε βιομηχανικές επιχειρήσεις, που λειτουργούν σε παραδοσιακές αγορές ο χρονικός ορίζοντας είναι συνήθως 10 - 15 χρόνια.

Σε εμπορικές επιχειρήσεις που η δραστηριότητα τους εξαρτάται από συμβόλαια με άλλες εταιρίες ο χρονικός ορίζοντας είναι συνήθως 5 χρόνια ή και λιγότερο.

Σε εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε αγορές που είναι ταχέως αναπτυσσόμενες, ή εξελισσόμενες, ο χρονικός ορίζοντας μπορεί να είναι ακόμη μικρότερος.

Ο καθορισμός του κατάλληλου χρονικού ορίζοντα δεν εξαρτάται τόσο από την αναμενόμενη διάρκεια ζωής της επιχείρησης όσο από την ικανότητα για την διενέργεια ασφαλών προβλέψεων.

Στην πράξη συνήθως χρησιμοποιείται χρονικός ορίζοντας 3-7 χρόνια και στο τέλος της περιόδου αυτής υπολογίζεται η υπολειμματική αξία της επιχείρησης.

Ο συντελεστής προεξόφλησης που θα χρησιμοποιηθεί θα πρέπει να περιλαμβάνει το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free rate) και την απόδοση για τον κίνδυνο που περιλαμβάνει η συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα. Σαν επιτόκιο μηδενικού κινδύνου λαμβάνεται η απόδοση των Ε.Γ.Ε.Δ. ή των ομολόγων. Ο προσδιορισμός της αναμενόμενης απόδοσης που θα καλύπτει τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο της συγκεκριμένης επένδυσης είναι μια ιδιαίτερα δύσκολη διαδικασία και στην διεθνή πρακτική έχουν αναπτυχθεί διάφορες μεθοδολογίες:

Στην πράξη ακολουθούνται συνήθως δύο διαδικασίες. Ο προσδιορισμός του επιτοκίου προεξόφλησης σύμφωνα με τον κίνδυνο που περιέχει η συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα. Για τον υπολογισμό αυτό χρησιμοποιείται η μέθοδος Capital Asset Pricing Model (CAPM) σύμφωνα με το οποίο:

$$i = R_f + b (R_m - R_f)$$

όπου

i : Το ζητούμενο επιτόκιο προεξόφλησης

R_f : Η απόδοση της επένδυσης με μηδενικό κίνδυνο

b : Ο συντελεστής β που μετρά την μεταβλητικότητα της τιμής του συγκεκριμένου τίτλου σε σχέση με την μεταβλητικότητα της αγοράς

R_m : Η μέση απόδοση της αγοράς

Μια άλλη μέθοδος που χρησιμοποιείται είναι το μέσο σταθμισμένο κόστος του κεφαλαίου (*weighted average cost of capital*). Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή εκτιμάται το κόστος κεφαλαίου ανάλογα με την αναλογία συμμετοχής των ιδίων και δανειακών κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια τη επιχείρησης. Η μέθοδος όμως αυτή μπορεί να είναι αξιόπιστη όταν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση δραστηριοποιείται στο ίδιο αντικείμενο με τον επενδυτή και συνεπώς έχει αντίστοιχο επιχειρηματικό κίνδυνο.

Αναφέρθηκε παραπάνω ότι συντελεστής προεξόφλησης περιλαμβάνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο που συνοδεύει την συγκεκριμένη επένδυση. Είναι λοιπόν φανερό ότι για επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο θα χρησιμοποιηθεί υψηλός συντελεστής προεξόφλησης και αντίστροφα. Πρέπει να διευκρινιστεί ότι ο συντελεστής προεξόφλησης δεν έχει σχέση με το πόσο αισιόδοξες ή συντηρητικές είναι οι προβλέψεις πάνω στις οποίες στηρίζεται η αποτίμηση. Οι προβλέψεις πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο πιθανές να υλοποιηθούν. Ο βαθμός του κινδύνου της επένδυσης εξαρτάται από το πόσο επηρεάζονται τα αποτελέσματα της εταιρίας όταν μεταβάλλονται παράγοντες εκτός της επιχείρησης. Για παράδειγμα αναφέρουμε τις περιόδους οικονομικής ύφεσης, τις αλλαγές στις συνθήκες του ανταγωνισμού, του ρυθμού ανάπτυξης της αγοράς, το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον κλπ.

Αφού υπολογιστεί η Καθαρή Παρούσα Αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών στη συνέχεια πρέπει να υπολογισθεί και η Καθαρή Παρούσα Αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης.

Η Καθαρή Παρούσα Αξία της υπολειμματικής αξίας πρέπει να προστεθεί στην Καθαρή Παρούσα Αξία των μελλοντικών Ταμειακών Ροών για να προκύψει η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης.

Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους. Οι επικρατέστεροι είναι:

- * Η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα.
- * Ο υπολογισμός της αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών στο άπειρο ή για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (μετά το τέλος του χρονικού ορίζοντα). Σαν μέση ετήσια ταμειακή ροή ορίζεται ο μέσος όρος των ταμειακών ροών του χρονικού ορίζοντα που εξετάζεται.

ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	1ο έτος	2ο έτος	3ο έτος	4ο έτος	5ο έτος
ΠΩΛΗΣΕΙΣ					
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	1,000	1,100	1,210	1,331	1,464
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	600	660	726	799	878
	400	440	484	532	586
ΛΕΙΤΟΥΡΓ. ΕΞΟΔΑ					
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	250	270	292	315	34
ΚΑΘ. ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	50	50	50	50	50
	100	120	142	167	19
ΦΟΡΟΣ					
ΚΑΘ. ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	35	42	50	59	68
	65	78	93	109	12

ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

	1ο έτος	2ο έτος	3ο έτος	4ο έτος	5ο έτος
ΚΑΘ. ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	100	120	142	167	196
+ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	50	50	50	50	50
- ΦΟΡΟΣ ΠΡΟΗΓ. ΧΡΗΣΗΣ		35	42	50	59
ΚΑΘ. ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ	150	135	150	168	187
ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΠΡΟΞΟΦΛΗΣΗΣ	15%				
ΣΥΝΤΕΛ. ΠΡΟΞΟΦΛΗΣΗΣ	0.87	0.76	0.66	0.57	0.50
ΠΡΟΞΟΦΛ. ΤΑΜ. ΡΟΕΣ	130	102	99	96	93
ΚΑΘΑΡΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	520				

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

	1 ^ο έτος	2 ^ο έτος	3 ^ο έτος	4 ^ο έτος	5 ^ο έτος
ΜΕΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ					158
ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ (με 15%)					1,053
ΣΥΝΤΕΛ. ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ					0.50
ΠΡΟΕΞΟΦΛ. ΥΠΟΛΕΙΜ.ΑΞΙΑ					524
ΚΑΘΑΡΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	524				
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	1,044				

Άλλες μέθοδοι

Στην διεθνή πρακτική έχουν αναπτυχθεί και άλλες μέθοδοι οι οποίες χρησιμοποιούνται στην πράξη παράλληλα με τις μεθόδους που προαναφέρθηκαν.

Μέθοδος ΑΞΙΑΣ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ (REPLACEMENT VALUE METHOD)

Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή πρέπει να προσδιοριστεί το απαιτούμενο κεφάλαιο για την δημιουργία μιας επιχείρησης όμοιας με την εξεταζόμενη για εξαγορά. Πρέπει "δηλαδή να εκτιμηθεί ο τρόπος και το κόστος δημιουργίας όλων των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας ενσώματων και ασώματων από μηδενική βάση. Στα ενσώματα περιλαμβάνονται όλα τα υλικά περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας όπως ακίνητα, μηχανολογικός εξοπλισμός, μεταφορικά μέσα, αποθέματα κλπ. Στα ασώματα περιλαμβάνονται όλα τα άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως σήματα και πατέντες, τεχνολογία και τεχνογνωσία, πελατειακή βάση, θέση και φήμη της εταιρίας στην αγορά, συστήματα οργάνωσης και διοίκησης κλπ.

Σημαντικός παράγοντας στην αξιολόγηση μιας εταιρίας με την μέθοδο αυτή είναι ο χρόνος υλοποίησης. Με την εξαγορά ο αγοραστής αποκτά όλα τα παραπάνω άμεσα ενώ με την δημιουργία μιας όμοιας επιχείρησης θα χρειαστεί χρόνος που αν είναι μεγάλο το διάστημα πιθανά όταν θα φθάσει στο επιθυμητό σημείο η αγορά θα είναι διαφορετική καθώς επίσης και η θέση της εξεταζόμενης επιχείρησης θα είναι διαφορετική.

Μέθοδος του μέσου συντελεστή απόδοσης (Investment or Average Rate of Return method)

Με βάση την μέθοδο αυτή γίνεται πρόβλεψη των αναγκαίων μελλοντικών επενδύσεων και αποδόσεων της υπό εξαγορά επιχείρησης. Τα μελλοντικά αποτελέσματα προεξοφλούνται με τον συντελεστή που συνήθως είναι το κόστος κεφαλαίου του αγοραστή. Ο συντελεστής προεξόφλησης πρέπει να αναπροσαρμόζεται ανάλογα με τους διαφορετικούς κινδύνους που μπορεί να έχει για τον αγοραστή ή νέα επιχείρηση.

Μέθοδος της περιόδου αποπληρωμής (Payback Method)

Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή υπολογίζεται το χρονικό διάστημα που απαιτείται για να αποδοθεί πίσω στον επενδυτή, από την λειτουργία της επιχείρησης, η αρχική του επένδυση.

Μέθοδος της Αξίας της Αγοράς (Market Value method)

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται κυρίως για εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο και στηρίζεται στην επιλογή ενός δείγματος συγκρίσιμων επιχειρήσεων, με βάση την αξία των οποίων θα υπολογιστεί η αξία της επιχείρησης.

Η βασική υπόθεση που γίνεται με τη μέθοδο αυτή είναι ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές (efficient MARKET HYPOTHESIS) ότι ενσωματώνουν δηλαδή στην αξία μιας εταιρίας όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες για την εταιρία αυτή.

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί τους δημοσιευμένους δείκτες P/E για τις εταιρίες που έχουν επιλεγεί σαν δείγμα για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης.

Η μέθοδος αυτή έχει σαν βασική αδυναμία ότι οι επιλεγόμενες εταιρίες είναι πρακτικά αδύνατον να είναι όμοιες την εξεταζόμενη επιχείρηση.

Η μέθοδος στηρίζεται στην λογική ότι η αξία μιας επιχείρησης υπολογίζεται αν πολλαπλασιάσουμε τα ετήσια καθαρά κέρδη μιας εταιρίας με τον συντελεστή P/E.

$$\text{Αξία επιχείρησης P/E} = \text{Αξία επιχείρησης} / \text{Ετήσια κέρδη}$$

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Ετήσια κέρδη} \times \text{P/E}$$

Η δυσκολία στη μέθοδο αυτή είναι να προσδιοριστεί ο συντελεστής P/E. Με βάση τις τιμές της χρηματιστηριακής αγοράς προσδιορίζονται συντελεστές P/E για συγκεκριμένες μετοχές, κλάδους επιχειρήσεων αλλά και ολόκληρης της αγοράς. Κρίνεται σκόπιμο ότι για τον υπολογισμό της αξίας μιας επιχείρησης με την μέθοδο αυτή πρέπει να επιλεγεί ένας συντελεστής P/E που προκύπτει από επιχειρήσεις με αντίστοιχες δραστηριότητες. Και αυτό όμως δεν μας εξασφαλίζει την ορθότητα της επιλογής διότι στις χρηματιστηριακές αγορές οι τιμές περιλαμβάνουν τις προσδοκίες των επενδυτών

για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης, και φυσικά οι προοπτικές για κάθε επιχείρηση μπορεί να διαφέρουν σημαντικά.

Είναι γενικά παραδεκτό ότι οι σύγχρονες επιχειρηματικές δραστηριότητες (π.χ. υψηλής τεχνολογίας, βιοτεχνολογίας, ηλεκτρονικό εμπόριο κλπ.) έχουν πολύ μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης από ότι οι παραδοσιακές δραστηριότητες και συνεπώς αποτιμούνται με υψηλότερο P/E, Βεβαίως οι δραστηριότητες αυτές ενέχουν και υψηλότερο κίνδυνο.

Στην αποτίμηση μιας μη εισηγμένης εταιρίας είναι σκόπιμο να επιλέξουμε έναν συντελεστή P/E σημαντικά χαμηλότερο από αυτόν μιας αντίστοιχης εισηγμένης. Ο λόγος είναι ότι αγοράζοντας μετοχές μιας εισηγμένης εταιρίας υπάρχει η δυνατότητα της άμεσης ρευστοποίησης μέσω του Χρηματιστηρίου, γεγονός που δεν ισχύει για τις μη εισηγμένες.

Η μέθοδος του συντελεστή P/E λαμβάνει υπόψη μόνο τα κέρδη της επιχείρησης και συνεπώς δεν ενδείκνυται η εφαρμογή της σε εταιρίες που έχουν χαμηλή κερδοφορία αλλά πολλά περιουσιακά στοιχεία. Επίσης η μέθοδος είναι ανεφάρμοστη σε εταιρίες που είναι ζημιογόνες.

Προτείνεται όπως η μέθοδος του συντελεστή P/E να χρησιμοποιείται μόνο σαν μεθοδολογία ελέγχου της αποτίμησης της αξίας (συγκρίνοντας τον δείκτη με αυτόν άλλων επιχειρήσεων ή του κλάδου) και όχι σαν μέθοδος υπολογισμού της αξίας.

Μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών Στη μέθοδο αυτή υπάρχει αρκετή ομοιότητα με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών με τη διαφορά ότι η μέθοδος αυτή στηρίζεται στα οργανικά κέρδη της επιχείρησης και όχι στις ταμειακές ροές.

Μέθοδος πολλαπλασιαστή λογιστικής αξίας (P/BV ratio) Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή η αξία μιας επιχείρησης υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας την Καθαρή θέση μιας επιχείρησης (Ίδια κεφάλαια) με τον συντελεστή P/BV ratio.

Στην μέθοδο αυτή παρουσιάζονται δυσκολίες αντίστοιχες με αυτές της μεθόδου **P/E ratio**.

Πολλαπλασιαστής πωλήσεων

Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης πολλαπλασιάζοντας τις πωλήσεις της επιχείρησης με έναν συντελεστή. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται κυρίως στον

υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης σε συμφωνίες επαναγοράς και ποτέ δεν πρέπει να χρησιμοποιείται μόνη της αλλά πάντα σε συνδυασμό με άλλες μεθόδους.

Σύγκριση με άλλες εξαγορές

Ένας οδηγός για την αντικειμενικότητα της αξίας μιας επιχείρησης είναι η σύγκριση με άλλες εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν σε αντίστοιχες επιχειρήσεις. Πολλοί επαγγελματικοί φορείς τηρούν μεγάλες βάσεις δεδομένων με προηγούμενες συμφωνίες E&S και έτσι μπορεί να γίνει μια σύγκριση της αξίας της επιχείρησης με την προηγούμενη εμπειρία.

Η σύγκριση αυτή όμως, πρέπει να γίνει με ιδιαίτερη προσοχή διότι όπως προαναφέρθηκε ποτέ δύο επιχειρήσεις δεν είναι ίδιες και ακόμη περισσότερο δεν είναι ίδιες οι συνέργιες που δημιουργούνται.

Η μεθοδολογίες που παρουσιάστηκαν παραπάνω υπολογίζουν την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης με την δομή και λειτουργία και τις προοπτικές που έχει σήμερα μόνη της (Stand alone Value- SAV)

Αποτίμηση των συνεργιών

Σε περίπτωση εξαγοράς ο επενδυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να υπολογίσει ποιες θα είναι οι συνέργιες που θα προκύψουν από την εξαγορά. Εννοείται ότι η ποσότητα και η ποιότητα των συνεργιών αυτών διαφέρουν για κάθε επιχείρηση ανάλογα με το ποιος θα είναι ο επενδυτής και τις δυνατότητες που έχει.

Για την αποτίμηση της αξίας των συνεργιών πρέπει να γίνουν τα ακόλουθα:

- Αποτίμηση της αξίας της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (SAV1)
- Αποτίμηση της αξίας του επενδυτή πριν την εξαγορά (SAV2)
- Σύνταξη αναλυτικού προϋπολογισμού λειτουργίας μετά την εξαγορά
- Αποτίμηση της αξίας του επενδυτή μετά την εξαγορά (VALUE)

Η αποτίμηση της αξίας των αναμενόμενων συνεργιών υπολογίζεται ως:

Αναμενόμενες Συνέργιες = VALUE-SAV1-SAV2

Η αξία των συνεργιών πρακτικά αντανακλά την δυνατότητα του επενδυτή να αυξήσει την αξία της επιχείρησης που εξαγοράζει.

Οι βασικοί τομείς στους οποίους εντοπίζονται συνέργιες είναι:

- Μείωση κόστους
- Αύξηση εσόδων
- Βελτίωση διαδικασιών και αποτελεσματικότητας
- Αναδιάρθρωση του τρόπου χρηματοδότησης της επιχείρησης (financial engineering)

Προσδιορισμός του Goodwill

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η πραγματική αξία της επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από την καθαρή περιουσιακή της θέση. Η διαφορά αυτή έγκειται στο γεγονός ότι μια επιχείρηση που λειτουργεί είναι ένας ζωντανός οργανισμός και έχει την δυνατότητα να επιτυγχάνει ορισμένα αποτελέσματα χρησιμοποιώντας όχι μόνο τα περιουσιακά της στοιχεία αλλά και μια σειρά από άλλα στοιχεία όπως είναι η φήμη και πελατεία, ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, οργανωτική δομή, τεχνογνωσία - τεχνολογία κλπ. Η επιπλέον αξία της επιχείρησης από την καθαρή περιουσιακή της θέση ονομάζεται Goodwill (υπεραξία ή αέρας) και μπορεί να αποτιμηθεί εφαρμόζοντας την μέθοδο της υπερπρόσόδου.

Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή, η υπερπρόσοδος υπολογίζεται ως η διαφορά των οργανικών κερδών της επιχείρησης και του τόκου του απασχολούμενου κεφαλαίου.

Για να εκτιμήσουμε την υπεραξία, πρέπει να υπολογίσουμε την Καθαρή Παρούσα Αξία της υπερπρόσόδου για μια χρονική περίοδο 5-10 έτη.

Έστω ότι την τελευταία χρήση η εταιρία παρουσιάζει τις παρακάτω οικονομικές καταστάσεις:

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ GOODWILL

ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

ΠΑΓΙΑ	650
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	230
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	340
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	50
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓ.	1270

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	350
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	20
ΜΑΚΡ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	300
ΒΡΑΧ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	600
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤ.	1270

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ

Πωλήσεις	1,650
Κόστος Πωληθέντων	990
Μικτό Κέρδος	660
Λειτουργικά Έξοδα	313
Αποσβέσεις	98
Οργανικά Κέρδη	250

Για τον υπολογισμό της υπεραξίας πρέπει να εκτιμήσουν προϋπολογιστικά τα αποτελέσματα χρήσης και τον ισολογισμό της εταιρίας για μια 5ετία.

Έστω ότι κατά τον προϋπολογισμό προκύπτει ότι τα οργανικά κέρδη και τα απασχολούμενα κεφάλαια θα αυξάνονται με ρυθμό 15% και 10% αντίστοιχα ετησίως.

	1	2	3	4	5
Οργανικά Κέρδη	250	288	331	380	437
Απασχολούμενο Κεφάλαιο	1,270	1,397	1,537	1,690	1,859
Τόκος Απασχ. Κεφαλαίου 6%	76	84	92	101	112
Υπερπρόσοδος	174	204	238	279	326
Συντελεστής Προεξόφλησης 15%	0.87	0.76	0.66	0.57	0.50
Παρούσα Αξία Υπερπροσόδου	151	154	157	159	162
Καθαρή Παρούσα Αξία	783				

Χρησιμοποιώντας συντελεστή προεξόφλησης 15% προκύπτει υπεραξία της επιχείρησης 783 εκατ. δρχ.

Διαπραγμάτευση για τους όρους της συμφωνίας

Η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης που εκτιμήθηκε με την χρήση των παραπάνω μεθόδων, αποτελεί απλά έναν οδηγό για τον προσδιορισμό της αξίας της συναλλαγής και όχι την τιμή της συναλλαγής.

Ο προσδιορισμός της αξίας της συναλλαγής είναι αποτέλεσμα σκληρών και συχνά μακροχρόνιων διαπραγματεύσεων που απαιτούν σημαντική εμπειρία στον χειρισμό τέτοιων καταστάσεων.

Προσδιορισμός τελικού τιμήματος

Αν υποθέσουμε ότι η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης (δίδηά βίονβ είναι 1.500 εκατ. δρχ. και η αξία των συνεργιών για τους επενδυτές είναι 500 εκατ. δρχ., τότε ο αγοραστής δεν θα πρέπει να δεχθεί τίμημα μεγαλύτερο από 2.000 εκατ δρχ. και ο πωλητής δεν θα πρέπει να δεχθεί τίμημα μικρότερο από 1.500 εκατ. δρχ. Συνήθως στην φάση των διαπραγματεύσεων η κάθε πλευρά προσπαθεί να αποκομίσει όσο μεγαλύτερο μέρος μπορεί από τις δημιουργούμενες συνέργιες.

Υπάρχουν όμως και εξαιρετικές περιπτώσεις που το τίμημα της συναλλαγής μπορεί να προσδιοριστεί εκτός των ορίων που προαναφέρθηκαν.

Σε περιόδους που υπάρχει μια γενική έξαρση των Ε&Σ παρατηρείται η τάση να αυξάνονται οι τιμές των επιχειρήσεων όχι λόγω της βελτίωσης της αποδοτικότητας τους αλλά κυρίως λόγω της αυξανόμενης ζήτησης.

Τρόπος εισόδου επενδυτή και πληρωμής του τιμήματος

Ο τρόπος εισόδου του επενδυτή είναι ένα πολύ σοβαρό θέμα της συμφωνίας. Υπάρχουν δύο βασικοί τρόποι με τους οποίους μπορεί να εισέλθει ένας επενδυτής σε μια εταιρία.

Ο ένας τρόπος είναι να αγοράσει ο επενδυτής υφιστάμενες μετοχές από τους μετόχους. Κατά την διαδικασία αυτή το τίμημα που θα καταβληθεί από τον επενδυτή θα πάει στους παλιούς μετόχους. Σε περίπτωση που η εταιρία δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο θα πρέπει να καταβληθεί από τους παλιούς μετόχους φόρος επί της αξίας της συναλλαγής 5%. Η εφορία υπολογίζει την πραγματική αξία της μετοχής σύμφωνα με την ακόλουθη μεθοδολογία και με βάση την αξία αυτή επιβάλλει τον φόρο, αν η αξία που αναφέρεται στο συμβολαιογραφικό έγγραφο ή στο ιδιωτικό συμφωνητικό είναι χαμηλότερη (ΠΟΛ. 1233/2-12-99).

Η πραγματική αξία της μετοχής βρίσκεται με την διαίρεση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας, που υφίστανται την προηγούμενη ημέρα εκείνης της υποβολής της δήλωσης δια του αριθμού των μετοχών την ημέρα αυτή.

Για τον υπολογισμό της αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων λαμβάνονται υπόψη τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας κατά τον τελευταίο πριν από την μεταβίβαση επίσημο Ισολογισμό και των αυξήσεων (ή μειώσεων) κεφαλαίου που μεσολάβησαν, προσαυξημένα με την απόδοση που είχαν αυτά κατά την τελευταία δετία (ή μικρότερο χρονικό διάστημα αν η εταιρία δεν έχει 5 χρήσεις).

Ως απόδοση ιδίων κεφαλαίων ορίζεται ο λόγος:

$M.O. \text{ αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης (προ φόρων) των 5 τελευταίων ετών} /$

$M.O. \text{ ιδίων κεφαλαίων των 5 τελευταίων ετών}$

Ο λόγος αυτός δεν μπορεί να είναι αρνητικός.

Αν η επιχείρηση της οποίας μεταβιβάζονται οι μετοχές προέρχεται από μετατροπή ή συγχώνευση άλλων εταιριών για την συμπλήρωση της δετιάς λαμβάνονται υπόψη και τα στοιχεία της προϋπάρχουσας επιχείρησης.

Ο φόρος αυτός δεν επιβάλλεται σε μετοχές που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Ο δεύτερος τρόπος εισόδου ενός επενδυτή στην εταιρία είναι με την έκδοση νέων μετοχών και την παραίτηση των παλαιών μετόχων από τα δικαιώματα τους. Στην περίπτωση αυτή το τίμημα που καταβάλλεται από τον επενδυτή είναι μεγαλύτερο, σε σχέση με την προηγούμενη διαδικασία, για να αποκτήσει το ίδιο ποσοστό. Η σημαντική διαφορά όμως είναι ότι τα κεφάλαια εισρέουν στο ταμείο της εταιρίας και έτσι (α) αυξάνεται η αξία της επιχείρησης και (β) τα κεφάλαια παραμένουν στην εταιρία για να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξη της.

Πολύ σημαντικός επίσης παράγοντας είναι ο τρόπος που καταβάλλεται το τίμημα, τόσο χρονικά όσο και ποιοτικά.

Στην περίπτωση που το τίμημα δεν καταβάλλεται τοις μετρητοίς τότε ο πωλητής θα πρέπει να υπολογίσει το κόστος της ετεροχρονισμένης πληρωμής του τιμήματος, αποτιμώντας τις πληρωμές σε παρούσα αξία. Το επιτόκιο προεξόφλησης θα πρέπει να ισούται τουλάχιστον με του τόκους που θα χάσει ο πωλητής και μπορεί να αυξηθεί κατά περίπτωση εκφράζοντας το κόστος ευκαιρίας που θα έχει.

Εναλλακτικός τρόπος πληρωμής του τιμήματος μπορεί να είναι με κινητές αξίες (συνήθως μετοχές της εταιρίας του επενδυτή). Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να γίνει αποτίμηση και της αξίας της εταιρίας του επενδυτή.

Συχνά στην πράξη ακολουθείται ένας συνδυασμός των δύο παραπάνω μεθόδων δηλαδή μέρος του τιμήματος καταβάλλεται σε μετρητά και μέρος σε μετοχές.

Δημιουργία Προσυμφώνου (LETTER OF INTENT)

Το προσύμφωνο είναι μια διαδικασία κατά την οποία τα δύο μέρη συμφωνούν εγγράφως τους βασικούς όρους της εξαγοράς που μέχρι εκείνη τη στιγμή βρίσκονταν σε προφορικό επίπεδο.

Με την διαδικασία αυτή γίνεται το πρώτο βασικό βήμα για την περαιτέρω διαδικασία και μέχρι την υπογραφή της τελικής συμφωνίας.

Το προσύμφωνο, ανάλογα με την περίπτωση μπορεί να είναι ή όχι δεσμευτικό. Οι βασικοί λόγοι για τους οποίους υπογράφεται το προσύμφωνο είναι:

- Να υπάρχει εγγράφως η βασική δομή και οι όροι της συμφωνίας
- Να σταματήσει ο πωλητής να αναζητά νέους αγοραστές για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα
- Να υπάρχει τουλάχιστον η ηθική δέσμευση από τις δύο πλευρές
- Να μπορεί να ξεκινήσει η διαδικασία Ουθ ΟΗίρβηοβ
- Να καθορίζει τις δεσμεύσεις κάθε πλευράς για το τι μπορούν ή όχι να κάνουν, μέχρι την υπογραφή της τελικής συμφωνίας (συνήθως ο πωλητής δεσμεύεται να μη προβεί σε ενέργειες πέρα από τις συνήθειες για την λειτουργία της εταιρίας οι οποίες δεν επηρεάζουν σημαντικά την περιουσιακή της κατάσταση, την κεφαλαιακή της δομή, τις δεσμεύσεις της προς τρίτους κλπ.)
- Να μπορεί να ολοκληρωθεί ταχύτερα η τελική συμφωνία

Due Diligence

Η πιο σημαντική φάση στις Ε&Σ είναι η διαδικασία **Due Diligence**.

Στη διαδικασία αυτή γίνεται λεπτομερής έλεγχος στα στοιχεία της εταιρίας ώστε να αποκτηθούν επαρκείς και αξιόπιστες πληροφορίες και να αποκαλυφθούν τυχόν νέα στοιχεία τα οποία θα επηρέαζαν το τίμημα ή ακόμη και την απόφαση της εξαγοράς. Για την επιτυχή υλοποίηση της διαδικασίας **Due Diligence** πρέπει να δημιουργηθεί ειδική ομάδα που θα περιλαμβάνει τουλάχιστον τις ακόλουθες ειδικότητες: χρηματοοικονομικά, λογιστικά, νομικά. Ανάλογα με τις ειδικές απαιτήσεις κάθε αντικειμένου είναι πιθανό να χρειάζονται και άλλες ειδικότητες όπως οικονομολόγοι, μηχανικοί, περιβαλλοντολόγοι κλπ.

Ο έλεγχος αυτός θα πρέπει να εξετάσει πρωτίστως τα νομικά λογιστικά και φορολογικά στοιχεία της εταιρίας.

Στη συνέχεια θα πρέπει να ελεγχθούν όλοι οι τομείς της επιχείρησης και ενδεικτικά αναφέρονται:

- Ομάδα διοίκησης και η δυνατότητα της να υλοποιήσει το επιχειρηματικό

σχέδιο με βάση το οποίο έγινε η αποτίμηση της εταιρίας και η συμφωνία.

- marketing και πωλήσεις
- Παραγωγή
- Οικονομική διαχείριση
- Προσωπικό της εταιρίας
- Συμβάσεις
- Ασφαλιστικές καλύψεις
- Φήμη της εταιρίας στην αγορά από την πλευρά των πελατών, των προμηθευτών και των πιστωτών.

Η διαδικασία **Due Dilligence** μπορεί να χρησιμοποιηθεί και σαν ένα στοιχείο διαπραγματευτικής υπεροχής εφόσον ανακαλύπτει νέα στοιχεία π.χ. προβλήματα στην διανομή, όχι καλά εκπαιδευμένοι πωλητές κλπ.

Μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας Due Dilligence και εφόσον τα ευρήματα δεν επηρεάζουν σημαντικά την αρχική συμφωνία, οι δύο πλευρές προχωρούν στην σύνταξη της τελικής συμφωνίας.

Χρηματοδότηση της Εξαγοράς

Πολλές από τις εξαγορές γίνονται σε σημαντικό βαθμό από δανειακά κεφάλαια. Ο υψηλός δανεισμός για την πραγματοποίηση της εξαγοράς (IBO) αυξάνει τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής αλλά ταυτόχρονα αυξάνει σημαντικά την απόδοση στα ίδια κεφάλαια όταν η έκβαση του εγχειρήματος είναι επιτυχής. Μια εξαγορά έχει δυνατότητα για υψηλό δανεισμό όταν έχει:

- Εξαιρετικό
- Ανταγωνιστική θέση στην αγορά
- Εύκολα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία
- Τιμή αγοράς μικρότερη από την αξία της επιχείρησης
- Σημαντικές συνέργιες

Ο τρόπος χρηματοδότησης της εξαγοράς πρέπει να σχεδιαστεί σωστά ώστε να μην βάλει σε κίνδυνο τα αποτελέσματα της εξαγοράς λόγω λανθασμένης χρηματοδότησης. Πρέπει επίσης να μελετηθούν σχολαστικά και οι απαραίτητες επενδύσεις που πρέπει να γίνουν προκειμένου η εξαγοραζόμενη εταιρία να μπορεί να αποδώσει τα αναμενόμενα και να προκύψουν οι συνέργιες. Οι εταιρίες που είναι εισηγμένες υπερέρχουν σημαντικά έναντι

των μη εισηγμένων στην άντληση κεφαλαίων.

Υλοποίηση των στόχων της εξαγοράς – συγχώνευσης

Μετά την σύναψη της οριστικής συμφωνίας το βάρος πέφτει στους managers της επιχείρησης προκειμένου να υλοποιήσουν τους στόχους της εξαγοράς. Ειδικά εταιρίες που δεν έχουν εμπειρία από προηγούμενες εξαγορές αντιμετωπίζουν στην πορεία πολλά και δυσεπίλυτα προβλήματα.

Σύμφωνα με έρευνες που έγιναν σε συγχωνεύσεις κατά την περίοδο 1965 -1997 προκύπτει ότι το ποσοστό επιτυχίας των συγχωνεύσεων είναι περίπου 50%.

2.5 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΡΟΚΥΠΤΟΥΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

Τα κυριότερα προβλήματα που παρουσιάζονται μετά την οριστική συμφωνία και κατά την διάρκεια ολοκλήρωσης της εξαγοράς είναι συνήθως τα ακόλουθα:

- Μη συμβατές επιχειρήσεις σε θέματα:
 - Κουλτούρας
 - Τρόπου διοίκησης
 - Εργασιακές σχέσεις
 - Μηχανοργάνωση
- Κακό management μετά την εξαγορά
- Κακή διαχείριση διαθέσιμων πόρων
- Δυσκολία στην μεταφορά τεχνολογίας
- Αποδοχή υψηλού τιμήματος

2.6 ΔΙΑΦΟΡΑ ΜΕΤΑΞΥ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΚΑΙ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ

Στην μεθοδολογία υλοποίησης των Ε&Σ δεν υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων επιχειρήσεων. Οι βασικές αρχές με τις οποίες σχεδιάζονται και αποφασίζονται οι εξαγορές θα πρέπει να είναι οι ίδιες. Όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα η βασική αρχή για τις Ε&Σ είναι η μεγιστοποίηση της ωφέλειας των μετόχων μέσω της ανάπτυξης του μεγέθους της εταιρίας, της μείωσης του επιχειρηματικού κινδύνου και της επίτευξης συνεργιών.

Οι ουσιαστικές διαφορές μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι:

- Η πρόσβαση στην άντληση κεφαλαίων που έχουν οι εισηγμένες εταιρίες
- Υπάρχει αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης για τις εισηγμένες καθημερινά μέσω της αγοράς
- Η αξιολόγηση των αποφάσεων για Ε&Σ για τις εισηγμένες, γίνεται από την αγορά κατά τον χρόνο της ανακοίνωσης πριν αποδώσει η Ε&Σ.
- Οι εχθρικές εξαγορές αφορούν σχεδόν πάντοτε εισηγμένες εταιρίες
- Η υπεραξία που προκύπτει από Ε&Σ εισηγμένων εταιριών δεν φορολογείται

Υπάρχουν επίσης και άλλες διαφορές οι οποίες αφορούν κυρίως τις τυπικές διαδικασίες και τις υποχρεώσεις που έχουν οι εισηγμένες εταιρίες, για ενημέρωση των αρχών, δημόσιες ανακοινώσεις κλπ.

2.7 ΠΩΣ ΑΝΤΙΔΡΑ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Όταν ανακοινώνεται μια Ε&Σ εισηγμένων εταιριών το επενδυτικό κοινό θα κάνει την δική του αξιολόγηση ως προς την έκβαση της εξαγοράς (αν είναι δηλαδή συμφέρουσα για κάθε πλευρά) και η αξιολόγηση θα εκφραστεί μέσω της ζήτησης και προσφοράς στις τιμές των μετοχών των εταιριών.

Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα το τίμημα της εξαγοράς κατά πάσα πιθανότητα θα διαμορφωθεί μεταξύ της αξίας της επιχείρησης (stand alone value) και της αξίας της επιχείρησης με τις δημιουργούμενες συνέργιες. Αυτό σημαίνει ότι η αξία των συνεργιών θα μοιραστεί σε κάποια αναλογία μεταξύ αγοραστή και πωλητή. Αυτό σημαίνει ότι η τιμή των μετοχών και των δύο εταιριών πρέπει να αυξηθεί.

Η πολυετής διεθνής εμπειρία από τις ώριμες Χρηματιστηριακές αγορές έχει δείξει ότι με την ανακοίνωση μιας συμφωνίας Ε&Σ η τιμή της μετοχής του πωλητή ανεβαίνει ενώ η τιμή της μετοχής του αγοραστή πέφτει.

Το φαινόμενο αυτό έχει την ακόλουθη λογική εξήγηση. Η μετοχή του πωλητή αποκομίζει σαν όφελος τμήμα των συνεργιών που δεν είχε η εταιρία πριν από την εξαγορά και συνεπώς το όφελος αυτό αποτιμάται στην τιμή της μετοχής άμεσα. Ο αγοραστής αντιθέτως προσδοκά ότι θα ωφεληθεί κατά το υπόλοιπο τμήμα των συνεργιών. Το όφελος όμως αυτό θα προκύψει αφού αποδειχθεί ότι οι συνέργιες υλοποιούνται. Έτσι κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς η τιμή της μετοχής του αγοραστή συνήθως παρουσιάζει μικρή κάμψη και ανακάμπτει στη συνέχεια δημιουργώντας σημαντικές υπεραξίες όταν αρχίσουν να υλοποιούνται οι συνέργιες.

2.8 ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

ΜΟΡΦΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Reverse merger είναι η μορφή συγχώνευσης κατά την οποία η εταιρία του αγοραστή απορροφάται από την εταιρία του πωλητή.

Forward merger είναι η μορφή συγχώνευσης κατά την οποία η εταιρία του πωλητή απορροφάται από την εταιρία του αγοραστή.

Subsidiary merger είναι η μορφή συγχώνευσης κατά την οποία η μητρική εταιρία συγχωνεύει την αποκτώμενη εταιρία σε μία θυγατρική της. Και στην περίπτωση αυτή η συγχώνευση μπορεί να έχει την μορφή ΚβνβΓδβ ή ροπληγε!

ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ Στην περίπτωση συγχώνευσης δύο επιχειρήσεων οι μετοχικοί τίτλοι της απορροφούμενης εταιρίας παύουν να ισχύουν και οι μέτοχοι της απορροφούμενης εταιρίας θα πρέπει να λάβουν μετοχές της απορροφούσας εταιρίας. Για τον υπολογισμό της σχέσης ανταλλαγής πρέπει να γίνει αποτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων εταιριών και με βάση την αξία κάθε επιχείρησης να προκύψει η σχέση ανταλλαγής μετοχών.

ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Κατά την Συγχώνευση επιχειρήσεων μεταβιβάζονται τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις της απορροφούμενης επιχείρησης στην απορροφούσα. Κατά την διαδικασία αυτή είναι δυνατόν να γίνει εφαρμογή των διατάξεων των: Ν.Δ. 1297/72, Ν. 2166/93, αρθ. 7 του Ν. 2386/96.

Τα κυριότερα κίνητρα σύμφωνα με τους νόμους αυτούς περιληπτικά είναι:

- Αναβάλλεται η φορολογία (ή απαλλάσσεται της φορολογίας) της υπεραξίας που προκύπτει από την εισφορά σε Α.Ε. των περιουσιακών στοιχείων.
- Απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, χαρτοσήμου ή οιοδήποτε ετέρου τέλους υπέρ Δημοσίου, ως και εισφοράς ή δικαιώματος υπέρ οιοδήποτε τρίτου.
- Σε ειδικές περιπτώσεις παρέχεται επίσης απαλλαγή από τον φόρο εισοδήματος για τμήμα των κερδών των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων.

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ (Postmerger integration)

Σχεδιασμός και επικοινωνία της ενοποίησης

- Σχεδιασμός
- Χρονοδιάγραμμα
- Ενημέρωση

Ενοποίηση του Ανθρώπινου Δυναμικού

- Διοικητικό Συμβούλιο
- Εκτελεστική Επιτροπή
- Ομάδες Ανώτερων Διευθυντικών Στελεχών
- Ομάδες πωλητών, διανομέων κλπ.
- Λοιπό σημαντικό προσωπικό

Ενοποίηση υλικών και χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων

- Αξιοποίηση πάγιων περιουσιακών στοιχείων
- Διαχείριση συμμετοχών

Ενοποίηση αυτών περιουσιακών στοιχείων

- Σήματα και πατέντες
- Μυστικά παραγωγής
- Μυστικά εμπορίας
- Φήμη στην αγορά

Ενοποίηση συστημάτων διοίκησης

- Σχεδιασμός προϊόντων
- Παραγωγή
- Πώληση και Διανομή
- Συστήματα ελέγχου
- Συστήματα λήψης αποφάσεων
- Ενοποίηση της κουλτούρας των δύο εταιριών

Ενοποίηση τεχνολογίας και καινοτομιών

- Εφαρμοσμένη τεχνολογία
- Συστήματα πληροφόρησης
- Συστήματα δημιουργίας καινοτομιών

Ενοποίηση εταιρικών ευθυνών

- Πελάτες
- Προμηθευτές
- Μέτοχοι
- Πιστωτές
- Απασχολούμενο προσωπικό

3. Νομικό πλαίσιο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

ΠΡΩΤΟ ΜΕΡΟΣ

3Α.1 Το νομικό πλαίσιο των συγχωνεύσεων.

α. Ιστορική αναδρομή.

Τη συγχώνευση Α.Ε. ρύθμισε για πρώτη φορά στην Ελλάδα ο νόμος 5261/1931 "περί συγχωνεύσεως ανωνύμων εταιριών" με 3 άρθρα του. Τα δύο πρώτα άρθρα (1 και 2) τέθηκαν στην κωδικοποίηση (β.δ. 174/1963) του Ν. 2190/ 1920 με αριθμούς αντιστοίχως 68 και 69. Το άρθρο 68 προέβλεπε τρία είδη συγχωνεύσεως: "διό συστάσεως νέας Α.Ε., δι' απορροφήσεως μίας ή πλειόνων υπό άλλης και δι' εξαγοράς μίας ή πλειόνων υπό άλλης".

Κύριο χαρακτηριστικό και των τριών αυτών περιπτώσεων συγχωνεύσεως ήταν ότι επί των συγχωνευομένων εταιριών δεν εφαρμόζονταν οι διατάξεις περί εκκαθαρίσεως και διαλύσεως τους.

β. Οι ισχύουσες διατάξεις.

Με το Π.Δ. 498/87 επήλθαν ριζικές μεταβολές και ολοκληρωτική αντικατάσταση του παλαιού δικαίου σύμφωνα με την Τρίτη Οδηγία του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων περί συγχωνεύσεως των Α.Ε. της 25.07.78. Το Π.Δ. 498/1987 (το οποίο ισχύει από 01.01.88) προσάρμοσε το δίκαιο μας για τη συγχώνευση Α.Ε. σύμφωνα με τις διατάξεις της Οδηγίας, και συγκεκριμένα τα άρθρα 2, 3 παρ. 1 και 4 παρ. 1, καταργώντας τις ατελείς διατάξεις των άρθρων 68-69 Ν. 2190 (Ν. 5261/1931 περί συγχωνεύσεως Α.Ε) και εισάγοντας τις νέες διατάξεις των άρθρων 68-80 Ν. 2190/1920 που ελήφθησαν από την Τρίτη αυτή Οδηγία (κατ' ουσία αποτελούν μετάφραση των διατάξεων της Τρίτης Οδηγίας, χωρίς να επιδιωχθεί ιδιαίτερη επεξεργασία και προσαρμογή προς το εσωτερικό μας δίκαιο).

Συγχρόνως εισήχθη ένας νέος, άγνωστος μέχρι τότε στο ελληνικό δίκαιο θεσμός, η διάσπαση των εταιριών.

Κύριος σκοπός των νέων ρυθμίσεων είναι η προστασία των εταιρικών δανειστών και της μειοψηφίας των μετόχων, η οποία έλειπε εντελώς από το παλαιό δίκαιο.

Όσον αφορά στις δυνατότητες συγχωνεύσεως εταιριών, η ισχύουσα νομοθεσία μας προβλέπει τα ακόλουθα:

α) Το Ν.Δ. 1297/1972 και τα άρθρα 1-5 του Ν. 2166/1993 προβλέπουν τη συγχώνευση οποιωνδήποτε εταιρικών τύπων, αλλά και ατομικών επιχειρήσεων, σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.

β) Ο Ν. 3190/1955 προβλέπει τη συγχώνευση Ε.Π.Ε. στα άρθρα του 54 και 55, είτε δια της συστάσεως νέας Ε.Π.Ε., είτε δι' απορροφήσεως από μία Ε.Π.Ε. άλλης ή άλλων εταιριών του εταιρικού αυτού τύπου.

γ) Η Τρίτη Κοινοτική Οδηγία για τις εταιρίες ρύθμισε συστηματικά (μόνο) τη συγχώνευση Α.Ε. Το ΠΔ 498/1987 εισήγαγε τις νέες διατάξεις των άρθρων 68-80 Ν. 2190/1920 που ελήφθησαν από αυτήν.

γ. Σύγκριση των ισχυουσών διατάξεων.

Με το Ν.Δ. 1297/1972 και το Ν. 2166/1993 παρέχονται διάφορες φοροαπαλλαγές για τη συγχώνευση σε Α.Ε. και Ε.Π.Ε. Ειδικότερα:

- απαλλάσσονται από κάθε φόρο ή τέλος υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων η σύμβαση συγχωνεύσεως, η εισφορά και η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων και κάθε άλλη σχετική συμφωνία και πράξη
- ακίνητα που ανήκουν και χρησιμοποιούνται από τη συγχωνευόμενη επιχείρηση και εισφέρονται στη νεοδημιουργούμενη εταιρία απαλλάσσονται από το φόρο μεταβίβασεως ακινήτων
- η προκύπτουσα υπεραξία κατά τη συγχώνευση δεν υπόκειται σε φόρο εισοδήματος κατά το χρόνο του μετασχηματισμού
- τα υπάρχοντα στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις ευεργετήματα αναπτυξιακών νόμων μεταφέρονται στις προκύπτουσες από τη συγχώνευση εταιρίες.
- (κατά το άρθρο 2 Ν. 2166/1993) η ζημία, που υπάρχει στον ισολογισμό μετασχηματιζόμενης επιχειρήσεως μεταφέρεται στη νέα εταιρία αλλά δεν συμψηφίζεται με μελλοντικά κέρδη.

Επίσης, κατά τη συγχώνευση βάσει του Ν. 2166/1993:

- δε γίνεται εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των μετασχηματιζομένων επιχειρήσεων, αλλά απλή διαπίστωση της λογιστικής αξίας αυτών από όργανα της αρμόδιας ΔΟΥ ή από ορκωτό ελεγκτή ή και από την επιτροπή εμπειρογνωμόνων του άρθρου 9 του Ν. 2190/1920
- η σχέση συμμετοχής των εταίρων/μετόχων της νέας εταιρίας μπορεί να καθορίζεται από τους ίδιους ελεύθερα, σε οποιαδήποτε αναλογία, χωρίς να απαιτείται εκτίμηση κάποιου οργάνου (άρθρο 2 παρ. 4 Ν. 2166/1993 - σπουδαία καινοτομία). Αντίθετα, στις περιπτώσεις της συγχωνεύσεως εταιριών σε εφαρμογή των διατάξεων του Ν. 2190/1920 εφαρμόζεται η γραφειοκρατική διαδικασία των άρθρων 68-80 του παραπάνω νόμου, χωρίς καμία παρέκκλιση, χωρίς φορολογικές απαλλαγές και διευκο-

λύσεις. Συνεπώς εδώ οφείλεται φόρος μεταβιβάσεως ακινήτων και φόρος εισοδήματος για τυχόν υπεραξία των εισφερομένων περιουσιακών στοιχείων, καθώς και διάφορα τέλη.

Παρακάτω θα ασχοληθούμε με τη συγχώνευση των Α.Ε., όπως αυτή ρυθμίζεται από τις οικείες διατάξεις του Ν. 2190/1920.

3Α.2 Νομικός ορισμός της έννοιας "συγχώνευση εταιριών"

Από νομικής απόψεως συγχώνευση είναι η ένωση των περιουσιών δύο ή περισσότερων Α.Ε. χωρίς εκκαθάριση, κατά τρόπο ώστε τουλάχιστον μία από αυτές να παύει να υπάρχει, οι δε μέτοχοι της εξαφανιζομένης να μετέχουν εφεξής στις απομένουσες εταιρίες ή στη νέα συσταίνόμενη εταιρία. Με τη συγχώνευση επιτυγχάνεται η ένωση των περιουσιών των συγχωνευομένων εταιριών χωρίς λύση και εκκαθάριση και χωρίς μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της εξαφανιζομένης εταιρίας με ειδική διαδοχή αλλά με οιονεί καθολική διαδοχή.

Με τον τρόπο αυτόν αποφεύγονται τα έξοδα και οι διαδικασίες που συνεπάγεται η μεταβίβαση κάθε επιμέρους αντικειμένου της εταιρικής περιουσίας με ειδική διαδοχή, καθώς και η λύση και ενδεχομένως η φορολόγηση αφανών αποθεματικών.

3Α.3 Είδη συγχωνεύσεως

α. Γνήσια ή κατά κυριολεξία συγχώνευση.

Ως γνήσιες χαρακτηρίζονται όλες οι συγχωνεύσεις που διέπονται από ειδική νομοθετική ρύθμιση, η οποία εξαντλεί κατά τρόπο συστηματικό τη διαδικασία και τα αποτελέσματα (συνέπειες) αυτών. Μορφές γνήσιας συγχωνεύσεως αποτελούν: η συγχώνευση με απορρόφηση, με εξαγορά, με σύσταση νέας εταιρίας.

β. Καταχρηστική συγχώνευση:

Εδώ περιλαμβάνονται όλες εκείνες οι περιπτώσεις κατά τις οποίες η συγχώνευση εταιριών δεν προβλέπεται και δεν ρυθμίζεται ειδικώς και συστηματικώς από τη νομοθεσία μας (π.χ. συγχώνευση Ο.Ε. ή Ε.Ε. με Ο.Ε. ή Ε.Ε., συγχώνευση ατομικής ή ατομικών επιχειρήσεων με προσωπικές εταιρίες (Ο.Ε. ή Ε.Ε.) ή με Ε.Π.Ε. ή Α.Ε.). Αυτή η μορφή συγχωνεύσεως διαπλάσθηκε στην πράξη από τις συναλλαγές υπό την επίδραση των διατάξεων της ειδικής ρυθμίσεως για τη γνήσια συγχώνευση. Δηλαδή οι συναλλασσόμενοι άρχισαν σε ορισμένες περιπτώσεις να καλύπτουν το κενό της νο-

μοθεσίας και να ρυθμίζουν τις καταχρηστικές συγχωνεύσεις με παρόμοιες συμφωνίες, όρους, ορολογία και διαδικασίες που χρησιμοποιούσαν και στις γνήσιες συγχωνεύσεις, κατ' απομίμηση αυτών. Αυτό έγινε κυρίως επί συγχωνεύσεως με απορρόφηση Ο.Ε. ή Ε.Ε. ή ατομικής επιχειρήσεως από Α.Ε. Έτσι, και στις περιπτώσεις αυτές στη σχετική σύμβαση συγχωνεύσεως αναφερόταν ότι επέρχεται μεταβίβαση που εξομοιώνεται με καθολική διαδοχή.

Η νομολογία αντιμετωπίζει τη καταχρηστική συγχώνευση ως ακολούθως:

- i) τα μεν πολιτικά δικαστήρια κυμαίνονται, δεχόμενα άλλοτε ότι στις ανωτέρω περιπτώσεις επέρχεται οιονεί καθολική διαδοχή, άλλοτε όχι,
- ii) το δε Συμβούλιο της Επικρατείας δεν δέχεται την καταχρηστική συγχώνευση και σε όλες τις αποφάσεις του καταλήγει να μην αναγνωρίζει την επέλευση οιονεί καθολικής διαδοχής επί καταχρηστικής συγχωνεύσεως επιχειρήσεων.

Στο εξής θα ασχοληθούμε με τις μορφές γνήσιας συγχωνεύσεως Α.Ε., όπως τις ρυθμίζει ο Ν. 2190/20.

3Α.4 Συγχώνευση με απορρόφηση

α. Ορισμός

Συγχώνευση με απορρόφηση είναι πράξη με την οποία μία ή περισσότερες Α.Ε. (από ροφό υμένες), λύνονται, χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, και μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη Α.Ε. (απορροφούσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό).

Σε αντάλλαγμα της μεταβιβάσεως αυτής, η απορροφούσα Α.Ε. αποδίδει στους μετόχους των απορροφουμένων εταιριών μετοχές που εκδίδει λόγω αυξήσεως του κεφαλαίου της και ενδεχομένως τους καταβάλει κι ένα χρηματικό ποσό σε μετρητά προς συμψηφισμό των μετοχών τις οποίες δικαιούνται.

Για να μη μεταβάλλεται όμως η συγχώνευση με απορρόφηση σε συγχώνευση με εξαγορά, το χρηματικό αυτό ποσό που δίνεται στους μετόχους των απορροφουμένων εταιριών δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που παραχωρούνται στους μετόχους των απορροφουμένων και, αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών, την αξία της καθαρής θέσης της εισφερομένης περιουσίας αυτών των εταιριών.

β. Νομοθετική ρύθμιση

Ο Ν. 2190 αναπτύσσει τη συγχώνευση με απορρόφηση λεπτομερώς (άρθρα 69-77), και τη χρησιμοποιεί ως βάση για να θεμελιώσει, με ορισμένες παρεκκλίσεις, τους άλλους τρόπους συγχωνεύσεως (συγχώνευση με απορρόφηση Α.Ε. από άλλη που κατέχει το 100% των μετοχών της, συγχώνευση με εξαγορά, συγχώνευση με σύσταση νέας Α.Ε.)- Η απορροφούσα στη συγχώνευση με απορρόφηση είναι μία και μόνη. Αντιθέτως οι απορροφούμενες μπορεί να είναι μία ή περισσότερες. Η συγχώνευση με απορρόφηση μίας ή περισσότερων Α.Ε. από άλλη είναι ο συνηθέστερος τρόπος συγχωνεύσεως Α.Ε.

γ. Στάδια της συγχωνεύσεως με απορρόφηση

Πρώτο στάδιο (άρθρο 69):

Κατάρτιση και δημοσιότητα του σχεδίου συμβάσεως συγχωνεύσεως (σση) και της επεξηγηματικής εκθέσεως (Ε.Ε.).

Δεύτερο στάδιο (άρθρο 71):

Εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευομένων εταιριών από την ειδική επιτροπή εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 Ν. 2190/20 (ΠΡΟΣΟΧΗ: με το άρθρο 2 του Ν. 2837/2000 άλλαξε η σύνθεση της ως άνω επιτροπής).

Τρίτο στάδιο (άρθρο 70):

Προστασία των πιστωτών των συγχωνευομένων εταιριών.

Τέταρτο στάδιο (άρθρο 72):

Αποφάσεις των Γ.Σ. των εταιριών περί εγκρίσεως της συγχωνεύσεως.

Πέμπτο στάδιο (άρθρο 74):

Υπογραφή της συμβολαιογραφικής πράξης της συγχωνεύσεως - δημοσιότητα - ολοκλήρωση της συγχωνεύσεως.

Πέρασ διαδικασίας συγχωνεύσεως: Από την καταχώρηση στα μητρώα Α.Ε. των ανωτέρω εγγράφων μαζί με την εγκριτική απόφαση της διοικήσεως για τη συγχώνευση, ολοκληρώνεται η συγχώνευση και επέρχονται τα αποτελέσματα αυτής. Η ανακοίνωση περιλήψεως της συγχωνεύσεως στο τεύχος Α.Ε. και ΕΠΕ από κάθε μία από τις συγχωνευόμενες εταιρίες έχει επικουρικό χαρακτήρα.

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ "Α" ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΑ "Β"

ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ¹

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ

ΕΝΕΡΓΕΙΑ

30.10.99	Απόφαση των Δ.Σ. των συγχωνευομένων εταιριών για: α. Τη συγχώνευση με απορρόφηση της Α από την Β. β. Τον ορισμό ημερομηνίας ισολογισμού μετασχηματισμού (31.10.98). γ. Τον ορισμό Ορκωτού Ελεγκτή. δ. Τον ορισμό εκπροσώπου της κάθε εταιρίας για τη σύνταξη του Σχεδίου Σύμβασης Συγχωνεύσεως και της επεξηγηματικής Έκθεσης του Δ.Σ.
25.02.99	Σχεδιο Σύμβασης Συγχωνεύσεως, Επεξηγηματική Έκθεση του Δ.Σ.
25.02.99	Απόφαση των Δ.Σ. των συγχωνευομένων εταιριών για: α. Έγκριση Σχεδίου Σύμβασης Συγχωνεύσεως ² που θα περιλάμβανα και τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών. β. Ορισμό εκπροσώπου κάθε εταιρίας για την υπογραφή του Σ.Σ.Σ. γ. Έγκριση της επεξηγηματικής Έκθεσης, όπου θα αναλύονται οι λόγοι που επέβαλαν τη συγχώνευση από νομική και οικονομική άποψη.
26.02.99	Δημοσίευση στο ΦΕΚ της έγκρισης της αρμόδιας διοικητικής αρχής.
05.03.99	Δημοσίευση Περίληψης του Σ.Σ.Σ. σε μία ημερήσιο οικονομική εφημερίδα ³
Έως 06.04.99	Άσκηση του δικαιώματος των πιστωτών των συγχωνευομένων εταιριών, για προβολή ανηρρήσεων κατά της συγχωνεύσεως, μέσα σε έναν (1) μήνα από την ως άνω δημοσίευση (άρθρο 70 παρ. 2 Κ.Ν. 2190/20) ⁴ .

¹ θεωρητικά, ως ελάχιστος χρόνος ολοκλήρωσης μιας συγχωνεύσεως αναφέρεται το τρίμηνο. Όμως, στην πράξη το διάστημα αυτό τις περισσότερες φορές αποδεικνύεται ανέφικτο. Συνήθως οι συγχωνεύσεις συντελούνται εντός τεσσάρων ή πέντε μηνών. Δεν αποκλείεται ωστόσο η ολοκλήρωσή τους να μην επέλθει πριν την παρέλευση ακόμα και δεκαμήνου, αφού πολλές ενδιάμεσες πράξεις πρέπει να εγκριθούν από τη διοίκηση, η οποία συνήθως καθυστερεί να εγκρίνει αυτές λόγω φόρτου εργασίας και ελλείψεως υπαλλήλων, ιδίως σε νομαρχίες των περιφερειών της τέως διοικήσεως πρωτεύουσας και της Θεσσαλίας.

² Στο εξής Σ.Σ.Σ.

³ Η δημοσίευση πρέπει να γίνει εντός 10 ημερών από τη δημοσίευση στο ΦΕΚ της έγκρισης της αρμόδιας διοικητικής αρχής.

⁴ Η άρση των ως άνω ενδεχομένων ανηρρήσεων γίνεται με απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου Αθηνών, μετά από αίτηση οποιασδήποτε από τις συγχωνευόμενες εταιρίες, που κοινοποιείται προς

07.04.99

Αποφάσεις των Δ.Σ. για σύγκληση των Γ.Σ. των συγχωνευομένων εταιριών σε συνεδριάσεις, που θα πραγματοποιηθούν τουλάχιστον δύο (2) μήνες μετά την από 26.02.99 δημοσίευση στο ΦΕΚ, με θέματα Ημερήσιας Διάταξης: α. Την έγκριση του Σ.Σ.Σ με το Πιστοποιητικά του Ορκωτού Ελεγκτή και την επεξηγηματική Έκθεση των Δ.Σ. β. Την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Β και την τροποποίηση του καταστατικού της. γ. Την εξουσιοδότηση προς το Δ.Σ. κάθε εταιρίας για την υπογραφή της συμβολαιογράφης πράξης της συγχωνεύσεως.

12.04.99
26.04.99

Δημοσίευση της Πρόσκλησης της Γ.Σ. της Β.
Υποβολή στην αρμόδια διοικητική υπηρεσία του πρακτικού Δ.Σ. σύγκλησης της Γ.Σ., των εφημερίδων και του ΤΑΠΕΤ.

27.04.99
27.04.99

Συνεδριάσεις των Γ.Σ. των εταιριών⁵.
Αποφάσεις των Δ.Σ. των συγχωνευομένων εταιριών, για εξουσιοδότηση του εκπροσώπου κάθε εταιρίας να υπογράψει τη συμβολαιογραφική πράξη της συγχωνεύσεως.

27.04.99
26.04.99

Υπογραφή της συμβολαιογραφικής πράξης της συγχωνεύσεως
Υποβολή στην αρμόδια διοικητική αρχή προς καταχώρηση: α. Αντιγράφων των πρακτικών των Γ.Σ. β. Αντιγράφων των πρακτικών Δ.Σ. με τις εξουσιοδοτήσεις προς υπογραφή του συμβολαίου γ. Δύο αντιγράφων της συμβολαιογραφικής πράξης συγχωνεύσεως. δ. Της προσαρτημένης στο σύμβολαιο υπεύθυνης δήλωσής του Ν. 1599, ότι δεν προβλήθηκαν οι προβλεπόμενες στο άρθρο 70 παρ. 2 του Κ. Ν. 2190/20 αντιρρήσεις κατά της συγχωνεύσεως (άρθρο 74 παρ. 1 Κ. Ν. 2190/20), ή ότι οι προβληθείσες επιλύθηκαν. ε. Αντίγραφο καταβολής ΦΣΚ από την "Β" (εάν στην αύξηση περιληφθεί και καταβολή μετρητών). στ. Ανακοίνωση της συγχωνεύσεως σε τρία αντίτυπα και ΤΑΠΕΤ.

30.04.99

Καταχώρηση στο ΜΑΕ της εγκριτικής απόφασης της αρμόδιας διοικητικής αρχής για τη συγχώνευση - ολοκλήρωση της συγχωνεύσεως.

τον ή τους πιστωτές που έχουν αντιρρήσεις. Η απόφαση αυτή του Μονομελούς Πρωτοδικείου δεν υπόκειται σε τακτικά ή έκτακτα ένδικα μέσα.

⁵ Ένα (1) μήνα τουλάχιστον πριν από τις συνεδριάσεις των Γ.Σ., οι συγχωνευόμενες εταιρίες οφείλουν να θέσουν στη διάθεση των μετόχων τους όλα τα σχετικά έγγραφα, δηλαδή το Σ.Σ.Σ., τις επεξηγηματικές Εκθέσεις των Δ.Σ., την έκθεση του Ορκωτού Ελεγκτή κ.λ.π. (άρθρο 73 παρ. 1 και 3).

Διαφοροποιήσεις στη διαδικασία ειδικά για Α.Ε. εισηγμένες στο ΧΑΑ.

Εδώ απαιτούνται επιπλέον:

- Γνωστοποιήσεις των σταδίων διαδικασίας και των συντασσομένων εγγράφων στο Χ.Α.Α.
- Έλεγχος των σταδίων διαδικασίας και των συντασσομένων εγγράφων από την εποπτεύουσα αρχή του Χ.Α.Α.
- Εισαγωγή των νέων εκδοθησομένων μετοχών στο Χ.Α.Α.

3Α.5 Ιδιαίτερα είδη συγχωνεύσεως με απορρόφηση.

α. Απορρόφηση Α.Ε. από άλλη που κατέχει το σύνολο των μετοχών της (άρθρο 78).

Ιδιαίτερο είδος απορροφήσεως εταιρίας από άλλη είναι εκείνο στο οποίο μία ή περισσότερες εταιρίες μεταβιβάζουν μετά από λύση τους, χωρίς να επακολουθήσει εκκαθάριση, το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό), σε άλλη Α.Ε. που κατέχει το σύνολο των μετοχών τους (100%).

Στη συγχώνευση αυτή η μητρική εταιρία κατέχει το 100% των μετοχών της θυγατρικής και μέσω αυτών των μετοχών θεωρεί εμμέσως ότι η περιουσία της θυγατρικής (ενεργητικό και παθητικό αυτής) της "ανήκει". Έτσι, με την απορρόφηση της θυγατρικής, οι μετοχές αυτής ακυρώνονται από την απορροφούσα και τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφουμένης περνούν στην απορροφούσα, δια της μεταβιβάσεως των ενεργητικών στοιχείων στην απορροφούσα και την ανάληψη των υποχρεώσεων από αυτήν.

Ο νόμος απλοποιεί και επιταχύνει τη διαδικασία αυτής της ιδιαίτερης μορφής συγχωνεύσεως και ειδικότερα:

Επειδή δεν αυξάνεται το κεφάλαιο της απορροφούσας ούτε ως εκ τούτου εκδίδονται από αυτήν νέες μετοχές, γιατί αυτή έχει ήδη μεταξύ των περιουσιακών της στοιχείων τις μετοχές της απορροφουμένης, τις οποίες ακυρώνει και αντικαθιστά με τη μεταβιβαζόμενη σε αυτήν εταιρική περιουσία της απορροφουμένης, δεν τηρούνται δύο στάδια, τα οποία είναι αναγκαία στην συγχώνευση με απορρόφηση:

α) Δεν γίνεται εκτίμηση των περιουσιών των συγχωνευομένων εταιριών, δηλαδή δεν εφαρμόζεται το άρθρο 71, αφού ούτε το κεφάλαιο της απορροφούσας αυξάνεται ούτε νέες μετοχές εκδίδονται, και κατά συνέπεια δεν χρειάζεται να ανευρεθεί η σχέση ανταλλαγής των μετοχών της απορροφουμένης με τις μετοχές της απορροφούσας.

β) Δε χρειάζεται καταρχήν να ληφθούν αναγκαίως αποφάσεις από τις Γ.Σ. της ή των

απορροφούμενων και της απορροφούσας, εφόσον όμως τηρηθούν οι διατάξεις των περιπτώσεων α και β της παρ. 2 του άρθρου 78, δηλαδή:

β1) η δημοσιότητα του σσς πρέπει να πραγματοποιηθεί από κάθε μία από τις συγχωνευόμενες εταιρίες ένα μήνα τουλάχιστον πριν την έναρξη των αποτελεσμάτων (ολοκλήρωση) της πράξεως απορροφήσεως και

β2) όλοι οι μέτοχοι της απορροφούσας θα έχουν το δικαίωμα να λαμβάνουν γνώση ένα μήνα πριν την έναρξη των αποτελεσμάτων της πράξεως απορροφήσεως στην έδρα της απορροφούμενης εταιρίας των εγγράφων που προβλέπονται από το άρθρο 73 παρ 1 περιπτ. α,β,γ, (σςς, ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, εκθέσεις διαχειρίσεως των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών των τριών τελευταίων χρήσεων κ.α.).

β. Συγχώνευση με εξαγορά (άρθρο 79).

Εξομοιώνεται με τη συγχώνευση με απορρόφηση η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες Α.Ε. (εξαγοραζόμενες) μεταβιβάζουν, μετά από λύση τους χωρίς να επακολουθήσει εκκαθάριση, σε άλλη (εξαγοράζουσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι αποδόσεως στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιριών του αντίτιμου των δικαιωμάτων τους (εξαγοράς).

Η εξαγορά δεν θεωρείται ως συγχώνευση, γιατί δεν αυξάνεται το κεφάλαιο της εξαγοράζουσας ούτε αποδίδονται νέες μετοχές στους μετόχους της εξαγοραζόμενης, απλώς αυτοί παίρνουν αμέσως το αντίτιμο των δικαιωμάτων τους από την εξαγοράζουσα. Ως εκ τούτου η εξαγοράζουσα πρέπει να διαθέτει τα απαιτούμενα χρήματα για να πληρώσει τους μετόχους της εξαγοραζόμενης.

Και εδώ εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις των άρθρων 69-77.

Η ιδιαίτερη φύση της συγχωνεύσεως με εξαγορά συνίσταται κυρίως στο ότι οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων δεν παίρνουν μετοχές της εξαγοράζουσας, της οποίας το κεφάλαιο δεν αυξάνεται λόγω της μεταβιβάσεως σε αυτήν του συνόλου της περιουσίας της ή των εξαγοραζόμενων εταιριών, αλλά σε αυτούς αποδίδεται/ καταβάλλεται το αντίτιμο των δικαιωμάτων τους, δηλαδή των δικαιωμάτων τους επί και εκ των τίτλων των μετοχών τους, οι οποίοι με την ολοκλήρωση της εξαγοράς ακυρώνονται. Έτσι, στο σςς δεν υπάρχει σχέση ανταλλαγής μετοχών αλλά μόνο τιμή εξαγοράς, δηλ. Πληρωμής στους κατόχους των μετοχών της ή των εξαγοραζόμενων ορισμένου ποσού (τιμήματος εξαγοράς).

Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης δεν γίνονται μέτοχοι της εξαγοράζουσας και ως εκ τούτου δεν έχουν κανένα δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη - μερίσματα αυτής.

3Α.6 Συγχώνευση με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας (άρθρ. 68 και 80).

Δύο ή περισσότερες εταιρίες (λυόμενες - εξαφανιζόμενες), διαλύονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση τους, και μεταβιβάζουν στη νέα Α.Ε. την οποία συνιστούν, το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό), έναντι αποδόσεως στους μετόχους τους μετοχών που εκδίδονται από τη νέα εταιρία και ενδεχομένως ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών που δικαιούνται και το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που αποδίδονται στους μετόχους των λυομένων εταιριών προς συμψηφισμό των μετοχών τις οποίες δικαιούνται.

Και στη συγχώνευση με σύσταση επέρχεται λύση των συγχωνευομένων εταιριών και λήγει η ύπαρξη του νομικού προσώπου αυτών. Με τη λύση δεν ακολουθεί στάδιο εκκαθάρισεως, το δε σύνολο της περιουσίας των συγχωνευομένων εταιριών μεταβιβάζεται στη συνιστώμενη νέα εταιρία, και επέρχεται υποκατάσταση στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις αυτών, η μεταβίβαση δε αυτή εξομοιώνεται με καθολική διαδοχή (οιονεί καθολική διαδοχή, κατά την ορολογία που έχει κρατήσει στη νομική επιστήμη).

Η σπουδαιότερη διαφορά της εξαγοράς από τη συγχώνευση με απορρόφηση είναι ότι οι Γ.Σ. των εξαφανιζομένων εταιριών πρέπει να εγκρίνουν και ολόκληρο το καταστατικό της νέας εταιρίας. Στα άρθρα αυτού περί καταβολής του κεφαλαίου της νέας εταιρίας θα αναφέρονται τα εισφερόμενα δια της συγχωνεύσεως, η εκτίμηση τους από την επιτροπή των εμπειρογνομόνων (με επισυναπτόμενο κυρωμένο αντίγραφο της εκθέσεως αυτής), η σχέση ανταλλαγής μετοχών των εξαφανιζομένων και των μετοχών της νέας εταιρίας, διατυπώσεις παραδόσεως των νέων μετοχών και αναλόγως τα λοιπά στοιχεία που πρέπει να αναφέρει το σσσ.

Επίσης στο σσσ πρέπει να αναγράφεται η εταιρική μορφή της νέας εταιρίας, η επωνυμία και η έδρα της καθώς και η υπηρεσία μητρώου Α.Ε. στην οποία αυτή θα υπάγεται.

3Α.7 Διάσπαση ανωνύμων εταιριών.

α. Νομοθετική ρύθμιση

Ο θεσμός της διασπάσεως των ανωνύμων εταιριών, που ουσιαστικά είναι ο αντίποδας της συγχωνεύσεως, ήταν άγνωστος στη νομοθεσία μας. Η Έκτη Κοινοτική Οδηγία για τις εταιρίες προβλέπει και ρυθμίζει συστηματικά τη διάσπαση των Α.Ε. Η Οδηγία αυτή κατέστη εσωτερικό μας δίκαιο με το Π.Δ, 498/1987, το οποίο προσέθεσε τα άρθρα 81-89 στον Ν. 2190/20.

β. Μορφές διασπάσεως εταιριών

Η διάσπαση Α.Ε. με τις νέες αυτές διατάξεις (81-89) διακρίνεται:

- α) σε διάσπαση με απορρόφηση,
- β) σε διάσπαση με σύσταση νέων Α.Ε.,
- γ) σε διάσπαση με απορρόφηση και με σύσταση νέων Α.Ε.

Η νομοθεσία μας δεν προβλέπει περιπτώσεις διασπάσεως άλλων εταιριών ή επιχειρήσεων πλην της ως άνω διασπάσεως Α.Ε.

3Α.7 Προστασία δανειστών και μετόχων.

Εκτός από τη διαδικασία του άρθρου 70 (παρ. 1-3), οι δανειστές των συγχωνευομένων εταιριών προστατεύονται και από τις ακόλουθες διατάξεις:

α) Άρθρο 70 παρ. 4:

Έγκριση της συγχωνεύσεως από τους ομολογιούχους δανειστές.

β) Άρθρο 70 παρ. 5:

Δικαιώματα των κομιστών άλλων τίτλων της ή των απορροφουμένων εταιριών, εκτός μετοχών, από τους οποίους απορρέουν ειδικά δικαιώματα (π.χ. ιδρυτικών τίτλων).

Για την προστασία των μετόχων των συγχωνευομένων εταιριών έχει θεσπιστεί (κυρίως) το αρθρ. 73 παρ. 1 και 3, σύμφωνα με το οποίο έναν (1) μήνα τουλάχιστον πριν από τις συνεδριάσεις των Γ.Σ., οι συγχωνευόμενες εταιρίες οφείλουν να θέσουν στη διάθεση των μετόχων τους στην έδρα της εταιρίας όλα τα σχετικά έγγραφα, δηλαδή το Σ.Σ.Σ., τις επεξηγηματικές Εκθέσεις των Δ.Σ., των εκθέσεων διαχείρισεως του Δ.Σ. των τριών τελευταίων χρήσεων των εταιριών, την έκθεση του Ορκωτού Λογιοτή κ.λ.π. Τα έγγραφα αυτά παραδίδονται στους μετόχους ή τους στέλνονται ανέξοδα σε πλήρη αντίγραφα ή αποσπάσματα.

3Α.8 Αποτελέσματα της συγχωνεύσεως (άρθρο 75)

Τα έννομα αποτελέσματα της συγχωνεύσεως επέρχονται αυτοδικαίως, χωρίς καμία άλλη διατύπωση και ταυτόχρονα, τόσο για τις συγχωνευόμενες εταιρίες όσο και έναντι τρίτων, δηλαδή εκ του νόμου, από τη καταχώρηση στο μητρώο Α.Ε. της εγκριτικής αποφάσεως της συγχωνεύσεως όλων των συγχωνευομένων εταιριών.

Έτσι, κι αν ακόμα δεν αναφέρεται τίποτα στο συμβόλαιο συγχωνεύσεως, παρά ταύτα, τα μεν κινητά μεταβιβάζονται, οι απαιτήσεις εκχωρούνται και οι υποχρεώσεις αναλαμβάνονται από την απορροφούσα αυτοδικαίως εκ του νόμου, εκτός εάν ο νόμος απαιτεί ιδιαίτερες διατυπώσεις, οπότε πρέπει να τηρηθούν αυτές για τις μεταβιβάσεις ή αναλήψεις των υποχρεώσεων.

Ειδικότερα, τα αποτελέσματα εκ της ολοκλήρωσεως της συγχωνεύσεως είναι τα εξής:

- Η απορροφούσα υποκαθίσταται σε όλα γενικά τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της ή των απορροφουμένων, της μεταβιβάσεως αυτής εξομοιουμένης με καθολική διαδοχή. Η υποκατάσταση περιλαμβάνει όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις, ανεξάρτητα εάν στο συμβόλαιο γίνεται ειδικός λόγος.

- Οι μέτοχοι της ή των απορροφουμένων γίνονται μέτοχοι της απορροφούσας εταιρίας. Γι αυτό η απορροφούσα θα εγχειρίσει στους μετόχους της ή των απορροφουμένων εταιριών τις νέες μετοχές που θα εκδώσει λόγω απορροφήσεως της περιουσίας της ή των απορροφουμένων εταιριών και αυξήσεως του κεφαλαίου της απορροφούσας ενώ ταυτόχρονα θα παραλάβει από τους μετόχους της ή των απορροφουμένων εταιριών τις (παλαιές) μετοχές τους, οι οποίες θα ακυρωθούν. Η παράδοση θα γίνεται κατά τη σχέση ανταλλαγής μετοχών.

- Η απορροφούμενη παύει να υφίσταται ως νομικό πρόσωπο.

Οι εκκρεμείς δίκες συνεχίζονται αυτοδικαίως από την απορροφούσα ή κατά αυτής, χωρίς καμία ειδικότερη διατύπωση από μέρους της για τη συνέχιση της δίκης και χωρίς να επέρχεται λόγω της συγχώνευσης βίαιη διακοπή της δίκης και χωρίς να απαιτείται δήλωση για την επανάληψη τους.

- Οι προβλεπόμενες από την ισχύουσα νομοθεσία ιδιαίτερες διατυπώσεις για τη μεταβίβαση ορισμένων περιουσιακών στοιχείων ισχύουν και στην περίπτωση της συγχωνεύσεως. Έτσι πρέπει στο συμβόλαιο να γίνει πλήρης περιγραφή των μεταβιβαζόμενων ακινήτων ή άλλων εμπραγμάτων δικαιωμάτων. Στο συμβόλαιο επίσης πρέπει να αναγράφονται ποιες μισθώσεις υπάρχουν στα ακίνητα αυτά, τα καταβαλλόμενα μισθώματα και οι εκχωρήσεις των δικαιωμάτων εκ των μισθώσεων αυτών. Ανάλογα ισχύουν επί πλοίων, αυτοκινήτων κ.λπ. Ωστόσο, κατά νόμο απαιτείται για τη μεταβίβαση της κυριότητας ακινήτων, πλοίων κ.λπ. η μεταγραφή στα οικεία βιβλία μεταγραφών από υποθηκοφυλακείο, στην περιφέρεια του οποίου κείται κάθε ακίνητο, και καταχώριση στο οικείο νηολόγιο για τα πλοία.

- Για την απορροφούσα εταιρία η συγχώνευση επιφέρει αύξηση του κεφαλαίου της, γι

αυτό απαιτείται να τηρηθούν οι νόμιμες διατυπώσεις πιστοποίησης καταβολής του κεφαλαίου της αυξήσεως.

- Από την ολοκλήρωση των διατυπώσεων συγχωνεύσεως, η απορροφούσα αποκτά εκ του νόμου την κυριότητα όλων των περιουσιακών στοιχείων, κινητών, ακινήτων, αυτών αγαθών, σημάτων κ.λπ. της ή των απορροφουμένων εταιριών.

- Με τη συγχώνευση δεν λύνονται καταρχήν οι συμβάσεις της ή των απορροφουμένων εταιριών με τους τρίτους. Έτσι γίνεται δεκτό ότι διατηρούνται οι συμβάσεις μισθώσεως έργου, μισθώσεως πραγμάτων, εγγυήσεως κ.λπ.

3Α.9 Ακυρότητα της συγχωνεύσεως

I. Άρθρα 77 και 86 Ν. 2190.

1. Ακυρότητα συγχωνεύσεως εταιριών κατά το άρθρο 77 Ν. 2190.

Η συγχώνευση δεν είναι αυτοδικαίως άκυρη αλλά ακυρώσιμη, γιατί κηρύσσεται με δικαστική απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου, το οποίο δικάζει κατά τη διαδικασία της εκούσιας δικαιοδοσίας. Επειδή η ακύρωση γίνεται μόνο με δικαστική απόφαση που κηρύσσει αυτήν, μέχρι την έκδοση της αποφάσεως για την ακύρωση η συγχώνευση είναι ισχυρή και παράγει τα έννομα αποτελέσματα της.

Η αγωγή ασκείται από κάθε πρόσωπο που έχει έννομο συμφέρον και απευθύνεται κατά των συγχωνευομένων εταιριών.

Η απαρίθμηση των λόγων ακυρώσεως είναι περιοριστική. Οι λόγοι ακυρώσεως είναι:

α) Η μη τήρηση των διατάξεων του άρθρου 74 Ν. 2190.

β) Η ακυρότητα ή ακυρωσία της αποφάσεως της Γ.Σ. μίας από τις συγχωνευθείσες εταιρίες κατά τις διατάξεις των άρθρων 35α παρ. 1 και 35β παρ. 1 του Ν. 2190.

Η διατύπωση του ως άνω υπό β) λόγου ακυρώσεως είναι κακότεχνη και δημιουργεί ερμηνευτικά προβλήματα. Προκειμένου να λυθούν τα προβλήματα αυτά υποστηρίζονται τα εξής:

α) οι λόγοι ακυρότητας το άρθρου 35α παρ. 1 είναι μόνο οι απαριθμούμενοι σε αυτό.

β) η ακυρωσία της παρ. 1 του άρθρου 35 β αφορά (μόνο) την περίπτωση άρθρου 73 παρ.

3.

Η αγωγή για την ακύρωση της συγχωνεύσεως είναι απαράδεκτη, εάν:

- α) παρήλθαν 6 μήνες από την ολοκλήρωση της συγχωνεύσεως,
- β) έπαψαν να υφίστανται οι λόγοι για τους οποίους θα μπορούσε να γίνει η ακύρωση.

Η τελεσίδικη δικαστική απόφαση που κηρύσσει την ακυρότητα της συγχωνεύσεως υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β Ν. 2190.

Η δικαστική απόφαση που κηρύσσει την ακυρότητα της συγχωνεύσεως δεν θίγει το κύρος των υποχρεώσεων που γεννήθηκαν σε όφελος ή σε βάρος της απορροφούσας εταιρίας, στην περίοδο μετά την ημερομηνία καταχωρήσεως στο ΜΑΕ της εγκριτικής αποφάσεως της διοικήσεως για τη συγχώνευση και (πριν) την υποβολή της αποφάσεως αυτής στη δημοσιότητα που προβλέπεται από την παρ. 4 του άρθρου 77. Οι δε εταιρίες που έλαβαν μέρος στη συγχώνευση ευθύνονται εις ολόκληρον για τις απαιτήσεις που γεννήθηκαν κατά το ανωτέρω διάστημα.

2. Ακυρότητα διασπάσεως εταιριών κατά το άρθρο 86 Ν. 2190.

Το άρθρο 86 είναι ανάλογο με το άρθρο 77 περί ακυρώσεως της συγχωνεύσεως. Διαφέρει μόνο στις αντίστοιχες παραγράφους 6 και 7 του άρθρου 77 (εδώ παρ. 2 και 3), και αυτό γιατί στη διάσπαση η περιουσία της διασπώμενης κατανέμεται σε δύο ή περισσότερες επωφελούμενες εταιρίες.

Οι ιδιορρυθμίες της ακυρώσεως της διασπάσεως έναντι της ακυρώσεως της συγχωνεύσεως είναι οι ακόλουθες:

- α) Η αγωγή ασκείται από κάθε πρόσωπο που έχει έννομο συμφέρον και απευθύνεται κατά των επωφελούμενων εταιριών. Επειδή προ της ακυρώσεως της διασπάσεως η διασπώμενη παύει να υφίσταται, η αγωγή δεν μπορεί να απευθύνεται κατά μη υφισταμένης εταιρίας, της διασπώμενης.
- β) Η τελεσίδικη κήρυξη της ακυρότητας της διασπάσεως και η καταχώρηση αυτής στη δημοσιότητα του άρθρου 7β παρ. 1 Ν. 2190 επιφέρει τις ακόλουθες συνέπειες: Η διασπασθείσα εταιρία ξαναζεί, και καταχωρείται εκ νέου στο ΜΑΕ, οι δε επωφελούμενες εταιρίες υποχρεούνται να αναμεταβιβάσουν στη διασπώμενη ό,τι απέκτησαν από αυτήν και αυτή να αναδεχθεί τις υποχρεώσεις της. Λόγω της επιστροφής των περιουσιακών στοιχείων στη διασπασθείσα, το κεφάλαιο κάθε επωφελούμενης επανέρχεται στο ύψος που είχε προ της διασπάσεως και οι νέες μετοχές που είχαν εκδοθεί και παραδοθεί στους μετόχους της διασπώμενης ακυρώνονται και αυτοί ανακτούν τις μετοχές που είχαν προ της διασπάσεως και τις είχαν ανταλλάξει με τις νέες μετοχές της επωφελούμενης. Έτσι, εκτός των άλλων προβλημάτων, ανακύπτουν νέα σε περίπτωση μεταβιβάσεως των νέων μετοχών από τους μετόχους της διασπασθείσας ως και της τύχης των κερδών-μερισμάτων, τα οποία τυχόν διανεμήθηκαν. Αλλά τα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία

μεταβιβάστηκαν από την ολοκλήρωση της διασπάσεως μέχρι την ολοκλήρωση της ακυρώσεως αυτής, διάστημα το οποίο μπορεί να διαρκέσει και μέχρι διετίας, προφανώς θα αλλοιωθούν, άλλα θα μεταβιβαστούν σε άλλους, άλλα θα μεταποιηθούν, χρέη θα εξοφληθούν, μηχανήματα θα φθαρούν, ενδεχομένως θα επισκευασθούν κ.λπ. Οπότε ερωτάται: τι θα πρέπει να επιστρέψουν οι επωφελούμενες στη διασπώμενη; Πράγματα που δεν υπάρχουν, μεταβιβάστηκαν ή αλλοιώθηκαν; Η δημιουργούμενη νομική κατάσταση είναι εξαιρετικά πολύπλοκη, γι' αυτό και θεωρείται ότι η κήρυξη της ακυρότητας της διασπάσεως πρέπει να αποφεύγεται με κάθε τρόπο. Κατά τις διατάξεις του άρθρου 19 της Έκτης Κοινοτικής Οδηγίας, εάν οι εταιρίες που συμμετέχουν στη διάσπαση δεν συμφωνήσουν για τα στοιχεία που θα επανέλθουν από κάθε επωφελούμενη στην αναβιούσα διασπώμενη, δεν απομένει παρά η προσφυγή στα δικαστήρια για να αποφανθεί έπ' αυτού.

Επί ακυρώσεως της διασπάσεως, οι διοικήσεις των εταιριών που συνέπραξαν στη διάσπαση, δηλαδή τα μέλη Δ.Σ. αυτών, φέρουν μεγάλη ατομική ευθύνη στην περίπτωση κατά την οποία η ακύρωση προήλθε από πράξεις ή παραλείψεις τους.

II. Συγχώνευση κατά παράβαση των κανόνων του ελεύθερου ανταγωνισμού.

1. Το πρόβλημα.

Η συγχώνευση αποτελεί την τελειότερη μορφή συγκεντρώσεως, δηλαδή ενισχύσεως του μεγέθους της επιχειρήσεως μέσω επεμβάσεως στη δομή της αγοράς. Η ενίσχυση αυτή είναι δυνατόν να νοθεύσει τους όρους ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων που κινούνται στον ίδιο οικονομικό χώρο.

Τόσο στο εθνικό όσο και στο κοινοτικό σύστημα ελέγχου των συγκεντρώσεων (και ιδίως των συγχωνεύσεων και διασπάσεων) υφίστανται ορισμένες κυρώσεις, οι οποίες, συμπλεκόμενες με τη ρύθμιση που επιφυλάσσει το εταιρικό δίκαιο σε περίπτωση ανώμαλης εξελίξεως των συγχωνεύσεων και διασπάσεων, δημιουργούν ερωτηματικά και ερμηνευτικά προβλήματα.

Χωρίς να επεκταθούμε σε ζητήματα που ανήκουν συστηματικά στην ύλη του δικαίου του ανταγωνισμού, θα επιχειρήσουμε να εντοπίσουμε και να εξετάσουμε συνοπτικά ορισμένα θέματα που συνδέονται αμέσως με το καθεστώς των άρθρων 77 και 86 του Ν. 2190/1920, τόσο σε εθνικό όσο και σε κοινοτικό επίπεδο.

2. Το εθνικό δίκαιο ανταγωνισμού.

Στο πεδίο εφαρμογής του Ν. 1934/1991 και των μεταγενεστέρων τροποποιήσεων αυτού, εμπίπτουν μεταξύ άλλων όλες οι μορφές "συγχωνεύσεως επιχειρήσεων". Στην έννοια αυτή υπάγεται προεχόντως η συγχώνευση των άρθρων 68-80 Ν. 2190/1920 καθώς και η διάσπαση των άρθρων 81-89 του ίδιου νόμου, δεδομένου ότι και η τελευταία, ως προς τις επωφελούμενες εταιρίες, φέρει τα χαρακτηριστικά της συγκεντρώ-

σεως. Πιο συγκεκριμένα, ο νόμος προβλέπει ότι η συγχώνευση και η διάσπαση εταιριών πρέπει να γνωστοποιείται στην Επιτροπή Ανταγωνισμού κάθε φορά που το μερίδιο αγοράς ή ο συνολικό κύκλος εργασιών των υπό συγχώνευση ή υπό διάσπαση επιχειρήσεων υπερβαίνει τα προσδιοριζόμενα στα σχετικά άρθρα του Ν. 703/1977 (όπως αυτός ισχύει σήμερα όρια (ΠΡΟΣΟΧΗ: αλλαγή διατάξεων του νόμου αυτού με το Ν. 2837/2000, άρθρο 1). Μέχρι τη λήψη οριστικής απόφασης από την Επιτροπή, υφίσταται προσωρινή απαγόρευση ολοκλήρωσης της συγχωνεύσεως και της διασπάσεως. Στο πλαίσιο εξάλλου της σχετικής της αρμοδιότητας, η Επιτροπή Ανταγωνισμού δικαιούται μεταξύ άλλων να απαγορεύει και οριστικά την προπαρασκευαζόμενη συγχώνευση ή διάσπαση.

Εάν τώρα, παρά την απαγόρευση, γίνει η καταχώρηση στο ΜΑΕ, η Επιτροπή είναι δυνατόν να διατάξει "το διαχωρισμό των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση ή των περιουσιακών στοιχείων,... ή όποια άλλα μέτρα κρίνει πρόσφορα για την άρση του περιορισμού του ανταγωνισμού που απορρέει από την πραγματοποίηση της συγκεντρώσεως".

Το πρώτο πρόβλημα που γεννάται αφορά τη σχέση της διαδικασίας που μόλις περιγράψαμε με εκείνη των άρθρων 77 και 86 παρ. 1 Ν. 2190/1920. Θα μπορούσε, ως λόγος ανατροπής της συγχωνεύσεως ή της διασπάσεως, να επιστρατευθεί η ακυρότητα των αποφάσεων των Γ.Σ. των υπό συγχώνευση ή διάσπαση εταιριών (άρθρο 77 παρ. 1 εδ. β και 86 παρ. 1 σε συνδυασμό μετά άρθρα 35α Ν. 2190/1920 και 174 ΑΚ), οι οποίες ενέκριναν σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως ή διασπάσεως πριν την έκδοση αποφάσεως από την Επιτροπή Ανταγωνισμού ή παρά την απαγόρευση πραγματοποίησε της συγχωνεύσεως ή της διασπάσεως από αυτήν;

Η απάντηση στο ανωτέρω ερώτημα είναι αρνητική. Στόχος του νομοθέτη ήταν η υπαγωγή του ελέγχου και της -κυρώσεως των συγχωνεύσεων και των διασπάσεων, που παραβιάζουν τον ανταγωνισμό, στην αποκλειστική αρμοδιότητα της διοικήσεως. ΓΓ αυτό, μετά από την καταχώρηση απαγορευθείσας συγχωνεύσεως ή διασπάσεως στο ΜΑΕ, ο Ν. 703/1977, όπως σήμερα ισχύει, καθιερώνει:

α) αποκλειστική αρμοδιότητα της Επιτροπής να αποφασίζει είτε το "διαχωρισμό" των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση είτε άλλο πρόσφορο μέσο αποκατάστασης του ανταγωνισμού,

- β) αρμοδιότητα της Επιτροπής να επιτρέπει υπό όρους τη συγκέντρωση,
γ) δυνατότητα των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Αναπτύξεως να εγκρίνουν τη

συγκέντρωση. Από τις διατάξεις αυτές προκύπτει ότι οι αρμοδιότητες των οργάνων προστασίας του Ανταγωνισμού (Επιτροπής Ανταγωνισμού και Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Αναπτύξεως) χαρακτηρίζονται από ευρεία διακριτική ευχέρεια, η οποία από τη φύση της αποκλείει την παράλληλη αρμοδιότητα κάποιου άλλου οργάνου να εκφέρει κρίση σχετικά με το κύρος της ολοκληρωμένης συγχωνεύσεως ή διασπάσεως.

Συνοψίζοντας λοιπόν οφείλουμε να πούμε ότι η καταχώρηση στο ΜΑΕ παρά την ύπαρξη απαγορευτικής αποφάσεως της Επιτροπής Ανταγωνισμού δεν είναι δυνατόν να προβληθεί από τους ζημιουμένους ανταγωνιστές των συμβαλλομένων εταιριών ως λόγος δικαστικής ανατροπής της συγχωνεύσεως και της διασπάσεως (βάσει των άρθρων 77 και 86 παρ. 1). Τα πρόσωπα που βλάπτονται, όταν η συγχώνευση ή η διάσπαση παραβιάζουν τον ανταγωνισμό, μπορούν να προστατευθούν μόνο μετά ένδικα βοηθήματα (καταγγελία ενώπιον Επιτροπής Ανταγωνισμού και προσφυγή ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών) και ένδικα μέσα (αίτηση αναιρέσεως ενώπιον του ΣτΕ κατά των αποφάσεων του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών) που προβλέπει ο Ν. 703/1977 καθώς και ενδεχομένως, με την έγερση αγωγής αποζημιώσεως (ΑΚ 914) εναντίον των επωφελομένων εταιριών.

Υπό το καθεστώς που ίσχυε πριν τη δημοσίευση του Ν. 2296/1995, σε περίπτωση καταχώρησης συγχωνεύσεως ή διασπάσεως που είχε απαγορευθεί, ο Υπουργός (τότε) Εμπορίου μπορούσε να διατάξει μεταξύ άλλων τη "διάσπαση" της επιχειρήσεως που προέκυψε. Γεννιόταν λοιπόν εύλογα το ερώτημα σχετικά με το ακριβές νόημα του όρου "διάσπαση" καθώς και με τη σχέση του προς τα λοιπά μέτρα που απαριθμούνταν στο παλαιό άρθρο 4δ παρ. 2 Ν. 703/1977.

"Διάσπαση" στα πλαίσια του ανωτέρω νόμου σήμαινε επαναφορά της συγκεντρώσεως (συγχωνεύσεως ή διασπάσεως) στην κατάσταση που υπήρχε πριν από την πραγματοποίηση της. Ο όρος "διάσπαση", δηλαδή, είχε καταρχήν την έννοια της ανατροπής της συγχωνεύσεως και της διασπάσεως, η οποία όμως δεν πραγματοποιούνταν αυτομάτως. Η πράξη του (τότε) Υπουργού Εμπορίου με την οποία διατασσόταν η "διάσπαση" της επιχειρήσεως που προήλθε από συγχώνευση ή διάσπαση είχε το χαρακτήρα επιταγής προς τις επωφελούμενες εταιρίες να προβούν εκ νέου (υπό την απειλή διοικητικού προστίμου) σε διάσπαση ή συγχώνευση αντιστοίχως.

Η παραπάνω ερμηνεία της έννοιας "διάσπαση" μπορεί άνετα να μεταφερθεί και στο ισχύον δίκαιο, όπου αποφασιστικό όργανο είναι πλέον η Επιτροπή Ανταγωνισμού.

Σήμερα βέβαια ο νόμος δεν κάνει λόγο για "διάσπαση" αλλά για διαχωρισμό των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση. Ο όρος αυτός λοιπόν είναι ισοδύναμος με τον καταργηθέντα όρο "διάσπαση", έχει δηλαδή ακριβώς την έννοια της επιταγής προς εκούσια συμμόρφωση.

Πάντως, εκτός από το μέτρο του διαχωρισμού της επιχειρήσεως που προήλθε από τη συγχώνευση ή τη διάσπαση, η Επιτροπή δικαιούται, αν κρίνει ότι ο ανταγωνισμός αποκαθίσταται ικανοποιητικά, να διατάξει και άλλα, ηπιότερα μέτρα, όπως π.χ. την απόσχιση επιχειρηματικού κλάδου από την επωφελούμενη ή τις επωφελούμενες εταιρίες.

3. Το κοινοτικό δίκαιο ανταγωνισμού.

Για τον έλεγχο των συγχωνεύσεων και διασπάσεων "κοινοτικών διαστάσεων" αποκλειστικώς αρμόδια είναι τα κοινοτικά όργανα, δηλαδή η Επιτροπή και το Πρωτοδικείο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Αρμοδιότητα των εθνικών οργάνων υπάρχει μόνο μετά από σχετική απόφαση της Επιτροπής.

Σε περίπτωση που η συγχώνευση και διάσπαση έχουν ήδη πραγματοποιηθεί, στην αρμοδιότητα της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων ανήκει η εξουσία να ζητήσει είτε το διαχωρισμό των επιχειρήσεων ή κάθε άλλη κατάλληλη ενέργεια προκειμένου να αποκατασταθεί ο ουσιαστικός ανταγωνισμός. Επομένως και στο κοινοτικό δίκαιο εισάγεται διοικητική διαδικασία ελέγχου και επιβολής κυρώσεων κατά των συγχωνεύσεων και διασπάσεων που παραβιάζουν τον ανταγωνισμό, διαδικασία η οποία αποκλείει όχι μόνο την αντίστοιχη διοικητική αρμοδιότητα που προβλέπουν οι κανόνες του εθνικού δικαίου του ανταγωνισμού, αλλά και τη δικαιοδοτική αρμοδιότητα που προβλέπουν οι κανόνες του εθνικού εταιρικού δικαίου.

ΔΕΥΤΕΡΟ ΜΕΡΟΣ

3B.1 Συγχωνεύσεις και εξαγορές: η σύγχρονη επιχειρηματική πρακτική

I. Συνολική αξιολόγηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην πράξη.

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις αντιμετωπίζονται σήμερα ως κάτι το αναπόφευκτο, ως απαραίτητη επιλογή ή ως «αναγκαίο κακό» μπροστά στις πιέσεις της συγκυρίας, τις ευκαιρίες και τις προκλήσεις της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης και του διεθνούς ανταγωνισμού. Όλα αυτά στο πλαίσιο μιας «νέας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας», που κυριαρχείται από την επανάσταση στους τομείς της πληροφορίας και των επικοινωνιών και από την κυριαρχία της γνώσης ως απαραίτητου στοιχείου ανταγωνιστικότητας και επιβίωσης στις διεθνείς αγορές. Μέρος της βιβλιογραφίας θεωρεί τις εξαγορές και συγχωνεύσεις φυσικό και υγιές επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς, που βοηθά τη μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις, δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αξία, επιταχύνει τον εκσυγχρονισμό και αυξάνει την απόδοση των επιχειρήσεων, βελτιώνοντας τη συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο. Η αντίθετη άποψη εστιάζεται σε θέματα διαφάνειας και πληροφόρησης των κεφαλαιαγορών για τις συντελούμενες επιχειρησιακές μεταβολές, αρνητικών επιπτώσεων των εξαγορών και συγχωνεύσεων στους μετόχους των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, μείωσης του ανταγωνισμού, ολιγοπωλιακής οργάνωσης της οικονομίας, στρέβλωσης των τιμών και επιβάρυνσης του καταναλωτή. Εμμένει δε στην ανάγκη για κατάλληλες ρυθμίσεις ελέγχου και περιορισμού των καταχρήσεων από την απόκτηση μονοπωλιακής ή ολιγοπωλιακής δύναμης. Μέχρι σήμερα δεν έχει επιβεβαιωθεί από την εμπειρική έρευνα μόνο η μια ή η άλλη άποψη. Είναι όμως χαρακτηριστικό ότι οι περισσότεροι αναλυτές εστιάζουν την προσοχή τους στα τεράστια μεγέθη των μεταβιβαζόμενων κεφαλαίων και στα αντίστοιχα κέρδη για τους επενδυτές, ή/ και σε θέματα επιχειρησιακής οργάνωσης και ανταγωνισμού, ενώ μόνο δευτερευόντως ασχολούνται με τις συνέπειες για την απασχόληση, τους όρους αμοιβής και εργασίας των εργαζομένων στις μεταβιβαζόμενες - συγχωνευόμενες επιχειρήσεις. Κάτι που είναι ωστόσο απαραίτητο για να έχουμε πληρέστερη αξιολόγηση όχι μόνο της οικονομικής, αλλά και της «κοινωνικής αποτελεσματικότητας» των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

α. Οι διαστάσεις του φαινομένου των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

1. Στο διεθνή χώρο.

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών

και επιχειρησιακών εξελίξεων, στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών (διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις). Μια γενική εικόνα των πρόσφατων τάσεων στις διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις παρέχεται από τους Πίνακες 1,2 και 3 που ακολουθούν.

Η οικονομική ιστορία αναφέρει τουλάχιστον

5 σημαντικά κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ:

- την περίοδο 1895-1904
 - την περίοδο 1922-1929
 - την περίοδο 1940-1947
 - τη δημιουργία ομίλων ετερογενών επιχειρήσεων (conglomerates) της δεκαετίας του 1960 και
 - το τελευταίο κύμα εξαγορών, που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα.
- Τα κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ φαίνεται να συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων μετά από λήξη πολέμων ή διεθνείς ανακατατάξεις, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιριών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ Ε&Σ 1991-1996, ΔΙΣ. \$

ΕΤΟΣ	ΑΞΙΑ Ε&Σ
1991	86
1992	122
1993	163
1994	196
1995	229
1996	274
ΣΥΝΟΛΟ	1070

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Περιοχή/χώρα	Μερίδιο περιοχής στο Σύνολο(%)	Μερίδιο Χώρας στο Σύνολο(%)
Δυτ. Ευρώπη	47,6	
Ην. Βασίλειο		11,1
Γερμανία		7,7
Ελβετία		6,4
Ολλανδία		5,9
Γαλλία		5,4
Βέλγιο-Λουξεμβούργο		2,5
Σουηδία		1,7
Ιταλία		1,7
Νορβηγία		1,3
Ιρλανδία		1,2
Βόρεια Αμερική		1,1
Η.Π.Α	32,1	
Κάναδας		24,9
Ασία	9,6	
Κορέα		1,9
Χονγκ-κονγκ		1,5
Σιγκαπούρη		1,4
Μαλαισία		1,1
Λοιπές ανεπτυγμένες	8,2	
Ιαπωνία		4,8
Αυστραλία		2,5
Λατ.Αμερική & Καραϊβική	1,8	
Κεντρική & Ανατολική	0,4	
Ευρώπη		
Αφρική	0,1	

Πηγή: Στοιχεία ΟΗΕ και Edwards T (1999)

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Κατανομή διασυνωριακών Ε & Σ

Ανάλογα με την περιοχή προέλευσης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης 1995-1997

Περιοχή/χώρα	Μερίδιο περιοχής στο Σύνολο(%)	Μερίδιο Χώρας στο Σύνολο(%)
Δυτ. Ευρώπη	34,7	
Ην. Βασίλειο		15,4
Γαλλία		4,5
Γερμανία		3,8
Ιταλία		2,1
Ολλανδία		1,8
Βέλγιο-Λουξεμβούργο		1,7
Ισπανία		1,2
Ελβετία		1,0
Σουηδία		1,0
Βόρεια Αμερική	30,9	
Η.Π.Α		23,3
Κάναδας		3,9
Ασία	16,7	
Κίνα		4,5
Ινδονησία		1,3
Χονγκ-Κονγκ		1,2
Ινδία		1,2
Σιγκαπούρη		1,2
Λατ. Αμερική & Καραϊβική	9,1	
Βραζιλία		2,3
Αργεντινή		1,4
Μεξικό		1,4
Βενεζουέλα		1,3
Λοιπές Ανεπτυγμένες	7,0	
Αυστραλία		4,1
Κεντρική & Ανατολική Ευρώπη	3,5	
Ρωσία		1,8
Αφρική	0,8	

Πηγή: Στοιχεία ΟΗΕ και Edwards T (1999)

Εάν για τις ΗΠΑ, μετά την έκρηξη συγχωνεύσεων της τελευταίας πενταετίας, ίσως υποχωρήσει το φαινόμενο και περάσουμε στο αμέσως επόμενο βήμα, εκείνο της διάσπασης και της επιλεκτικής ανασύνταξης των επιχειρήσεων και των ομίλων, στην Ευρώπη εκτιμάται ότι υπάρχουν ακόμα πολλά περιθώρια για Ε&Σ. Ο λόγος είναι ότι, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο, που υπήρξε πρωτοπόρο στις Ε&Σ ήδη από το δεύτερο μισό του 20ού αιώνα και αργότερα στις ιδιωτικοποιήσεις, η υπόλοιπη Ευρώπη σχετικά πρόσφατα δοκιμάζει τις επιδόσεις και τις αντοχές της στον τομέα αυτό. Επομένως οι Ε&Σ αναμένεται να αυξηθούν και να μας απασχολήσουν, τουλάχιστον στον ευρωπαϊκό χώρο, για πολλά χρόνια ακόμα.

2. Στην Ελλάδα.

Στην Ελλάδα οι Ε&Σ συναντούσαν σημαντικά εμπόδια κατά το παρελθόν: μικρό αριθμό εταιριών εισηγμένων στο Χ.Α.Α., ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας και οικογενειακής οργάνωσης των επιχειρήσεων, κατακερματισμός, περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς, έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Με τη δημιουργία της Ενιαίας αγοράς το 1986, που οδήγησε σε ένα κύμα Ε&Σ στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Έτσι, μεταξύ 1987 και 1994, το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο Ε&Σ, με το ποσοστό αυτό να φτάνει το 13-24% στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Ανάλογα, αλλά μη προσδιορισίμα ποσοστά εκτιμάται ότι σημειώθηκαν και σε κλάδους των υπηρεσιών. Μάλιστα, κατά την περίοδο 1985-1993, οι περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω Ε&Σ. Στην αμέσως επόμενη περίοδο (1994-σήμερα) οι Ε&Σ ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες φαίνεται να συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επενδύσεις, λ.χ. στην κινητή τηλεφωνία, στα καζίνο, στα θυρβπτι3Γκβί5. Με την ανάπτυξη του Χ.Α.Α., την απελευθέρωση του Τραπεζικού συστήματος, την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, τη γενική βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας, τις ευκαιρίες των μεγάλων έργων, τη διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων, πολλαπλασιάστηκαν οι Ε&Σ στη χώρα μας, με αιχμή, τα τελευταία χρόνια, το ίδιο το τραπεζικό σύστημα. Το 1999 σημειώθηκε σημαντικό κύμα Ε&Σ, με επιπτώσεις σε όλους τους κλάδους. Ειδικά στον τραπεζικά τομέα, εμφανίζονται αξιοσημείωτες αλλαγές στα μερίδια αγοράς των Τραπεζών, με σημαντική άνοδο των μεριδίων των ιδιωτικών ομίλων.

Και για να μιλήσουμε με αριθμούς: Στην τριετία 1996-1999 συγχωνεύθηκαν 677 μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις. Από αυτές 364 ήταν βιομηχανικές, 279 του χώρου των υπηρεσιών και 34 κατασκευαστικές. Οι μεγαλύτερες

συγκεντρώσεις συντελέσθηκαν στο χώρο της βιομηχανίας τροφίμων, όπου συγχωνεύθηκαν 110 επιχειρήσεις, στο νέο τομέα της πληροφορικής, όπου συγχωνεύθηκαν 51 επιχειρήσεις, στο εμπόριο, όπου συγχωνεύθηκαν 75 επιχειρήσεις και στο χρηματοπιστωτικό τομέα, όπου συγχωνεύθηκαν 35 επιχειρήσεις.

Τα επόμενα χρόνια η αναδιάταξη των ελληνικών επιχειρήσεων μέσω συγχωνεύσεων αναμένεται να λάβει πρωτοφανείς διατάξεις και να καλύψει όλους τους κλάδους. Οι περισσότεροι αναλυτές στη χώρα μας συμφωνούν ότι η τάση αυτή θα συνεχιστεί τόσο σε κλάδους αιχμής για τις Ε&Σ (όπως ο τραπεζικός), όσο και στο σύνολο της οικονομίας, σε συνδυασμό με

- τη συμμετοχή της χώρας στην ΟΝΕ
- τις ανάγκες εκσυγχρονισμού και ολοκλήρωσης του παραγωγικού ιστού
- τις πιέσεις του διεθνούς ανταγωνισμού
- την επέκταση της πολιτικής αποκρατικοποιήσεων στα επόμενα χρόνια.

β. Οι αιτίες του φαινομένου των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Ως αιτίες και βασικά κίνητρα του κύματος συγχωνεύσεων τόσο σε διεθνές όσο και εθνικό επίπεδο αναφέρονται:

- Η δημιουργία και αξιοποίηση λειτουργικών συνεργιών ανάμεσα στις επιχειρήσεις, με συνέπεια την εξοικονόμηση κόστους και την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας (με το ίδιο σταθερό κόστος παράγονται περισσότερες μονάδες προϊόντος/ υπηρεσίας) ή/ και οικονομιών φάσματος (διασφάλιση μικρότερου κόστους παραγωγής με προσθήκη συναφών - συμπληρωματικών παραγωγικών διαδικασιών ή δικτύων διανομής)
- Η δημιουργία και αξιοποίηση χρηματοδοτικών συνεργιών, λόγω μεγαλύτερου μεγέθους, βελτίωσης της αξιοπιστίας του συνόλου των επιχειρήσεων, καλύτερης πρόσβασης σε κεφάλαια
- Η αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης, με στόχο την εξυγίανση και ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρίας και ενδεχόμενη προοπτική την απορρόφηση ή τη μεταπώληση της με κέρδος. Αυτό το κίνητρο είναι σύνηθες στις λεγόμενες «εχθρικές» (Hostile) εξαγορές, δηλαδή σε αυτές που γίνονται χωρίς τη συναίνεση της εξαγοραζόμενης εταιρίας.
- Η ενίσχυση της δύναμης της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην εθνική ή/ και στη διεθνή αγορά, με στόχο τον περιορισμό του ανταγωνισμού και πρόσθετα, ολιγοπωλιακά κέρδη.
- Προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών της εξαγοράζουσας

επιχείρησης, με στόχο να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές τους ή να διατηρήσουν τα προνόμια τους. Σε αντίθεση με όλες τις προηγούμενες περιπτώσεις, όπου κεντρικό κριτήριο είναι η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων και της συνολικής χρηματοοικονομικής αξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης ή του ομίλου της, το κίνητρο αυτό δεν εξυπηρετεί απαραίτητα τα συμφέροντα των μετόχων.

Σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις φαίνεται να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς για δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων, ικανών:

- να ανταπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, στο διεθνή ανταγωνισμό και στις διαρκώς εντεινόμενες διεθνείς νομισματικές αναταράξεις και πιέσεις, μέσα και έξω από το χώρο της ΟΝΕ.
- να βελτιώσουν την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο τη διατήρηση - επέκταση των μεριδίων αγοράς, την αποτελεσματική προώθηση νέων προϊόντων, την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη, τη βελτίωση των επιτελικών λειτουργιών, την κεφαλαιακή τους εξυγίανση και ενίσχυση
- να αξιοποιήσουν τις νέες τεχνολογίες συγκέντρωσης, διαχείρισης και διάχυσης της πληροφορίας, που ευνοούν και επιβάλλουν την αναδιοργάνωση, την ολοκλήρωση και τη δικτύωση στο διεθνές περιβάλλον.
- να αξιοποιήσουν τις συνέργιες που οφείλουν να αναπτύσσονται στα πλαίσια των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών, εξαλείφοντας τα μειονεκτήματα και τις γραφειοκρατικές αγκυλώσεις των επιχειρησιακών σχημάτων μεγάλου μεγέθους.

Στις περισσότερες περιπτώσεις εξαγορών ωφελούνται οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης και, υπό προϋποθέσεις, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι συνέπειες των εξαγορών και συγχωνεύσεων για το σύνολο της οικονομίας είναι πολλαπλές, σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις αντιφατικές.

3B.2 Οι επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών για τους εργαζομένους

Η υλοποίηση της συγχωνεύσεως μπορεί να πάρει διαφορετικές μορφές στην πράξη. Μπορεί να είναι άμεση ή σταδιακή, ολική ή επιλεκτική, οδηγώντας αντίστοιχα σε ολική ή μερική συνένωση μονάδων, καταστημάτων, υπηρεσιών, με μεταπώληση ή κλείσιμο άλλων κ.λπ. Η διαδικασία της λειτουργικής συγχωνεύσεως, ολικής ή μερικής, δεν συμπίπτει απαραίτητα με την τυπική-νομική διαδικασία ολοκλήρωσης της. Έτσι, οι διάφορες συνέπειες της, ιδίως αυτές που αφορούν στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, μπορεί να εμφανίζονται πριν, κατά τη διάρκεια ή και πολύ μετά την τυπική ολοκλήρωση μιας συγχωνεύσεως, κάτι που έχει ιδιαίτερη σημασία για τη ρύθμιση και την προστασία των αντίστοιχων εργασιακών δικαιωμάτων.

α. Γενική προσέγγιση.

Η διεθνής εμπειρία δείχνει ότι οι επιπτώσεις των Ε&Σ στην απασχόληση και στα εργασιακά δικαιώματα του προσωπικού είναι συνήθως σημαντικές και κατά κανόνα αρνητικές για την απασχόληση και τους όρους εργασίας πολλών ομάδων εργαζομένων, κυρίως εκείνων με ξεπερασμένη ή χαμηλή επαγγελματική ειδίκευση. Παρ' ότι, όπως είδαμε, οι Ε&Σ δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο για την ευρωπαϊκή και την ελληνική επιχειρησιακή πρακτική, φαίνεται ότι, ειδικά στις σημερινές συνθήκες κοινωνικής και οικονομικής οργάνωσης, όξυνσης του ανταγωνισμού και με το σημερινό συσχετισμό δύναμης των κοινωνικών συνομιλητών, δημιουργούν υψηλές ανάγκες παρέμβασης και προστασίας για μεγάλο αριθμό εργαζομένων και ανάλογης εμβέλειας κοινωνικές, διοικητικές, οργανωτικές και νομικές προκλήσεις. Αυτές τις προκλήσεις καλούνται σήμερα να αντιμετωπίσουν, με όλο και μεγαλύτερη δυσκολία -συχνά μάλιστα «κατόπιν εορτής», τα μέρη, τα δικαστήρια, οι ειδικοί επιστήμονες, η Πολιτεία και οι κατά τόπους εποπτικές της αρχές. Είναι γνωστό ότι οι γενικές διασφαλίσεις της απασχόλησης και των υφιστάμενων εργασιακών δικαιωμάτων, που ρητά παρέχονται από την εθνική και την κοινοτική νομοθεσία σε περίπτωση μεταβίβασης - συγχωνεύσεως επιχειρήσεων, τίθενται σε δοκιμασία. Μπορούν μάλιστα να καταστούν αναποτελεσματικές σε περίπτωση τεχνικο-οργανωτικών αλλαγών, ανασχεδιασμού δραστηριοτήτων (reengineering), ή συρρίκνωσης εργασιών μετά τη μεταβίβαση, ιδίως εάν αυτή συνοδεύεται από απορρόφηση ή συγχώνευση επιχειρήσεων με επικαλυπτόμενες δραστηριότητες ή/ και με τελείως διαφορετικά εργασιακά καθεστώτα. Από τη διεθνή εμπειρία έχει διαπιστωθεί ότι σε κάθε περίπτωση ιδιοκτησιακής μεταβολής λειτουργούν,

κατά κανόνα σε βάρος της απασχόλησης και του εργασιακού ημο, 3 βασικές επιδράσεις:

i) **Επίδραση εξαγοράς:** οδηγεί σε γενικότερες περικοπές κόστους, κυρίως εργασιακού, με ανασχεδιασμό/ εξορθολογισμό / κατάργηση επικαλυπτόμενων λειτουργιών, εξωτερίκευση άλλων, αλλά και με ευρύτερες εφαρμογές αυτοματοποίησης και κατάργησης θέσεων εργασίας, που συνήθως οδηγούν σε απολύσεις, σε περικοπές παροχών, σε επιλεκτική υποβάθμιση ή και στην κατάργηση εργασιακών κεκτημένων, με στόχο την άμεση και κατά το δυνατόν θεαματική βελτίωση της κερδοφορίας

ii) **Πολυεθνική επίδραση** (εάν ο αγοραστής είναι ξένη πολυεθνική επιχείρηση): αξιοποιεί τις υφιστάμενες διαφορές στα εθνικά συστήματα εργασιακών σχέσεων και τη δυνατότητα του «διαίρει και βασιλεύει» για την απορύθμιση των εργασιακών σχέσεων και τη μείωση του εργατικού κόστους. Πέρα από τα παραπάνω, αξιοποιούνται και οι αδυναμίες συντονισμού των συνδικάτων σε υπερεθνικό επίπεδο ή/ και υφιστάμενες αντιθέσεις μεταξύ τους ανά χώρα ή εκμετάλλευση.

iii) **Επίδραση στην επιχειρησιακή κουλτούρα:** τάση για επιβολή ενός νέου (συχνά εισαγόμενου) στυλ διοίκησης και διαμόρφωσης των εργασιακών σχέσεων, με βάση τις προδιαγραφές οργάνωσης και τη φιλοσοφία διοίκησης της αγορόστριας εταιρείας. Η τάση αυτή θέτει συχνά σε δοκιμασία κάθε έννοια ίσης μεταχείρισης: ανατρέπονται τα υπάρχοντα εργασιακά δεδομένα, τα συστήματα διοίκησης, η ιεραρχία ή/ και το ίδιο το σύστημα των υφιστάμενων εργασιακών σχέσεων, με αποτέλεσμα πολώσεις, τριβές και πολυάριθμες εστίες βλαπτικών μεταβολών για μεγάλες ομάδες εργαζομένων.

β. Βασικό ευρήματα από τη διεθνή εμπειρία.

Παλαιότερες έρευνες Εταιρειών Συμβούλων για λογαριασμό της E. E., αναφερόμενες ειδικά στις εμπειρίες του τραπεζικού τομέα , ανέδειξαν ως κρίσιμους παράγοντες που μειώνουν την κοινωνική αποτελεσματικότητα - επιτυχία των Ε&Σ:

- το φόβο των εργαζομένων για την απώλεια της θέσης εργασίας και των εργασιακών τους δικαιωμάτων
- τις (συχνά βίαιες ή αποσπασματικές) αλλαγές στη Διοίκηση του Ανθρώπινου

- Δυναμικού και στην υπάρχουσα εργασιακή πρακτική
- την ασάφεια και την ανασφάλεια του προσωπικού και των στελεχών σχετικά με τις προοπτικές του νέου επιχειρησιακού σχήματος, τη θέση τους στην ιεραρχία και την εξέλιξη των αρμοδιοτήτων τους.

Σημειώνοντας ότι η απασχόληση δεν είναι κατά κανόνα ο κύριος λόγος που προκαλεί τις συγχωνεύσεις, αλλά συνιστά μεταβλητή που επηρεάζεται σημαντικά από αυτές, οι ίδιες έρευνες εντοπίζουν σημαντικές ποσοτικές και κυρίως ποιοτικές επιπτώσεις των Ε&Σ στην απασχόληση, μεταξύ των οποίων:

- μείωση της απασχόλησης στις κατηγορίες με χαμηλότερη εξειδίκευση
- σημαντικές μεταβολές στο ρόλο και στα καθήκοντα των στελεχών, προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης πολυπλοκότητας και ευελιξίας
- σχετική αύξηση της απασχόλησης εξειδικευμένων και νεότερων στελεχών
- «απαλλαγή» της επιχείρησης από πλεονάζον δυναμικό χαμηλότερης εξειδίκευσης ή/και από ηλικιωμένα στελέχη, με διάφορα προγράμματα πρόωρης

συνταξιοδότησης ή (κατ' αρχήν) εθελουσίας εξόδου.

σοβαρά προβλήματα ενσωμάτωσης και εναρμόνισης διαφορετικών συστημάτων Διοίκησης, εργασιακών σχέσεων και οργάνωσης εργασίας, που απαιτούν σοβαρή προπαρασκευή και μπορεί να αποβούν κρίσιμα για την επιτυχία της συγχωνεύσεως, εάν ξεκινούν από διαφορετικά συστήματα διαπραγμάτευσης, συλλογικής ρύθμισης και διαμόρφωσης των όρων αμοιβής και εργασίας.

Ως προέκταση των παραπάνω, οι έρευνες του Ευρωπαϊκού Παρατηρητηρίου Εργασιακών Σχέσεων, ειδικά για το θέμα των ιδιωτικοποιήσεων στην Ευρώπη, επισημαίνουν ανάλογα προβλήματα, ειδικότερα:

- Εμφανή μείωση της προστασίας της απασχόλησης
- Διάσπαση ουσιαστικών στοιχείων των εργασιακών σχέσεων, κυρίως με τη διάκριση ανάμεσα σε προϋπάρχον προσωπικό (που διατηρεί τα βασικά του δικαιώματα ή και τη μονιμότητα, εάν είχε καθεστώς δημοσίου υπαλλήλου - περίπτωση των Ταχυδρομείων στη Δανία) και σε νέο (νεοπροσλαμβανόμενο), με πολύ πιο ευέλικτο και υποβαθμισμένο

εργασιακό καθεστώς

- Σύστημα εργασιακών σχέσεων πολλών ταχυτήτων στην ίδια επιχείρηση, με συνέπειες στη δομή και στην ενότητα της συλλογικής εκπροσώπησης, στα πεδία της συλλογικής διαπραγμάτευσης κλπ.
- Περιπτώσεις κατάτμησης των κλαδικών ρυθμίσεων με εφαρμογή διαφορετικών ΣΣΕ στον ίδιο κλάδο (Γερμανία, Ιταλία, Ισπανία, ιδίως στις τηλεπικοινωνίες). Η κατάτμηση αυτή οδήγησε σε προβληματισμούς για τη δυνατότητα δημιουργίας καταστάσεων αθέμιτου ανταγωνισμού και κοινωνικού dumping στον ίδιο κλάδο.
- Πιο «επιθετική» Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού, με μεγαλύτερη έμφαση στην απόδοση της επιχείρησης και στην πιο αποτελεσματική διαχείριση κόστους εργασίας και παραγωγικότητας. Μάλιστα, υπάρχει σαφής τάση σύγκλισης και διάδοσης κριτηρίων και συστημάτων Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού από τον ιδιωτικό στο Δημόσιο Τομέα
- Τάση για περισσότερο μονομερείς ρυθμίσεις στο εσωτερικό της επιχείρησης, βάσει του διευθυντικού δικαιώματος. Σε ορισμένες περιπτώσεις, προϋπάρχουσα συμμετοχή των εργαζομένων στο Δ.Σ. της ιδιωτικοποιημένης επιχείρησης, διατηρήθηκε είτε με νομοθετική ρύθμιση (Γαλλία), είτε με συλλογική σύμβαση μετά την ιδιωτικοποίηση (Φινλανδία, Γερμανία). Παράλληλα φαίνεται να αναπτύσσονται νέες μορφές, οικονομικής κυρίως συμμετοχής των εργαζομένων στην ιδιοκτησία (διανομή μετοχών) και στα αποτελέσματα της επιχείρησης.
- Έξαρση των συγκρούσεων, είτε άμεσα μεταξύ των μερών (Ην. Βασίλειο, Ελλάδα), είτε με την αξιοποίηση κατάλληλων πολιτικών και κοινωνικών «λόμπι» (Δανία, Ολλανδία, Νορβηγία).

γ. Εμπειρίες και προβλήματα στην Ελλάδα και την Ε.Ε.

Οι προβληματισμοί που αναπτύχθηκαν στα προηγούμενα, με βάση τα ευρήματα της ευρωπαϊκής εμπειρίας, φαίνεται να επιβεβαιώνονται και στον ελληνικό χώρο, από έρευνα που διεξήγαγε η ΟΤΟΕ μεταξύ των Συλλάγων-μελών της για τις επιπτώσεις των εξαγορών (η πλειοψηφία των οποίων είναι ιδιωτικοποιήσεις) και των συγχωνεύσεων (που ολοκληρώθηκαν ή επίκεινται) στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα. Ειδικότερα, από τα συνδικάτα που απάντησαν στην έρευνα της ΟΤΟΕ αναδείχθηκαν τα ακόλουθα σημεία προβληματισμού για τις Ε&Σ στον κλάδο τους:

Ακόμα και εάν υφίστανται εγγυήσεις για την απασχόληση γενικά, εκφράζονται ανησυχίες ως προς τους όρους, τη διάρκεια και τις προοπτικές διατήρησης των θέσεων εργασίας για τους ήδη απασχολούμενους, με κύρια

αιχμή τη φύση της εργασιακής σχέσης (ορισμένου ή αορίστου χρόνου) και την προοπτική διατήρησης της στο μέλλον.

Ανησυχίες εκφράζονται και για την αποσταθεροποίηση - υποβάθμιση των υφιστάμενων ασφαλιστικών δικαιωμάτων και προσδοκιών, με τη δημιουργία ιδιαίτερα ετερογενών καταστάσεων στην ίδια επιχείρηση, ανάλογα με την αρχική προέλευση των εργαζομένων.

Η επιλεκτική εξοικονόμηση ή δραστική περικοπή κόστους εργασίας, που συνοδεύει συνήθως μια «ακριβή» εξαγορά, με στόχο να υπάρξουν άμεσα αποτελέσματα για τους επενδυτές - μετόχους, συμβαδίζει με αλλαγές στον τρόπο αμοιβής (αμοιβή-πακέτο) και με δημιουργία αδιαφάνειας στη σχέση ελάχιστων νομίμων και καταβαλλόμενων αποδοχών. Παρουσιάζεται αδυναμία σύγκρισης μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών εργαζομένων/ θέσεων εργασίας, και αύξηση της σημασίας των πρόσθετων αμοιβών (ρομπυδ κλπ), χωρίς σαφή κριτήρια αξιολόγησης και διανομής.

Είναι συχνές οι απόπειρες μονομερούς επιβολής νέων συστημάτων αξιολόγησης απόδοσης, προαγωγών, επιλογής, ανάδειξης και τοποθέτησης στελεχών, αλλά και νέων Κανονισμών Εργασίας, που συχνά ανατρέπουν σημαντικό μέρος των δεσμεύσεων του προηγούμενου εργοδότη στο προσωπικό του ή αρνούνται ευθέως το δικαίωμα της συλλογικής εκπροσώπησης στη διαβούλευση και τη διαπραγμάτευση των νέων εργασιακών δεδομένων, ακόμα και αυτό το δικαίωμα της πληροφόρησης.

Έντονη είναι και η απαίτηση για πλήρη χρονική, γεωγραφική, επαγγελματική κινητικότητα - διαθεσιμότητα των εργαζομένων, προκειμένου «να έχουν θέση και προοπτική» στην ενιαία επιχείρηση. Κατάσταση που οδηγεί σε συστηματικές παραβιάσεις συλλογικών ρυθμίσεων και συμφωνημένων, ακόμα και σε κλαδικό επίπεδο (ωράριο, άδειες, υπερωρίες κ.λπ.).

Παράλληλα γίνονται προσπάθειες άμεσης, αν όχι βίαιης, αλλαγής της υπάρχουσας επιχειρησιακής ιεραρχίας, κουλτούρας και πρακτικής. Το πρόβλημα είναι έντονο στις συγχωνεύσεις ιδιωτικών Τραπεζών με Τράπεζες που ανήκαν στον ευρύτερο δημόσιο τομέα και είχαν εξαιρετικά δομημένο (και σε μεγάλο βαθμό διαμορφωμένο διμερώς), εργασιακό και διοικητικό καθεστώς.

Δημιουργείται και συχνά διατηρείται ηθελημένα προσωπικό «πολλών ταχυτήτων» στο εσωτερικό της ενιαίας επιχείρησης. Η κατάσταση αυτή παίρνει ορισμένες φορές διαστάσεις «επιχειρησιακού ρατσισμού», συνήθως σε βάρος

του προσωπικού της εξαγορασθείσας επιχείρησης.

Σημειώνονται σοβαρά προβλήματα στην ενότητα της συλλογικής έκφρασης, στην αρμοδιότητα, στην αντιπροσωπευτικότητα, γενικότερα στην αναγνώριση των υφιστάμενων συνδικαλιστικών φορέων από το νέο εργοδότη. Απόπειρες επιλεκτικού

χειρισμού της συλλογικής εκπροσώπησης από αυτόν, δεν είναι καθόλου άγνωστες στο χώρο.

Γίνονται απόπειρες παράκαμψης ή και αμφισβήτησης των συλλογικών διαπραγματεύσεων, σε κλαδικό ή και σε επιχειρησιακό επίπεδο, με ανάλογη προσπάθεια διεύρυνσης του διευθυντικού δικαιώματος του εργοδότη και αναγόρευσης του σε απόλυτη και αποκλειστική ρυθμιστική αρχή για τα εργασιακά θέματα της επιχείρησης.

Παράλληλα, πολλαπλασιάζονται οι παραβιάσεις κλαδικών - επιχειρησιακών ρυθμίσεων, κυρίως στα θέματα διαβούλευσης, αδειών και ωραρίου, κατάσταση που δημιουργεί αυξημένες ανάγκες παρέμβασης από τα αρμόδια όργανα εποπτείας (Επιθεωρήσεις Εργασίας) και μάλιστα εκτός του ωραρίου κανονικής λειτουργίας αυτών των οργάνων.

Ας σημειωθεί ότι ανάλογα προβλήματα αναδείχθηκαν και από συνολικότερη έρευνα που διεξήγαγε σε πανευρωπαϊκό επίπεδο η Unif/Euroga (πρώην Euroflet) για τα συνδικάτα - μέλη της στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα. Μάλιστα τα συνδικάτα αυτά φαίνεται να εστιάζουν τη στρατηγική τους για τις Ε&Σ :

- σε ζητήματα έγκαιρης πρόβλεψης των Ε&Σ και κατάλληλης προπαρασκευής των συνδικάτων για ενιαία και αποτελεσματική παρέμβαση, μέσα από διαβουλεύσεις με τις επιχειρήσεις ή/ και την Πολιτεία,
- στις συμμαχίες με τους λοιπούς ενδιαφερόμενους (καταναλωτές-τοπική κοινωνία, συνταξιούχοι, λοιποί φορείς)
- στην έγκαιρη και πλήρη πληροφόρηση και διαβούλευση με όλα τα εμπλεκόμενα συνδικάτα πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την υλοποίηση των Ε&Σ
- στη διαμόρφωση κωδίκων δεοντολογίας Ε&Σ για τις επιχειρήσεις και για τα ίδια τα συνδικάτα,
- στη διασφάλιση δικαιώματος διαπραγμάτευσης με την επιχείρηση όλων των εμπλεκόμενων συνδικάτων, όταν πρόκειται για αλλαγή θεμελιωδών εργασιακών κανόνων, όπως ο Κανονισμός Εργασίας,
- στη διασφάλιση ρήτρας μη χειροτέρευσης στα υπάρχοντα δικαιώματα του προσωπικού,

- στην παρακολούθηση της ευρωπαϊκής και εθνικής νομολογίας και στην αξιοποίηση κατάλληλου δικτύου νομικών και ειδικών επιστημόνων στις ευρωπαϊκές χώρες, για την ανταλλαγή εμπειριών και την κατάλληλη παρέμβαση στις εξελίξεις,
- στη διαμόρφωση και τον έλεγχο κατάλληλων προγραμμάτων πρόωρης συνταξιοδότησης και μεθόδων κοινά αποδεκτής διαχείρισης των όποιων πλεονασμάτων προσωπικού.

δ. Προεκτάσεις και ανοικτά ζητήματα.

Από όσα εξετάσαμε στα προηγούμενα, προκύπτει πληθώρα προβλημάτων και ερωτημάτων που απαιτούν άμεσες και λειτουργικές απαντήσεις, κατά κανόνα μέσα από διεπιστημονική προσέγγιση και συστηματική αξιολόγηση των πραγματικών εξελίξεων στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, σε κάθε περίπτωση Ε&Σ. Με δεδομένο ότι οι Ε&Σ δεν είναι νέο φαινόμενο για τις περισσότερες οικονομίες, είναι πολύ πιθανόν τα προβλήματα και οι προκλήσεις που αναφέραμε μέχρι τώρα να μην οφείλονται αποκλειστικά σε αυτές. Είναι πολύ πιθανόν τα όσα επισημαίνονται ως απόρροια των Ε&Σ να αντανακλούν:

- μια γενικότερη τάση αναμόρφωσης ή απορύθμισης των εργασιακών σχέσεων,
- ουσιαστικές μεταβολές στην εμβέλεια και στο συσχετισμό δύναμης των κοινωνικών συνομιλητών, αλλά και
- ευρύτερες αλλαγές στα κυρίαρχα πρότυπα οικονομικής και κοινωνικής οργάνωσης.

Όλα αυτό επιταχύνονται, διευκολύνονται και ίσως νομιμοποιούνται μέσω των Ε&Σ. Σε κάθε περίπτωση, οι εξελίξεις που σκιαγραφήσαμε στα προηγούμενα επηρεάζουν σημαντικά τους όρους διαμόρφωσης των εργασιακών σχέσεων σήμερα και στο μέλλον. Πέραν αυτού, είδαμε ότι η εκπλήρωση ορισμένων ελάχιστων κριτηρίων κοινωνικής βιωσιμότητας - αποτελεσματικότητας των Ε&Σ αποτελεί βασική προϋπόθεση για την επιτυχία και την προοπτική τους. Για τους παραπάνω λόγους εκτιμάμε ότι πρέπει να αναπτυχθεί ακόμα περισσότερο η διεπιστημονική έρευνα και εμβάθυνση στα θέματα αυτά. Πρέπει ακόμα να αναπτυχθεί ο κατάλληλος διάλογος ανάμεσα στα συνδικάτα, τους εργοδότες, τους ειδικούς και την Πολιτεία, προκειμένου να αναζητηθούν κατάλληλες συλλογικές ρυθμίσεις, θεσμικές πρωτοβουλίες και πρακτικές, έτσι ώστε η όποια Ε&Σ να μη γίνεται πηγή αλληπάλληλων βλαπτικών συνεπειών για τους εργαζόμενους.

Ειδικότερα:

- να μην εισάγει διακρίσεις στις προαγωγές, στα οικονομικά κίνητρα, στην ανάδειξη και την αξιοποίηση στελεχών, ανάλογα με την επιχείρηση προέλευσης

- να διασφαλίζει, μέσα από τον απαιτούμενο διάλογο, την ομαλή σύγκλιση δικαιωμάτων και ρυθμίσεων για την επίτευξη διαφάνειας και ίσης μεταχείρισης για όλο το Ανθρώπινο Δυναμικό που απασχολεί η ενιαία επιχείρηση. Δηλαδή την κατάλληλη ένταξη και συνύπαρξη διαφορετικών εργασιακών συνόλων και δικαιωμάτων, σ' ένα κατά το δυνατόν ενιαίο και λειτουργικό εργασιακό, μισθολογικό και διοικητικό σχήμα. Σε περιπτώσεις εξαγοράς - απορρόφησης - συγχωνεύσεως, να τίθεται υπ' όψιν των ενδιαφερόμενων μερών όχι μόνον επιχειρησιακό, αλλά και «κοινωνικό σχέδιο» του αγοραστή.

Ειδικότερα, ο αγοραστής πρέπει:

- να δηλώνει τις προθέσεις του για την απασχόληση, τον τρόπο απορρόφησης τυχόν πλεονάζοντος προσωπικού, τις ευκαιρίες καριέρας στην ενιαία επιχείρηση,
- να προδιαγράφει τις μεθόδους με τις οποίες θα ενοποιήσει τα διαφορετικά εργασιακά-ασφαλιστικά καθεστώτα σε ένα ενιαίο και γενικά αποδεκτό σύνολο,
- να διασφαλίζει τη συμμετοχή όλων των ενδιαφερόμενων μερών στη διαμόρφωση του νέου Κανονισμού Εργασίας, καθώς και των νέων αρχών και συστημάτων διοίκησης προσωπικού της ενιαίας επιχείρησης

Σε κάθε περίπτωση πρέπει να δημιουργηθούν ή να ενισχυθούν, όπου ήδη υπάρχουν, οι κλαδικοί θεσμοί συλλογικής ρύθμισης, κοινωνικού διαλόγου, προστασίας της απασχόλησης και παροχής ασφαλιστικής κάλυψης σε ενιαία βάση.

Είναι σαφές ότι η πρωτοβουλία και η ευθύνη τέτοιων παρεμβάσεων δεν ανήκει μόνο στα συνδικάτα.

Το υφιστάμενο σύστημα εργασιακών σχέσεων, διοικητικών τεχνικών, δικαστικών και εποπτικών θεσμών, αλλά και το ίδιο το Εργατικό Δίκαιο, βρίσκονται σήμερα αντιμέτωπα με νέες έννοιες (ή με παλαιότερες, που

εντάσσονται όμως και λειτουργούν σε μια νέα πραγματικότητα), με σύνθετα προβλήματα και προκλήσεις. Αυτά απαιτούν από τη θεωρία και την καθημερινή πρακτική όλων μας νέους προβληματισμούς, σαφέστερες και πιο αποτελεσματικές λύσεις. Η ανταλλαγή απόψεων και εμπειριών μπορεί και έχει πολλά να προσφέρει σ' αυτή την υπόθεση, στο μέτρο που επιθυμούμε οι κοινωνικές επιστήμες, το εργατικό δίκαιο και οι εργασιακοί θεσμοί να συνεχίσουν να προάγουν τόσο την οικονομική ανάπτυξη και ευημερία, όσο και την καλώς εννοούμενη προστασία, τη στοιχειώδη εξασφάλιση και κοινωνική μέριμνα για τους εργαζόμενους συμπολίτες μας.

3B.3 Η παρέμβαση του εργατικού δικαίου για την προστασία των εργαζομένων σε περίπτωση συγχωνεύσεως.

Η τύχη των σχέσεων εργασίας και πιο συγκεκριμένα η ανάγκη προστασίας τόσο των θέσεων όσο και των όρων εργασίας από κινδύνους που εμφανίζονται

κυρίως στις περιπτώσεις μεταβιβάσεων επιχειρήσεων στο πλαίσιο αναδιαρθρώσεων, αναγκαίων για την αντιμετώπιση οικονομικών κρίσεων και ενισχύσεως της ανταγωνιστικότητας, έχει απασχολήσει τόσο τον εθνικό όσο και τον κοινοτικό νομοθέτη.

Ο Έλληνας εργασιακός νομοθέτης, ήδη πριν 80 περίπου χρόνια, ενέταξε στο σκληρά πυρήνα του δικαίου προστασίας της καταγγελίας συμβάσεων εργασίας αορίστου χρόνου σχετική ρύθμιση, σύμφωνα με τη οποία «η μεταβολή του προσώπου του εργοδότη, οπωσδήποτε επερχόμενη, ουδαμώς επηρεάζει την εφαρμογή των υπέρ του υπαλλήλου διατάξεων του παρόντος νόμου» (άρθρο 6 παρ 1 Ν. 2112/1920, πρβλ. άρθρο 9 παρ. 1 β.δ. 16/18.07.1920).

Αποτελεί δε μία από τις ευτυχέστερες παρεμβάσεις της ελληνικής νομολογίας στη διαμόρφωση του σύγχρονου εργατικού δικαίου η επαγωγική συναγωγή από την παραπάνω ειδική ρύθμιση, μίας γενικότερης βασικής αρχής, προστατευτικής υψίστων εννόμων αγαθών του εργαζομένου, όπως είναι η θέ-ση και οι όροι εργασίας, που αποτελούν κρίσιμες συνιστώσες του κοινωνικού δικαιώματος εργασίας. Σύμφωνα με τη γενικότερη σημασία αυτή αρχή, η μεταβολή του προσώπου του εργοδότη, ανεξάρτητα από τον τρόπο ή το λόγο της πραγματώ-σεώς της, δεν θίγει τα απορρέοντα από τη σύμβαση εργασίας με τον παλαιό εργοδότη δικαιώματα του εργαζομένου. Η αρχική σύμβαση εργασίας συνεχίζεται χωρίς διακοπή με τους ίδιους όρους, χωρίς να απαιτείται συναίνεση του εργαζομένου, εκτός αν οι

συμβαλλόμενοι είχαν αποβλέψει στο πρόσωπο του εργοδότη. Πρόκειται για αυτοδίκαιη υπεσέλευση του νέου εργοδότη στην έννομη θέση του παλαιού αναφορικό με τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις από την προϋφιστάμενη εργασιακή σχέση. Τούτο σημαίνει ότι ο εργαζόμενος, πέρα από τη διασφάλιση της θέσεως εργασίας έναντι του νέου εργοδότη, διατηρεί αμετάβλητο και το περιεχόμενο της σχέσεως εργασίας, όπως τούτο διαμορφώθηκε στο πλαίσιο του αρχικού εργασιακού καθεστώτος. Πιο συγκεκριμένα, διατηρούνται όλοι οι όροι εργασίας, ανεξάρτητα από την πηγή προελεύσεως και διαπλάσεώς τους. Η προστασία αυτή αφορά μεταξύ άλλων και κυρίως τα δικαιώματα που συνδέονται με την αρχαιότητα, όπως είναι π.χ. η άδεια αναψυχής, η μισθολογική εξέλιξη και τα επιδόματα πολυετιών ή εορτών.

Η προστασία των εργασιακών σχέσεων στο πλαίσιο του θεσμού της μεταβολής του προσώπου του εργοδότη επαναβεβαιώθηκε με το Π.Δ. 572/1988, με το οποίο η ελληνική νομοθεσία εναρμονίσθηκε με την υπ' αριθμ. 77/187/ 14.02.1977 οδηγία του Συμβουλίου της (τότε) Ευρωπαϊκής Κοινότητας "περί προσεγγίσεως των νομοθεσιών των κρατών μελών σχετικών με τη διατήρηση των δικαιωμάτων των εργαζομένων σε περίπτωση μεταβιβάσεων επιχειρήσεων, εγκαταστάσεων ή τμημάτων εγκαταστάσεων". Σημειώνουμε εδώ ότι η ως άνω Οδηγία τροποποιήθηκε πολύ πρόσφατα από την υπ' αριθμ. 98/50/EK Οδηγία του Συμβουλίου της 29.01.1998.

Με τη ρύθμιση του Π.Δ. 572/1988, που είναι εξοπλισμένη με την τυπική ισχύ της κοινοτικής νομοθεσίας, αποσαφηνίστηκε και κωδικοποιήθηκε η προστασία των εργαζομένων στις περιπτώσεις μεταβιβάσεως επιχειρήσεων, εκμεταλλεύσεων ή τμημάτων αυτών, καθώς ρητά πια ορίζεται ότι ο νέος εργοδότης τηρεί τους όρους εργασίας που προβλέπονται από συλλογική σύμβαση εργασίας, απόφαση διατησίας, κανονισμό ή ατομική σύμβαση εργασίας (άρθρο 3 παρ. 2). Με τη ρύθμιση αυτή επιτυγχάνεται η αυτοδίκαιη μεταβίβαση του όλου πλέγματος των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, ενοχικών και διαπλαστικών, από τον αρχικό εργοδότη στο διάδοχα του, ανεξάρτητα αν συντρέχουν στο πρόσωπο του νέου εργοδότη οι γενικές νομικές προϋποθέσεις για τη δέσμευση του. Τούτο σημαίνει ότι ο νέος εργοδότης δεσμεύεται έναντι των εργαζομένων ως προς αξιώσεις ή δικαιώματα που απέκτησαν στο προγενέστερο εργασιακό καθεστώς στο πλαίσιο κανονισμών εργασίας, συλλογικών συμβάσεων εργασίας ή διαιτητικών αποφάσεων, χωρίς να απαιτείται η συνδρομή κατά την ισχύουσα νομοθεσία των προϋποθέσεων για τη δέσμευση του.

Άξια εξάρσεως σημεία του Π.Δ. 572/1988 είναι:

α) η απαγόρευση της απολύσεως των εργαζομένων λόγω της μεταβιβάσεως (άρθρο 4 παρ. 1). Ο νομοθέτης ορίζει ότι η μεταβίβαση μίας επιχειρήσεως, εγκαταστάσεως ή τμήματος εκμεταλλεύσεως δεν συνιστά, από μόνη της, λόγο απολύσεως εργαζομένου.

β) η αναγνώριση δικαιωμάτων πληροφόρησης και διαβουλεύσεως στους εκπροσώπους των εργαζομένων απέναντι τόσο στον αρχικό όσο και στον μεταγενέστερο εργοδότη σχετικά με τους λόγους και τις συνεπείς της μεταβολής και τα μέτρα που πρόκειται να ληφθούν (άρθρο 6). Ιδιαίτερη σημασία έχει στο πλαίσιο αυτό η δυνατότητα συνάψεως σχετικής συμφωνίας για τα θέματα αλλαγής των όρων εργασίας.

Ο θεσμός της μεταβολής του προσώπου του εργοδότη κατέχει επίλεκτη θέση σε ένα σύγχρονο σύστημα οργανώσεως και προστασίας των σχέσεων εργασίας σε εθνικό και υπερεθνικό επίπεδο. Ο θεσμός αυτός υπερέχει έναντι μεταγενεστέρων διατάξεων που ενδεχομένως θα παρέχουν σε συγκεκριμένη κατηγορία μισθωτών ή στο προσωπικό συγκεκριμένης επιχειρήσεως μειωμένη προστασία. Αυτό οφείλεται:

α) στη στενή σχέση των προστατευομένων από το θεσμό της μεταβολής του προσώπου του εργοδότη εννόμων αγαθών (θέση και όροι εργασίας) με το συνταγματικά διασφαλισμένο δικαίωμα της εργασίας (άρθρο 22 παρ. 1 Σ),

β) στο βασικό εξοπλισμό του θεσμού της μεταβολής του προσώπου του εργοδότη με την αυξημένη τυπική ισχύ της θεμελιώδους κοινοτικής εργατικής νομοθεσίας.

Επομένως ο νομοθέτης δεν μπορεί ούτε θετικά ούτε αρνητικά να περιορίσει ή να ανατρέψει για τους εργαζομένους ορισμένης κατηγορίας ή επιχειρήσεως την παρεχόμενη στις εργασιακές σχέσεις από το θεσμό της μεταβολής του προσώπου του εργοδότη προστασία. Μια τέτοια νομοθετική εκτροπή θα μπορούσε να αναγνωρισθεί μόνον όλως εξαιρετικώς στο πλαίσιο υπαρκτού και αιτιολογημένου λόγου γενικότερου κοινωνικού συμφέροντος. Ωστόσο προκύπτει, ότι η ανάγκη αναδιάρθρωσεως μίας επιχειρήσεως μέσω συγχωνεύσεως ή διασπάσεως της, δεν αποτελεί ΡΘΓ 5β λόγο γενικότερου κοινωνικού συμφέροντος νομιμοποιητικού της ανατροπής ενός βασικού θεσμού. Τούτο σημαίνει ότι ο νομοθέτης δεν μπορεί αυθαίρετα, δηλαδή χωρίς αποχρώντα λόγο γενικότερου κοινωνικού συμφέροντος, να ανατρέψει ή και να περιορίζει ουσιαδώς την προστασία του κοινωνικού δικαιώματος της εργασίας που διασφαλίζει ο θεσμός της διαδοχής εργοδοτών. Μία τέτοια τυχόν ανατροπή θα έπρεπε να κριθεί ως αντισυνταγματική.

Θεωρείται λοιπόν αναγκαίο, ο κανόνας της αυτοδίκαιης μεταβιβάσεως των εργασιακών σχέσεων να εφαρμόζεται ανεξαιρέτως σε κάθε περίπτωση

συγχωνεύσεως. Πρέπει να καταστεί σαφές ότι ο εργαζόμενος συνδέεται με την εκμετάλλευση στην οποία εντάσσεται και παρέχει την εργασία του, και όχι με το πρόσωπο του φορέα αυτής. Οι μεταβολές στο πρόσωπο του εργοδότη πρέπει να τον αφήνουν αδιάφορο. Η σχέση εργασίας έχει χάσει ένα μεγάλο μέρος από το προσωπικό της στοιχείο, έχει αντικειμενικοποιηθεί, έχει καταστεί αναπόσπαστο στοιχείο της εκμεταλλεύσεως και ακολουθεί την τύχη αυτής.

4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αυτή η μελέτη ασχολήθηκε με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων. Η έντονη δραστηριότητα στον τομέα των Ε & Σ σε όλους σχεδόν τους παραγωγικούς κλάδους αποτελεί ένα από τα εντυπωσιακότερα χαρακτηριστικά της παγκόσμιας οικονομίας την τελευταία δεκαετία του εικοστού αιώνα. Η ανάγκη για επίτευξη οικονομιών κλίμακας, επιχειρηματικής ανάπτυξης, αυξημένης γεωγραφικής παρουσίας και εξαγοράς σύγχρονης τεχνολογικής υποδομής συνεχίζει να κατευθύνει τις επιχειρήσεις στην εξερεύνηση των κατάλληλων "εταιρικών στόχων" για εξαγορά και συγχώνευση.

Από τα εμπειρικά πορίσματα και την ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας προκύπτει πως τα πραγματοποιηθέντα κέρδη από τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις ενισχύουν την άποψη πως οι εξαγορές επιχειρήσεων αποτελούν δραστηριότητες που οδηγούν σε αύξηση της επιχειρηματικής αξίας. Οι εξαγορές αυξάνουν την αξία των επιχειρήσεων. Οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις καρπούνται το μεγαλύτερο μέρος από τα οφέλη. Οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις είτε καρπούνται μικρά οφέλη είτε ακόμη πραγματοποιούν και ζημιές. Από την άλλη πλευρά, τα στοιχεία που φανερώνουν ζημιές για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις έχουν προ πολλού προβληματίσει τους ερευνητές γιατί δεν είναι συμβατά με το κριτήριο της υποτιθέμενης μεγιστοποίησης του επιχειρηματικού πλούτου.

Οι εξαγορές κατά κανόνα δημιουργούν συνέργιες που μετατρέπονται σε επιπλέον οικονομικές αξίες. Κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες οι επιπλέον οικονομικές αξίες διαμοιράζονται στους μετόχους και των δυο μερών, εξαγοραζουσών και εξαγορασμένων, δημιουργώντας κέρδη, μικρά κατά μέσο όρο, και στα δυο μέρη. Άλλοτε, όμως, οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων υφίστανται ζημιές, που αποδίδονται σε λανθασμένες εκτιμήσεις των σχετικών ωφελειών/δαπανών. Ο κίνδυνος υπερεκτίμησης των συνεργιών ή υποεκτίμησης των σχετικών δαπανών είναι αρκετά μεγάλος σε εξαγορές ανομοιογενών επιχειρήσεων/ κλάδων και σε περιπτώσεις αξιολόγησης εξαγορών στρατηγικής σημασίας. Επιπλέον η μεγαλύτερη γεωγραφική διαφοροποίηση εμφανίζεται να οδηγεί στη βελτιωμένη απόδοση, συμπεριλαμβανομένης της δυνατότητας για τη μεγαλύτερη ασφάλεια και εύρυθμη λειτουργία.

Μερικές συγχωνεύσεις οδηγούν στη βελτιωμένη αποδοτικότητα, ενώ άλλες όχι. Επίσης σε αρκετές περιπτώσεις εξαγορών τίθενται υπο αμφισβήτηση τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών, ιδιαίτερα όταν η αμοιβή τους δεν περιλαμβάνει κίνητρα μεγιστοποίησης της εταιρικής οικονομικής αξίας. Πέρα από τις επιπτώσεις των εξαγορών επί των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, η θεωρία αναγνωρίζει και μερικές παρενέργειες στο γενικότερο οικονομικό σύστημα, όπως η μείωση του ανταγωνισμού και η αύξηση του κινδύνου του επιχειρηματικού συστήματος. Τα εμπειρικά ευρήματα φανερώνουν πως οι παρενέργειες δεν είναι σημαντικές.

Γενικά οι εξαγορές έχουν αποτελέσει για πολλές χώρες τον μοχλό προσαρμογής τους στις νέες ανταγωνιστικές συνθήκες της διεθνούς οικονομίας και έχουν λειτουργήσει ως εργαλεία ανάπτυξης και διατήρησης ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων πολλών επιχειρήσεων και κλάδων.

Οι οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις στην Ευρώπη δημιουργούν τις προϋποθέσεις για έντονο κύμα Ε & Σ σε αρκετούς κλάδους. Η Ελλάδα δεν έχει άλλη επιλογή παρά να ακολουθήσει τις διεθνείς τάσεις και να αδράξει τις ευκαιρίες της εποχής. Το ευνοϊκό αυτό περιβάλλον πρέπει να ενισχυθεί με το απαραίτητο θεσμικό πλαίσιο. Η θέσπιση ενός σύγχρονου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης και η θέσπιση κανόνων προστασίας των δικαιωμάτων των

μετόχων των υπό εξαγορά επιχειρήσεων αποτελούν τις βασικές προϋποθέσεις δημιουργίας μιας ενεργής και ανταγωνιστικής αγοράς εξαγορών.

5. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΩΓΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (ΣΤΟΧΟΣ)	ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ
ΕΦΓ EUROBANK	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΡΗΤΗΣ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΕΦΓ EUROBANK SA	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΕΘΝΙΚΗ ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ALFA BANK	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
SINGULAR ΑΕ	ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΕ	HARDWARE, SOFTWARE
SINGULAR ΑΕ	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΑΒΕΕ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ
ΕΤΑΝΕ ΑΕ	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ ΑΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
INTRACOM ΑΕ	ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔ	ΑΓΟΡΑ ΜΕΛΕΤΩΝ
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕ	ΓΛΥΚΑ, ΦΑΡΙΑ ΙΧΘΥΟΤΡΟΦ.
ΑΕΓΕΚ ΑΕ	ΕΚΤΕΡ ΑΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΑΤΤΙΚΑΤ ΑΕ	ΣΙΓΑΛΑΣ ΑΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΑΕ	ΜΥΛΟΙ ΑΓ. ΓΕΩΡΓΙΟΥ	ΑΛΕΥΡΑ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
INFOQUEST ΑΕ	ERGODATA ΑΕ	COMPUTERS
TELESIS ΑΧΕ	ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΑΕ	SPORTSMAN ΑΕ	ΡΟΥΧΑ, ΥΠΟΔΗΜΑΤΑ
CONSOL EUROFINANCE HOLDINGS	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΑΕΓΕΚ, ΤΕΡΝΑ, ΓΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ, ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
TELESIS ΑΧΕ	ΔΙΑΣ ΕΕΧ	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ ΑΕ	ΔΟΥΔΟΣ ΑΕ	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ ΑΕ	ΓΡ. ΣΤΡΙΝΤΖΗ ΑΕ	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΕ	ΑΚΤΩΡ ΑΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
INTRACOM ΑΕ	ΕΛ. ΤΕΧΝ. ΑΚΤΩΡ	ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΑ ΕΡΓΑ
BLUE CIRCLE INDUSTRIES SA	ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛ. ΑΕ	ΤΣΙΜΕΝΤΑ
ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΕ	ΒΑΛΚ. ΕΧΠΟΡΤ	ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑ ΞΥΛΟΥ
ALFA BANK	ALPHA FINANCE	ΧΡΗΜΑΤ/ΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
ΡΑΝΑΦΟΝ ΑΕ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ	UNION ΑΕ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ & ΤΗΛΕΠ/ΝΙΕΣ
ALTEC ΑΕΒΕ	SYSWARE ΑΕ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ
ALTEC ΑΕΒΕ	UNISOFT ΑΕ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ
Α.Γ.Ε.Τ. ΑΕ	ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΧΑΛΚΙΔΑΣ ΑΕ	ΤΣΙΜΕΝΤΑ
ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ	ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΑ ΑΕ,	ΧΟΝΔΡΙΚΟ/ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ	ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ ΑΕ,	ΧΟΝΔΡΙΚΟ/ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ	ΕΝΔΥΣΗ ΑΕ,	ΧΟΝΔΡΙΚΟ/ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ	ΑΦΟΙ ΛΑΜΠΡΟΠΟΥΛΟΙ ΑΕ	ΧΟΝΔΡΙΚΟ/ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΑ	ΥΓΕΙΑ
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε	ΠΑΛΛΙΟΥ ΦΑΛΗΡΟΥ ΑΕ	ΥΓΕΙΑ
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΔΟΥΔΟΣ ΑΕ	Γ. ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΕ	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 2
ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΠΟΥ
ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Αγοραζόμενη Επιχείρηση	Χώρα	Αγοράζουσα Επιχείρηση	Χώρα
Oberoesterreichische Landes-Hy	Austria	Raiffeisenlandesbank	Austria
Creditanstalt-Bankverein AG	Austria	Bank Austria AG	Austria
GiroCredif Bank AG	Austria	Erste Oestreichische	Austria
Creditanstalt-Bankverein AG	Austria	Bank Austria AG	Austria
Landeshypothekenbank Steiermar	Austria	Raiffeisen Landesbank Steirnar	Austria
Salzburger Landeshypothekenban	Austria	Oberoesterreichische Hypo-	Australia
Bank Austria AG	Austria	HypoVereinsbank AG	Germany
Oberoesterreichische Postsparkasse	Austria	BAWAG	Austria
Banque Bruxelles Lambert SA	Belgium	ING Groep NV	Netherlands
CGER-Banque (ALSK-CGER	Belgium	Fortis International NV	Netherlands
Banque)			
ASLK-CGER Banque	Belgium	Fortis International NV	Netherlands
ABB Verzekeringen NV	Belgium	Almanij NV	Belgium
CERA	Belgium	Almanij NV	Belgium
Almanij-Banking and Insurance	Belgium	Kredietbank NV	Belgium
Generale de Banque SA	Belgium	Fortis AG	Belgium
Credit Lyonnais Belgium	Belgium	Deutsche Bank AG	Germany
ASLK-CGER Banque	Belgium	Fortis International NV	Netherlands
An-Hyp NV	Belgium	Royale Belge SA	Belgium
Groupe Bruxelles Lambert SA	Belgium	Electrafina SA	Belgium
Artesia Banking Corp NV/SA	Belgium	Dexia Belgium	Belgium
BG Bank	Denmark	Realkredit Danmark	Denmark
Codan Bank A/S (Codan/Royal)	Denmark	Skandinaviska Enskilda Banken	Sweden
Unidanmark A/s	Denmark	MeritaNordbanken	Finland
		(Nordbanken)	
RealDanmark A/S	Denmark	Danske Bank AS	Denmark
Midtbank A/S	Denmark	Svenska Handelsbanken AB	Sweden
Merita Oy	Finland	Nordbanken Holding AB	Sweden
Leonis Bank PLC	Finland	Vakuutusosakeyhtio Sampo	Finland
Merita Oy	Finland	Solidium (Sponda/Suomen)	Finland
Parifinance SA	France	Parifinance SA	France
Banque Indosuez (Cia de Suez)	Finland	Credit Agricole	France
Banque Indosuez (CNCA/France)	Finland	Credit Agricole	France
Credit Foncier de France	Finland	CDC	France
Cie de Suez SA	Finland	Electrafina SA	Belgium
Credit du Nord	Finland	Societe Generale SA	France
UFB Locabail (Cia Bancaire SA)	Finland	Cie Bancaire SA	France
Dresdner Bank AG	Germany	Allianz AG	Germany

ΑΠΟΦΑΣΗ ΑΡΙΘ. 19

Υποχρεώσεις εισηγμένων εταιριών σε περιπτώσεις
συγχωνεύσεων- εξαγορών - αλλαγής της κύριας
δραστηριότητας - απόσχισης κλάδου

ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

(Συνεδρίαση 15-1-99)

Έχοντας υπόψη :

- α) το άρθρο 2 του Π.Δ. 350/1985
- β) το άρθρο 1 παρ. 7 του ν. 2651/1998
- γ) το στοιχείο γ) της περιπτώσεως 4 του τμήματος II του άρθρου 3 του ΠΔ 350/1985 όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 1 παρ. 5 του ν. 2651/1998
- δ) το άρθρο 10 παρ. 1 του ΠΔ 350/1985
- ε) την ανάγκη ενίσχυσης της διαφάνειας και της ομαλής λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς.

Α Π Ο Φ Α Σ Ι Ζ Ε Ι

Α. Σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου εταιρίας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με σκοπό την συγχώνευση με απορρόφηση άλλης εταιρίας, της οποίας οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, πρέπει, για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και την εισαγωγή των νέων μετοχών στο Χ.Α.Α., να πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις :

1. Το ενημερωτικό δελτίο που εκδίδεται για την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των μετοχών που προέρχονται από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 348/1985, πρέπει να περιλαμβάνει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των συγχωνευόμενων εταιριών, τουλάχιστον για την τελευταία πριν από την συγχώνευση εταιρική χρήση, ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή. Στο ενημερωτικό δελτίο πρέπει επίσης να εκτίθενται συνοπτικά οι

μέθοδοι αποτίμησης των συγχωνευομένων εταιριών, τα αποτελέσματά τους καθώς και ο τρόπος με βάση τον οποίο προσδιορίστηκε η σχέση ανταλλαγής των μετοχών

2. Η διασπορά στο κοινό των μετοχών της απορροφώσας εταιρίας πρέπει να είναι επαρκής, κατά τις διατάξεις του άρθρου 1 παρ. 5 του ν. 2651/1998, σε σχέση με το σύνολο των μετοχών της αυτής κατηγορίας, μετά τη συγχώνευση.
3. Η απορροφώμενη εταιρία πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά από την αρμόδια Δ.Ο.Υ. για τις ανέλεγκτες χρήσεις. Αν δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ο απαιτούμενος έλεγχος διενεργείται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό και λογιστικό οίκο διεθνούς κύρους, ο οποίος συντάσσει ειδική έκθεση για τις τυχόν φορολογικές υποχρεώσεις της. Φορολογικός κατά τα άνω έλεγχος της απορροφώμενης εταιρίας πρέπει να διενεργείται και όταν για την απορρόφηση δεν απαιτείται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, εφόσον η καθαρή θέση της απορροφώμενης υπερβαίνει το 5% της καθαρής θέσης της απορροφώσας. *Τα πορίσματα των ελέγχων που προβλέπονται στα προηγούμενα εδάφια περιλαμβάνονται υποχρεωτικά στο ενημερωτικό δελτίο*
Ειδικώς για τις περιπτώσεις κατά τις οποίες οι απαραίτητες για τη συγχώνευση διαδικασίες είναι σε εξέλιξη και έχουν ήδη ληφθεί, κατά την έναρξη ισχύος της παρούσας, οι απαιτούμενες από το νόμο σχετικές αποφάσεις των Διοικητικών Συμβουλίων των συγχωνευομένων εταιριών, ο φορολογικός έλεγχος μπορεί να ολοκληρωθεί εντός εξαμήνου από τη συγχώνευση, τα δε αποτελέσματά του γνωστοποιούνται με ειδικό πληροφοριακό σημείωμα στο Χρηματιστήριο και τίθενται στη διάθεση του επενδυτικού κοινού.
4. Αν η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφώσας εταιρίας υπερβαίνει το 100% του υφισταμένου μετοχικού της κεφαλαίου, το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. λαμβάνει επιπλέον υπόψη, για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και την εισαγωγή των νέων μετοχών προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο, και την περιουσιακή διάρθρωση της απορροφώσας εταιρίας όπως αυτή προκύπτει μετά τη συγχώνευση, κατά τις εκάστοτε ισχύουσες διατάξεις για την εισαγωγή μετοχών στην Κύρια και στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α.

Β. Σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου εταιρίας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο με σκοπό την συγχώνευση με απορρόφηση άλλης εταιρίας, της οποίας οι μετοχές είναι επίσης εισηγμένες, πρέπει να πληρούνται, για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και την εισαγωγή των νέων μετοχών στο Χ.Α.Α. οι υπό στοιχεία Α.1 και Α.2 προϋποθέσεις.

Γ. Σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου εταιρίας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο με σκοπό την εξαγορά για την απόκτηση του ελέγχου άλλης εταιρίας, της οποίας οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες, το ενημερωτικό δελτίο που υποβάλλεται προς έγκριση στο Χρηματιστήριο πρέπει να περιλαμβάνει πλήρη παρουσίαση της εξαγοραζόμενης εταιρίας με ιδιαίτερη έμφαση στην κύρια δραστηριότητά της, τη χρηματοοικονομική της θέση, τις προοπτικές της καθώς και τις επιπτώσεις που θα έχει η εξαγορά στην οικονομική κατάσταση της εισηγμένης εταιρίας.

Στο ενημερωτικό δελτίο πρέπει επίσης να αναφέρεται το τίμημα εξαγοράς και τα κριτήρια βάσει των οποίων το τίμημα καθορίσθηκε. Ιδιαίτερα, αν οι δύο εταιρίες έχουν κοινή μετοχική βάση (τους ίδιους κυρίους μετόχους), το Δ.Σ. του Χ.Α.Α., μπορεί να ζητήσει πρόσθετα, κατά την κρίση του, στοιχεία και ιδίως βεβαίωση από ανεξάρτητο ελεγκτικό οίκο ότι το τίμημα εξαγοράς της εταιρίας είναι εύλογο και δίκαιο.

Οι ίδιοι όροι και προϋποθέσεις πρέπει να πληρούνται και στην περίπτωση που η εξαγορά γίνεται από την εισηγμένη εταιρία σε συνεργασία με άλλες εταιρίες του αυτού Ομίλου ή με τον Κύριο Μέτοχό της.

Δ. Σε περίπτωση εξαγοράς, για την απόκτηση του ελέγχου μη εισηγμένης εταιρίας από εισηγμένη, κατά την οποία το τίμημα εξαγοράς υπερβαίνει το 20% των ιδίων κεφαλαίων της εισηγμένης εταιρίας, η εταιρία αυτή υποχρεούται, μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς, να γνωστοποιήσει στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α., με τη μορφή πληροφοριακού σημειώματος, τα ίδια στοιχεία με εκείνα που μνημονεύονται στην περίπτωση Γ της παρούσας. Το πληροφοριακό σημείωμα τίθεται, με ευθύνη της εταιρίας, στη διάθεση του επενδυτικού κοινού προς ενημέρωσή του, χωρίς τούτο να υποκαθιστά τις λοιπές υποχρεώσεις της εταιρίας για πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 350/1985.

Ε. Σε περίπτωση μεταβολής της κύριας δραστηριότητας εισηγμένης εταιρίας, ανεξάρτητα από το εάν η νέα δραστηριότητα περιλαμβάνεται ή όχι στον καταστατικό της σκοπό, απαιτείται η έγκαιρη υποβολή στο Χρηματιστήριο πληροφοριακού σημειώματος στο οποίο πρέπει να αναφέρεται η νέα κύρια δραστηριότητα της εταιρίας, η διασπορά των μετοχών της, τα οικονομικά της στοιχεία, η περιουσιακή της διάρθρωση, το επενδυτικό της πρόγραμμα, το χρονοδιάγραμμα υλοποίησής του και οι προοπτικές της.

Όταν η μεταβολή της κύριας δραστηριότητας συνδυάζεται με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, τα απαιτούμενα στο προηγούμενο εδάφιο στοιχεία πρέπει να περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο που υποβάλλεται προς έγκριση στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α.

Εφόσον η νέα δραστηριότητα της εταιρίας προϋποθέτει για την άσκησή της την απόκτηση ειδικών διοικητικής ή άλλης φύσεως αδειών ή εντάσσεται σε κλάδους για τους οποίους έχουν θεσπιστεί με αποφάσεις του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. ειδικοί όροι και προϋποθέσεις εισαγωγής στο Χρηματιστήριο, η εξακολούθηση της διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρίας προϋποθέτει την απόκτηση των αδειών αυτών ή την πλήρωση των ειδικών κατά τα άνω προϋποθέσεων από το χρόνο μεταβολής της κύριας δραστηριότητας. Ο ίδιος κανόνας ισχύει και σε περίπτωση μετατροπής της εταιρίας σε εταιρία Holding και άσκησης των νέων δραστηριοτήτων από θυγατρικές της εταιρίας.

ΣΤ. Σε περίπτωση απόσχισης κλάδου εταιρίας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο και ο οποίος αντιπροσωπεύει το 25% τουλάχιστον του κύκλου εργασιών της κατά την τελευταία απολογιστική χρήση, εφαρμόζονται οι διατάξεις του πρώτου εδαφίου της παραγράφου Ε.

Η απόφαση αυτή να δημοσιευθεί στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως

Αθήνα 15 Ιανουαρίου 1999

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ
ΣΠΥΡΙΔΩΝ ΚΟΥΝΙΑΚΗΣ

ΑΠΟΦΑΣΗ ΑΡΙΘ. 20

Διαδικασίες και δικαιολογητικά εισαγωγής
μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΟΥ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ
(Συνεδρίαση 5.3.1999)

αφού έλαβε υπόψη:

- α) τις διατάξεις της παραγράφου 7 του άρθρου 1, του Ν.2651/1998 (ΦΕΚ 248Α/3-11-98)
 - β) την υπ' αριθμ. 18/15.1.99 (ΦΕΚ 40Β/27.1.99) απόφαση του Δ.Σ. του ΧΑΑ σχετικά με τις μεθόδους και διαδικασίες διαπραγμάτευσης μετοχών, και
 - γ) την υπ' αριθμ. 19/15.1.99 (ΦΕΚ 40Β/27.1.99) απόφαση του Δ.Σ. του ΧΑΑ για τις υποχρεώσεις εισηγμένων εταιριών σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων εξαγορών - αλλαγής της κύριας δραστηριότητας - απόσχιση κλάδου.
- ορίζει τις διαδικασίες που πρέπει να τηρούνται και τα δικαιολογητικά που πρέπει να υποβάλλονται στις περιπτώσεις εισαγωγής μετοχών στο Χρηματιστήριο ως εξής:

Ι. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

1. Εισαγωγή μετοχών εταιρίας για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο

α) Διαδικασία

Η διαδικασία εισαγωγής μετοχών χωρίζεται σε τρία στάδια. Ο κατάλογος με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά παρατίθεται χωριστά για κάθε στάδιο.

Στάδιο 1: Έγκριση ενημερωτικού δελτίου ενόψει εισαγωγής μετοχών εταιρίας για πρώτη φορά στο ΧΑΑ

- Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών της προς εισαγωγή εταιρείας από τον Κύριο Ανάδοχο. Το περιεχόμενο του φακέλου προσδιορίζεται από τον Κατάλογο Δικαιολογητικών Α.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών του φακέλου σύμφωνα με τον κατάλογο Α.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ του περιεχομένου του κατατεθέντος ενημερωτικού δελτίου σε σχέση με το πρότυπο ενημερωτικό δελτίο.

- Εκτίμηση, εφόσον υπάρχουν δικαστικής φύσεως εκκρεμάτητες της εταιρίας, των επιπτώσεων που μπορεί να επιφέρει τυχόν αρνητική τους έκβαση. Η εκτίμηση αυτή περιλαμβάνεται υποχρεωτικά στο Ενημερωτικό Δελτίο και συνιστά τμήμα των τελικών συμπερασμάτων του νομικού Ελέγχου.
- Έγκριση από το ΔΣ του ΧΑΑ του περιεχομένου του Ενημερωτικού δελτίου, ως προς την κάλυψη των αναγκών πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού.
- Εγγραφή ενημέρωση από το ΧΑΑ του Κυρίου Αναδόχου και της εταιρείας για τυχόν προϋποθέσεις που τέθηκαν από το ΔΣ του ΧΑΑ κατά την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου.
- Κατάθεση από τον Κύριο Ανάδοχο στο ΧΑΑ ενός αντιγράφου του εγκεκριμένου από το ΔΣ ενημερωτικού δελτίου. Το αντίτυπο αυτό θα μονογράφεται από τους εκπροσώπους της εταιρείας και του Κυρίου Αναδόχου.
- Έγγραφή ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς από το ΧΑΑ σχετικά με την έγκριση του περιεχομένου του Ενημερωτικού Δελτίου και δημοσίευση σύμφωνα με το Π.Δ. 52/92 (άρθρο 11 παρ. 3).
- Γνωστοποίηση στο ΧΑΑ από την εταιρία και τον Κύριο Ανάδοχο του περιεχομένου του διαφημιστικού και λοιπού υλικού μέσω του οποίου αναγγέλλεται η πρόσκληση προς το επενδυτικό κοινό. (Αρ.11 Π.Δ 52/92). Η γνωστοποίηση αυτή πρέπει να γίνεται πριν δημοσιευθεί το εν λόγω υλικό και εγκαίρως ώστε να είναι εφικτό στο ΧΑΑ να διατυπώσει τυχόν παρατηρήσεις. Το περιεχόμενο και ο χρόνος διάθεσης του διαφημιστικού και λοιπού υλικού πρέπει να είναι σύμφωνα με το Π.Δ 52/92 και να εναρμονίζεται με τα αναφερόμενα στο άρθρο 7 του Κανονισμού Αναδοχών.
- Προσδιορισμός από τους Κυρίους αναδόχους της περιόδου δημόσιας εγγραφής. Οι ημερομηνίες δημόσιας εγγραφής, καθορίζονται μετά από συνεννόηση με το Χρηματιστήριο, εφόσον έχουν ολοκληρωθεί οι εγκρίσεις του ενημερωτικού δελτίου και της δημόσιας εγγραφής από τα Δ.Σ. του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Στάδιο 2: Έγκριση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των μετοχών της εταιρίας

- Υποβολή Φακέλου Δικαιολογητικών για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών στο ΧΑΑ, από τον Κύριο Ανάδοχο. Το περιεχόμενο του φακέλου προσδιορίζεται από τον Κατάλογο Δικαιολογητικών Α1.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών, σύμφωνα με τον κατάλογο Α1.
- Έγκριση της εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας από το ΔΣ του ΧΑΑ.
- Διαβίβαση στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ) του μετοχολογίου της Εταιρίας, σε μαγνητικό μέσο. Διαβίβαση στο Εθνικό Τυπογραφείο της απόφασης για έγκριση εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας στο ΧΑΑ.
- Έγκριση από το Δ.Σ. του ΧΑΑ, προκειμένου περί διαθέσεως υφισταμένων μετοχών, για τη μεταβίβασή τους, σύμφωνα με τα οριζόμενα στη μέθοδο 4 της υπ' αριθμ. 18/15.1.99 απόφασης του Δ.Σ. του ΧΑΑ.

Στάδιο 3: Έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών (Μέθοδοι διαπραγμάτευσης 1, 2 και 3, σύμφωνα με την 18/15.1.99 απόφαση του Δ.Σ.)

- Υποβολή Δικαιολογητικών στο ΧΑΑ, από τον Κύριο Ανάδοχο. Τα απαραίτητα δικαιολογητικά προσδιορίζονται από τον Κατάλογο Δικαιολογητικών Α2.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών έναρξης διαπραγμάτευσης, σύμφωνα με τον κατάλογο Α2.
- Εκδοση, με ευθύνη της εταιρίας, των μετοχών ή/και αποθετηρίων εγγράφων, που δικαιούνται οι μέτοχοι της εταιρίας.
- Εισαγωγή στο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών εντολής έναρξης διαπραγμάτευσης από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του ΧΑΑ.

β) Χρονικός περιορισμός

Ο κύριος ανάδοχος οφείλει να ολοκληρώνει τη σχετική διαδικασία και οι μετοχές της εταιρίας να διαπραγματεύονται στο ΧΑΑ εντός 15θήμερου από την απόφαση του Δ.Σ. του ΧΑΑ για την εισαγωγή των μετοχών και σε κάθε περίπτωση εντός μηνός από τη λήξη της Δημόσιας Εγγραφής. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις το Δ.Σ. του ΧΑΑ, κατόπιν αιτιολογημένου αιτήματος του Κυρίου Αναδόχου, μπορεί να επιτρέψει την παράταση της ανωτέρω προθεσμίας.

2. Εισαγωγή μετοχών ύστερα από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών ήδη εισηγμένων εταιριών

α) Διαδικασία

Η διαδικασία εισαγωγής των νέων μετοχών που προκύπτουν από αύξηση του κεφαλαίου με καταβολή μετρητών ήδη εισηγμένης εταιρίας χωρίζεται σε τέσσερα (4) στάδια. Ο κατάλογος με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά παρατίθεται χωριστά για κάθε στάδιο.

Στάδιο 1: Έγκριση Ενημερωτικού Δελτίου ενόψει εισαγωγής νέων μετοχών που θα προέρχονται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας με καταβολή μετρητών

- Υποβολή φακέλου Δικαιολογητικών στο Χρηματιστήριο. Το περιεχόμενο του φακέλου προσδιορίζεται από τον Κατάλογο Δικαιολογητικών Β.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών του φακέλου, σύμφωνα με τον κατάλογο Β.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ του περιεχομένου του κατατεθέντος Ενημερωτικού Δελτίου σε σχέση με το Πρότυπο Ενημερωτικό Δελτίο.
- Έγκριση από το Δ.Σ. του ΧΑΑ του περιεχομένου του Ενημερωτικού Δελτίου ως προς την κάλυψη των αναγκών πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού.

- Εγγραφή ενημέρωση της εταιρίας από το Χρηματιστήριο για τυχόν προϋποθέσεις που τέθηκαν από το Δ.Σ. του ΧΑΑ κατά την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου.

Στάδιο 2: Αποκοπή του δικαιώματος προτίμησης, προσαρμογή της τιμής των μετοχών, έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων

i) **Αποκοπή δικαιώματος.** Η ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος ορίζεται με απόφαση του αρμοδίου οργάνου της εκδότριας εταιρίας εφόσον δεν εκκρεμεί εισαγωγή μετοχών προς διαπραγμάτευση που προέρχονται από προηγούμενη αίτηση εισαγωγής και εφόσον έχουν προηγηθεί της αποκοπής:

- α) Η έγκριση του ενημερωτικού δελτίου, από το Δ.Σ. του ΧΑΑ
- β) Η υποβολή στο Χρηματιστήριο των δικαιολογητικών που αναφέρονται στον Κατάλογο Β1, και ο έλεγχός τους από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ.
- γ) Η ενημέρωσή του κοινού από την εταιρία.

ii) **Προσαρμογή της τιμής της μετοχής.** Η προσαρμογή της τιμής γίνεται την πρώτη ημέρα κατά την οποία η μετοχή διαπραγματεύεται χωρίς το δικαίωμα. Στις περιπτώσεις αύξησης κεφαλαίου με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης γίνεται προσαρμογή της τιμής της μετοχής όπως ακριβώς και στις αυξήσεις κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης. Ο χρόνος προσαρμογής της τιμής προσδιορίζεται ως εξής

- α) Εάν το σύνολο της αύξησης κεφαλαίου πραγματοποιείται με κατάργηση του δικαιώματος, η προσαρμογή της τιμής γίνεται εντός τριημέρου από την ημερομηνία καταχώρησης της απόφασης του Υπουργείου Ανάπτυξης στο ΜΑΕ εφόσον έχει προηγηθεί σχετική ενημέρωση του κοινού, και ύστερα από σχετική επιστολή της εταιρίας στο Χρηματιστήριο. Στις περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου Τραπεζών η προσαρμογή της τιμής γίνεται εντός τριημέρου από την ημέρα της Γενικής Συνέλευσης. Ειδικά για τις περιπτώσεις διαθέσεως μετοχών με δημόσια εγγραφή, η προσαρμογή της τιμής γίνεται την πρώτη ημέρα έναρξης της δημόσιας εγγραφής.

- β) Εάν μέρος της αύξησης κεφαλαίου γίνεται με δικαίωμα προτίμησης, η προσαρμογή της τιμής γίνεται, κατά το χρόνο αποκοπής του δικαιώματος.

iii) **Έναρξη Διαπραγμάτευσης.** Η διαπραγμάτευση του δικαιώματος αρχίζει την πρώτη ημέρα μετά την αποκοπή του. Για τις ονομαστικές μετοχές η έναρξη διαπραγμάτευσης του δικαιώματος γίνεται από τη στιγμή που θα συμπληρωθεί πλήρες μετοχολόγιο, και σε κάθε περίπτωση μέσα σε ανώτατο χρονικό διάστημα 15 ημερών από την αποκοπή του δικαιώματος.

Στάδιο 3: Έγκριση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των νέων μετοχών της εταιρίας

- Υποβολή Δικαιολογητικών στο Χρηματιστήριο σύμφωνα με τον Κατάλογο Β2.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χρηματιστηρίου της πληρότητας των δικαιολογητικών, σύμφωνα με τον κατάλογο Β2.

- Έγκριση εισαγωγής των μετοχών της εταιρείας από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου.

Στάδιο 4: Έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο

- Υποβολή Δικαιολογητικών στο Χρηματιστήριο, από την εκδότρια εταιρία, σύμφωνα με τον Κατάλογο Β3.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών έναρξης διαπραγμάτευσης, σύμφωνα με τον κατάλογο Β3.
- Εισαγωγή εντολής στο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών για την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών, από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του ΧΑΑ.

β) Χρονικός περιορισμός

Η εκδότρια εταιρία οφείλει να εισαγάγει τις νέες μετοχές της προς διαπραγμάτευση εντός ενός (1) μηνός από τη λήξη της περιόδου διαπραγμάτευσης του δικαιώματος προτιμήσεως.

3. Εισαγωγή δωρεάν μετοχών από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών

α) Διαδικασία

Η διαδικασία εισαγωγής των δωρεάν μετοχών που προκύπτουν από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών χωρίζεται σε δύο στάδια:

Στάδιο 1: Αποκοπή δικαιώματος – προσαρμογή τιμής – έγκριση εισαγωγής

i) Η ημερομηνία κατά την οποία αποκόπτεται το δικαίωμα των δωρεάν μετοχών ορίζεται με απόφαση του αρμοδίου οργάνου της εταιρίας. Της ημερομηνίας αυτής προηγούνται υποχρεωτικά τα ακόλουθα:

a) Υποβολή στο Χρηματιστήριο των δικαιολογητικών που αναφέρονται στον Κατάλογο Γ και έλεγχος από το αρμόδιο τμήμα του ΧΑΑ της πληρότητας και ορθότητας των δικαιολογητικών (σύμφωνα με τον Κατάλογο Γ).

ii) β) Η ενημέρωση του κοινοῦ από την εταιρία.

ii) Η προσαρμογή της τιμής της μετοχής λόγω αποκοπής του δικαιώματος των δωρεάν μετοχών γίνεται την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης χωρίς το δικαίωμα.

iii) Η εισαγωγή των νέων δωρεάν μετοχών εγκρίνεται με απόφαση του Δ.Σ. του ΧΑΑ.

Στάδιο 2: Έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών

- Έκδοση με ευθύνη της εταιρίας, των μετοχών ή/και αποθετηρίων εγγράφων που δικαιούνται οι μέτοχοι της εταιρίας.

- Δημοσίευση Ανακοίνωσης στον Τύπο από την εισηγμένη εταιρία με την οποία ορίζεται ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων τίτλων στο Σύστημα Συναλλαγών του ΧΑΑ.
- Επιστολή της εισηγμένης εταιρίας προς το ΧΑΑ με γνωστοποίηση της ημερομηνίας έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών. Στην επιστολή θα προσδιορίζεται ότι οι νέοι τίτλοι βρίσκονται στη διάθεση των επενδυτών.
- Έναρξη διαπραγμάτευσης.

β) Χρονικός Περιορισμός

Η εκδότρια εταιρία οφείλει να εισαγάγει, τις νέες μετοχές της, προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο εντός ενός (1) μηνός από την ημέρα λήψης της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης.

Σε περίπτωση συνδυασμένης αύξησης κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών και με καταβολή μετρητών α) η εισαγωγή των δωρεάν μετοχών δεν θα προηγείται της αποκοπής του δικαιώματος από την αύξηση κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και β) οι νέες δωρεάν μετοχές εισάγονται εντός 15 ημερών από την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματός τους.

4. Εισαγωγή δωρεάν μετοχών από μεταβολή ονομαστικής αξίας μετοχής (split)

α) Διαδικασία

Η διαδικασία εισαγωγής των δωρεάν μετοχών που προκύπτουν από μεταβολή της ονομαστικής τιμής της μετοχής (split) χωρίζεται σε δύο στάδια. Ο κατάλογος με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά παρατίθεται χωριστά για κάθε στάδιο.

Στάδιο 1: Αποκοπή δικαιώματος - προσαρμογή τιμής - έγκριση εισαγωγής

i) Η ημερομηνία κατά την οποία αρχίζει η διαπραγμάτευση των υφισταμένων μετοχών με την νέα ονομαστική αξία (split) ορίζεται με απόφαση του αρμοδίου οργάνου της εταιρίας. Της ημερομηνίας αυτής προηγούνται υποχρεωτικά τα ακόλουθα:

- α) Υποβολή στο Χρηματιστήριο των δικαιολογητικών που αναφέρονται στον Κατάλογο Γ και έλεγχος από το αρμόδιο τμήμα του ΧΑΑ της πληρότητας και ορθότητας των δικαιολογητικών (σύμφωνα με τον Κατάλογο Γ).
 - β) Η ενημέρωση του κοινού από την εταιρία.
- ii) Προσαρμογή της τιμής της μετοχής λόγω μεταβολής της ονομαστικής αξίας (Split) γίνεται την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των υφισταμένων μετοχών με τη νέα ονομαστική αξία.
- iii) Εισαγωγή των νέων δωρεάν μετοχών εγκρίνεται με απόφαση Δ.Σ. του ΧΑΑ.

Στάδιο 2: Εισαγωγή των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο και έναρξη διαπραγμάτευσής τους

- Έκδοση, με ευθύνη της εταιρίας, των μετοχών ή/και αποθετηρίων εγγράφων που δικαιούνται οι μέτοχοι της εταιρίας.
- Δημοσίευση Ανακοίνωσης στον Τύπο από την εισηγμένη εταιρία με την οποία ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων τίτλων στο Σύστημα Συναλλαγών του ΧΑΑ.
- Επιστολή της εισηγμένης εταιρίας προς το ΧΑΑ, με γνωστοποίηση της ημερομηνίας έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών. Στην επιστολή θα προσδιορίζεται ότι οι νέοι τίτλοι βρίσκονται στη διάθεση των επενδυτών.
- Έναρξη διαπραγμάτευσης.

β) Χρονικός Περιορισμός

Η εκδότρια εταιρία οφείλει να εισαγάγει, τις νέες μετοχές της, προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο εντός ενός (1) μηνός από την ημέρα λήψης της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης.

5. Σφράγιση / αντικατάσταση υφισταμένων μετοχών λόγω αλλαγής της ονομαστικής αξίας της μετοχής

α) Διαδικασία

Η διαδικασία σφράγισης / αντικατάστασης των υφισταμένων μετοχών λόγω αλλαγής της ονομαστικής τιμής της μετοχής χωρίζεται σε δύο στάδια που διαφέρουν χρονικά. Ο κατάλογος με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά παρατίθεται χωριστά για κάθε στάδιο.

Στάδιο 1: Ενημέρωση του Δ.Σ. του ΧΑΑ για την αντικατάσταση/ σφράγιση των τίτλων της εκδότριας εταιρίας

- Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών από την εισηγμένη εταιρία προς το ΧΑΑ (Κατάλογος Γ).
- Έλεγχος από το αρμόδιο τμήμα του ΧΑΑ της πληρότητας και ορθότητας των δικαιολογητικών (σύμφωνα με τον Κατάλογο Γ).
- Ενημέρωση του ΔΣ του ΧΑΑ για την σφράγιση /αντικατάσταση των υφισταμένων μετοχών.

Στάδιο 2: Έναρξη διαπραγμάτευσης στο ΧΑΑ των νέων μετοχών.

- Δημοσίευση Ανακοίνωσης στον Τύπο από την εισηγμένη εταιρία με την οποία ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης στο ΧΑΑ των νέων μετοχών. Στην ανακοίνωση θα

πρέπει να αναφέρεται αναλυτικά η διαδικασία που θα ακολουθούν οι επενδυτές για να αντικαταστήσουν/σφραγίσουν τις μετοχές τους.

- Επιστολή της εισηγμένης εταιρίας προς το ΧΑΑ, με γνωστοποίηση της ημερομηνίας έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών. Στην επιστολή θα αναφέρεται και η διαδικασία με την οποία θα μπορούν οι επενδυτές να αντικαθίστουν τους υπάρχοντες τίτλους μετοχών. Εφόσον η διαδικασία αντικατάστασης δεν επιτρέπει την απρόσκοπτη εκκαθάριση των συναλλαγών στο ΧΑΑ, μπορεί να αναστέλλεται η διαπραγμάτευση των μετοχών προσωρινά.
- Έναρξη διαπραγμάτευσης.

6. Εισαγωγή μετοχών από μετατροπή ομολογιών

α) Διαδικασία

Η διαδικασία μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές χωρίζεται σε δύο στάδια. Ο κατάλογος με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά παρατίθεται χωριστά για κάθε στάδιο.

Στάδιο 1: Έγκριση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των μετοχών που προκύπτουν από μετατροπή ομολογιών

- Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών από την εισηγμένη εταιρία προς το ΧΑΑ (Κατάλογος Ε).
- Έλεγχος από το αρμόδιο τμήμα του ΧΑΑ της πληρότητας και ορθότητας των δικαιολογητικών (σύμφωνα με τον Κατάλογο Ε).
- Έγκριση από το ΔΣ του ΧΑΑ της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση των νέων μετοχών.
- Έκδοση, με ευθύνη της εταιρίας, των μετοχών ή/και αποθετηρίων εγγράφων που δικαιούνται οι μέτοχοι της εταιρίας.

Στάδιο 2: Έναρξη διαπραγμάτευσης στο ΧΑΑ των νέων μετοχών

- Επιστολή της εισηγμένης εταιρίας προς το ΧΑΑ, με την οποία προσδιορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.
- Δημοσίευση Ανακοίνωσης στον Τύπο από την εισηγμένη εταιρία της ημερομηνίας εισαγωγής και έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.
- Έναρξη διαπραγμάτευσης με εισαγωγή εντολής στο Σύστημα Συναλλαγών από τις υπηρεσίες του ΧΑΑ.

7. Εισαγωγή μετοχών που προκύπτουν από μετατροπή μετοχών άλλης κατηγορίας

α) Διαδικασία

Η διαδικασία μετατροπής μίας κατηγορίας μετοχών σε μία άλλη χωρίζεται σε δύο στάδια. Ο κατάλογος με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά παρατίθεται χωριστά για κάθε στάδιο.

Στάδιο 1: Έγκριση από το Δ.Σ. του ΧΑΑ της εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των νέων μετοχών που προήλθαν από μετατροπή

- Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών από την εισηγμένη εταιρία προς το ΧΑΑ (Κατάλογος Ζ).
- Έλεγχος από το αρμόδιο τμήμα του ΧΑΑ της πληρότητας και ορθότητας των δικαιολογητικών (σύμφωνα με τον Κατάλογο Ζ).
- Έγκριση από το Δ.Σ. του ΧΑΑ της εισαγωγής των νέων μετοχών. Η εισαγωγή εγκρίνεται υπό την προϋπόθεση ότι θα εγκριθεί από το Υπουργείο Ανάπτυξης η τροποποίηση του καταστατικού της εταιρίας.

Στάδιο 2: Έναρξη διαπραγμάτευσης στο ΧΑΑ των νέων μετοχών

- Δημοσίευση Ανακοίνωσης στον Τύπο από την εισηγμένη εταιρία με την οποία ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών στο Σύστημα Συναλλαγών του ΧΑΑ. Στην ανακοίνωση πρέπει να αναφέρεται αναλυτικά η διαδικασία που θα ακολουθούν οι επενδυτές για να αντικαταστήσουν τους τίτλους τους.
- Υποβολή από την εκδότρια εταιρία στο ΧΑΑ της εγκριτικής απόφασης του Υπουργείου Ανάπτυξης για την τροποποίηση του καταστατικού και της καταχώρησής της στο ΜΑΕ.
- Διακοπή διαπραγμάτευσης της καταργούμενης κατηγορίας μετοχών.
- Επιστολή της εισηγμένης εταιρίας προς το ΧΑΑ, με την οποία γνωστοποιείται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών και διευκρινίζεται ότι έχει διασφαλισθεί η έγκαιρη παράδοσή τους στους επενδυτές. Εφόσον η διαδικασία μετατροπής δεν επιτρέπει την απρόσκοπτη εκκαθάριση των συναλλαγών στο Χ.Α.Α. μπορεί να αναστέλλεται προσωρινά η διαπραγμάτευση των μετοχών.
- Έναρξη διαπραγμάτευσης με εισαγωγή εντολής στο Σύστημα Συναλλαγών από τις υπηρεσίες του ΧΑΑ.

8. Έγκριση Ενημερωτικού Δελτίου και Εισαγωγή νέων μετοχών που προκύπτουν από συγχώνευση με απορρόφηση εταιριών

α) Διαδικασία

Η διαδικασία για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και την εισαγωγή των νέων μετοχών που προέρχονται από συγχώνευση με απορρόφηση εταιριών χωρίζεται σε δύο στάδια που διαφέρουν χρονικά.

Στάδιο 1: Έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου της Εταιρίας και της εισαγωγής των μετοχών στο ΧΑΑ

- Υποβολή Καταλόγου Δικαιολογητικών Δ (καθώς και τα υπό στοιχεία 6, 8, 9 και 10 του καταλόγου Δικαιολογητικών Β) στο Χρηματιστήριο
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών του φακέλου.

- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ του περιεχομένου του κατατεθέντος Ενημερωτικού Δελτίου εν σχέση με το πρότυπο Ενημερωτικό Δελτίο και την από 5/1/1999 απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.
- Έγκριση από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. του περιεχομένου του Ενημερωτικού Δελτίου και της εισαγωγής των νέων μετοχών της εταιρίας στο Χ.Α.Α. Η εισαγωγή εγκρίνεται υπό την προϋπόθεση ότι θα εγκριθεί από το Υπουργείο Ανάπτυξης η συγχώνευση.
- Έλεγχος της διασποράς στο κοινό των μετοχών της απορροφώσας εταιρίας σε σχέση με το σύνολο των μετοχών της αυτής κατηγορίας, μετά τη συγχώνευση.
- Έγκριση από το Δ.Σ. του ΧΑΑ αν αυτό απαιτείται, της μεταβίβασης υφισταμένων μετοχών, σύμφωνα με τη μέθοδο 4 της υπ' αριθμ. 18/15.1.99 απόφασής του, προς επίτευξη της αναγκαίας διασποράς.

Στάδιο 2: Έναρξη διαπραγμάτευσης

- Υποβολή της εγκριτικής απόφασης του Υπουργείου Ανάπτυξης για τη συγχώνευση με απορρόφηση της εταιρίας και της καταχώρησής της στο ΜΑΕ. Από την επομένη της καταχώρησης στο ΜΑΕ, οι μετοχές της απορροφούμενης εταιρίας, εφόσον είναι εισηγμένες, παύουν να διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο. Από την ημερομηνία αυτή και μέχρι να διαπιστωθεί ότι το σύνολο των αποθετηρίων είναι στη διάθεση των επενδυτών, μπορεί να ανασταλεί η διαπραγμάτευση των μετοχών της απορροφώσας εταιρίας.
- Υποβολή της τυχόν απόφασης της Επιτροπής Ανταγωνισμού περί συγκέντρωσης Επιχειρήσεων.
- Επιστολή από την εταιρία στην οποία:
 - α) Ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.
 - β) Βεβαιώνεται ότι θα βρίσκονται στη διάθεση όλων των μετόχων, κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης, τα αποθετήρια έγγραφα ή οι μετοχές που προέκυψαν από τη συγχώνευση.
- Προσαρμογή, αν απαιτείται, της τιμής της μετοχής της απορροφώσας εταιρίας γίνεται εντός τριημέρου από την ημερομηνία καταχώρησης της εγκριτικής απόφασης για τη συγχώνευση του Υπουργείου Ανάπτυξης στο ΜΑΕ, και εφόσον έχει προηγηθεί σχετική ενημέρωση του κοινού και επιστολή της εταιρίας στο Χρηματιστήριο.

II. ΚΑΤΑΛΟΓΟΙ ΔΙΚΑΙΟΛΟΓΗΤΙΚΩΝ

- A. Δικαιολογητικά φακέλου για έγκριση ενημερωτικού δελτίου εν όψει εισαγωγής της εταιρίας στο ΧΑΑ**

Κατά την υποβολή φακέλου για έγκριση ενημερωτικού δελτίου εν όψει εισαγωγής των μετοχών μίας εταιρίας στο ΧΑΑ, η Εταιρία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει στο Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ τα ακόλουθα δικαιολογητικά:

1. Αίτηση της Εταιρίας προς το ΔΣ του Χ.Α.Α. για την εισαγωγή των μετοχών της στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. Στην αίτηση θα προσδιορίζονται: α) ο εκπροσωπος της εταιρίας που την δεσμεύει στην επικοινωνία της με το ΧΑΑ κατά τη διαδικασία εισαγωγής, νομίμως προς τούτο εξουσιοδοτημένος από τα αρμόδια καταστατικά της όργανα, β) ο Κύριος Ανάδοχος.
2. Επικυρωμένο αντίγραφο των πρακτικών της Γενικής Συνέλευσης στην οποία αποφασίστηκε η εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ και η (τυχόν) αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Επιπλέον, σε περίπτωση διάθεσης υφισταμένων μετοχών, ο Κύριος Ανάδοχος υποβάλλει κατάσταση των μετόχων, οι οποίοι θα διαθέσουν μετοχές τους.
3. Αντίγραφο του κωδικοποιημένου καταστατικού της εταιρίας επικυρωμένο από την αρμόδια εποπτεύουσα αρχή.
4. Επιστολή του Κυρίου Αναδόχου προς το ΔΣ του ΧΑΑ στη οποία: α) Κάνει γνωστό ότι έχει υπογραφεί η σχετική συμφωνία για την ανάθεση καθηκόντων στον Κύριο Ανάδοχο, β) Διατυπώνει θέση για το αν πληρούνται όλες οι προϋποθέσεις εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο από την εταιρία. Στην περίπτωση κατά την οποία δεν πληρούνται κάποιες προϋποθέσεις για τις οποίες παρέχεται από τη νομοθεσία δυνατότητα εξαιρέσης, οι προϋποθέσεις αυτές προσδιορίζονται επακριβώς και εξηγούνται αναλυτικά οι λόγοι οι οποίοι δικαιολογούν την εξαίρεση, γ) Βεβαιώνει ότι τα έσοδα έκδοσης υπερβαίνουν το ποσό των 400 εκατ. δρχ. όπως αυτό εκάστοτε ορίζεται με απόφαση του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου, και δ) Ορίζει τον εξουσιοδοτημένο εκπρόσωπό του που θα επικοινωνεί με το ΧΑΑ για τον συγκεκριμένο φάκελο.
5. Οικονομικές καταστάσεις¹ της Εταιρίας ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
 - 5.1 Τυχόν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
 - 5.2 Οικονομικές καταστάσεις των Εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση για τις αντίστοιχες χρήσεις, οι οποίες θα πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
 - 5.4 Σε κάθε περίπτωση επισυνάπτονται οι οικονομικές καταστάσεις των θυγατρικών εταιριών των τριών (3) τελευταίων χρήσεων.
 - 5.4 Εκθέσεις διαχειρίσεως του ΔΣ της εταιρίας.
6. Φύλλα ελέγχου φορολογίας της εταιρίας της τελευταίας τριετίας.

¹ Οι Οικονομικές Καταστάσεις που υποβάλλονται είναι οι εξής:

1. Ισολογισμός τέλους χρήσης
 2. Λογαριασμός Αποτελεσμάτων Χρήσης
 3. Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων
 4. Προσάρτημα του Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων χρήσης
- Απαιτούνται ΕΠΙΚΥΡΩΜΕΝΑ ΑΝΤΙΓΡΑΦΑ των τριών (3) τελευταίων χρήσεων για την Παράλληλη Αγορά και των πέντε (5) τελευταίων χρήσεων για την Κύρια Αγορά, εφόσον υπάρχουν.

7. Στην περίπτωση κατάρτισης ενοποιημένων ισολογισμών κατά την τελευταία χρήση, για τις εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση προσκομίζονται αντίστοιχα φύλλα ελέγχου φορολογίας για την τελευταία τριετία.
3. Νομικός και οικονομικός-λογιστικός έλεγχος από ανεξάρτητους ελεγκτές, εφόσον έχουν πραγματοποιηθεί.
9. Επιστολή από τους Ορκωτούς ελεγκτές των δύο τελευταίων χρήσεων με την οποία ενημερώνεται το ΔΣ του Χ.Α.Α.:
 - α) εάν η εκδότρια εταιρία διαθέτει αξιόπιστο σύστημα εσωτερικού ελέγχου,
 - β) εάν υπήρξαν διαφωνίες μεταξύ της διοίκησης της εταιρίας και των ιδίων.
10. Επιστολή υπογεγραμμένη από τα μέλη του ΔΣ της εκδότριας εταιρίας με την οποία δηλώνουν ότι έχουν λάβει πλήρη γνώση και συμφωνούν με το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου.
11. Τρία αντίγραφα του ενημερωτικού δελτίου μαζί με τις οικονομικές καταστάσεις, νομικό, λογιστικό - οικονομικό έλεγχο. Κάθε αντίγραφο θα φέρει στο κάτω μέρος της κάθε σελίδας (footer) ειδική σήμανση με την ημερομηνία έκδοσής του και τον αύξοντα αριθμό της έκδοσης. Κάθε νέα έκδοση ενημερωτικού δελτίου που θα προσκομίζεται στο ΧΑΑ από τον ανάδοχο ενσωματώνοντας νέες ή τροποποιημένες πληροφορίες θα έχει τυπωμένες τις αλλαγές με ειδικό διακριτικό για να είναι εύκολα διακριτές. Ο Κύριος Ανάδοχος στο διαβιβαστικό του έγγραφο θα σημειώνει ότι οι μόνες αλλαγές στο ενημερωτικό δελτίο είναι αυτές που φέρουν το ειδικό διακριτικό.
12. Προσδιορισμός από τον Κύριο Ανάδοχο στο Παράρτημα 1, του κλάδου οικονομικής δραστηριότητας, σύμφωνα με την ανάλυση της ΕΣΥΕ (ΣΤΑΚΟΔ 91), στην οποία υπάγεται η κύρια δραστηριότητα της αιτούσης εταιρίας. Σε περίπτωση που η Εταιρία ανήκει σε κλάδο για τον οποίον υπάρχουν ειδικές ρυθμίσεις (π.χ. ασφαλιστικές εταιρίες, κατασκευαστικές εταιρίες, ναυτιλιακές εταιρίες κ.λπ.) υποβάλλονται και τα δικαιολογητικά που απαιτούνται σύμφωνα με τις αποφάσεις αυτές.
13. Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του φακέλου που υποβάλλεται (ως **Παράρτημα 1**) υπογεγραμμένη από τον Κύριο Ανάδοχο. Για την παραλαβή του φακέλου από το ΧΑΑ θα πρέπει να παρουσιάζεται πλήρως συμπληρωμένη και υπογεγραμμένη κατάσταση.
14. Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του ενημερωτικού δελτίου (ως **Παράρτημα 2**), υπογεγραμμένη από τον Κύριο Ανάδοχο.

A1. Δικαιολογητικά για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών νεοεισαγόμενων εταιριών

Για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών μίας εταιρίας στο ΧΑΑ, η Εταιρία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει στο Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ:

1. Κατάσταση με τα στοιχεία των προσώπων, που απέκτησαν ή πρόκειται να αποκτήσουν μετοχές κατά τη διαδικασία εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας στο Χρηματιστήριο, καθ' οιονδήποτε τρόπο.

α) Στην κατάσταση θα αναγράφονται για κάθε πρόσωπο:

- ✓ το ονοματεπώνυμο και το πατρώνυμό του, ή η επωνυμία του (με αλφαβητική σειρά),
- ✓ η διεύθυνση κατοικίας του, ή η έδρα του νομικού προσώπου,
- ✓ ο αριθμός αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατηρίου ή Α.Φ.Μ.,
- ✓ ο αριθμός των μετοχών που κατέχει ή θα αποκτήσει,
- ✓ ο τίτλος του αναδόχου ή υποαναδόχου (ή ο κωδικός του αναδόχου) στον οποίο υπεβλήθη η αίτηση εγγραφής.

ii) Η κατάσταση θα χωρίζεται στις εξής δύο κατηγορίες:

- ✓ θεσμικών επενδυτών και,
- ✓ μη θεσμικών επενδυτών.

iii) Η κατάσταση για κάθε μία από τις ανωτέρω κατηγορίες θα χωρίζεται σε διαφορετικές ενότητες που θα αφορούν:

- α) τους επενδυτές που απέκτησαν νέες μετοχές που προέκυψαν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και δεν διατέθηκαν με δημόσια εγγραφή,
- β) τους επενδυτές που απέκτησαν ή θα αποκτήσουν υφιστάμενες μετοχές που δεν διατέθηκαν μέσω δημόσιας εγγραφής,
- γ) τους επενδυτές που απέκτησαν νέες μετοχές που προέκυψαν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και διατέθηκαν με δημόσια εγγραφή,
- δ) τους επενδυτές που απέκτησαν ή θα αποκτήσουν υφιστάμενες μετοχές μέσω της δημόσιας εγγραφής.

Στο τέλος κάθε ενότητας και κατηγορίας θα πρέπει να εμφανίζονται τα σύνολα i) του αριθμού των επενδυτών μετόχων, ii) του αριθμού των μετοχών, iii) του ποσού στο σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου.

2. α) Κατάσταση με αλφαβητική σειρά με τα στοιχεία των μετόχων που κατέχουν ή πρόκειται να αποκτήσουν αριθμό μετοχών μικρότερο ή ίσο του 2% του συνόλου των μετοχών της εταιρίας, β) Κατάσταση με όλους τους άλλους μετόχους. Η κατάσταση αυτή θα απεικονίζει τη μετοχική σύνθεση της εταιρίας όπως θα διαμορφωθεί μετά την τυχόν μεταβίβαση υφισταμένων μετοχών.
3. Κατάσταση στην οποία θα αναφέρονται οι τυχόν μέτοχοι που θα διαθέσουν υφιστάμενες μετοχές μετά την εισαγωγή της Εταιρίας στο ΧΑΑ με σκοπό την επίτευξη της απαιτούμενης διασποράς.
4. Βεβαίωση του Κυρίου Αναδόχου της έκδοσης ότι τηρήθηκε το άρθρο 4 του Κανονισμού Αναδόχων.
5. Πίνακα, που καταρτίζει ο Κύριος Ανάδοχος με τα συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία του παραρτήματος 3 (ΠΙΝΑΚΕΣ 1-4).

A2. Δικαιολογητικά για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιριών

Για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών μίας εταιρείας στο ΧΑΑ, η Εταιρία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει στο ΧΑΑ:

1. Αντίγραφο της ανακοίνωσης της Νομαρχίας της έδρας της εταιρίας σχετικά με την έγκριση της τροποποίησης του άρθρου του καταστατικού περί μετοχικού κεφαλαίου.
2. Πρακτικό του Δ.Σ. της εταιρίας που να πιστοποιεί την ολοσχερή καταβολή του ποσού της αύξησης του κεφαλαίου (μετοχικό κεφάλαιο και υπέρ το άρτιο).
3. Επιστολή από την εταιρία στην οποία:
 - 3.1. ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών στο ΧΑΑ.
 - 3.2. βεβαιώνεται ότι θα βρίσκονται στη διάθεση των μετόχων της εταιρίας τουλάχιστον μία (1) ημέρα πριν την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης, όλα τα αποθετήρια έγγραφα ή οι μετοχές που προέκυψαν από την αύξηση ή/και τη διάθεση των μετοχών της εταιρίας.
 - 3.3. αναφέρονται τα ονόματα των δύο (2) ημερησίων - πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας - εφημερίδων στις οποίες δημοσιεύεται η ανακοίνωση με την οποία γνωστοποιείται η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρίας στο Χ.Α.Α. και
 - 3.4. αναφέρεται ότι η εταιρία έχει εκπληρώσει τις οικονομικές της υποχρεώσεις προς το Χ.Α.Α. (εφάπαξ ποσό δικαιώματος εισαγωγής μετοχών και συνδρομή του τρέχοντος τριμήνου).
4. Αντίγραφο παραστατικού καταβολής ποσού 0,02 % επί των εσόδων της έκδοσης, υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην Τράπεζα της Ελλάδος.
5. Διαβίβαση στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ) του μετοχολογίου της Εταιρίας, σε μαγνητικό μέσο. Διαβίβαση στο Εθνικό Τυπογραφείο της απόφασης για έγκριση εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας στο ΧΑΑ.

Επιστολή του Κυρίου Αναδόχου με την οποία: α) γνωστοποιεί ότι έχει λάβει επιστολές βεβαιώσεις από όλους τους αναδόχους της Δημόσιας Εγγραφής της εταιρίας, από τις οποίες προκύπτει ότι όλα τα αποθετήρια ή οι μετοχές που προέκυψαν από την εισαγωγή ή/και τη διάθεση των μετοχών της εταιρίας, θα βρίσκονται στην διάθεση των επενδυτών μία (1) ημέρα πριν την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρίας. Η επιστολή αυτή πρέπει να αποστέλλεται στο ΧΑΑ το αργότερο δύο (2) εργάσιμες ημέρες πριν από την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών, β) προσδιορίζει την τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης για τις κατηγορίες των μετοχών που εισάγονται. Προκειμένου περί διαθέσεως μετοχών με δημόσια εγγραφή, η υποδεικνυόμενη από τον ανάδοχο τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης δεν μπορεί να αποκλίνει από την τιμή διάθεσης των μετοχών.

Ο φακέλος των δικαιολογητικών θεωρείται πλήρης, εφόσον περιλαμβάνει το αντίγραφο Τ.Α.Π.Ε.Τ. από το Εθνικό Τυπογραφείο για την δημοσίευση της απόφασης του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. που αφορά την εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α.

Β. Δικαιολογητικά φακέλου για έγκριση ενημερωτικού δελτίου ενόψει εισαγωγής νέων μετοχών ήδη εισηγμένης εταιρίας από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά

Κατά την υποβολή φακέλου για την έγκριση του Ενημερωτικού-Δελτίου ενόψει εισαγωγής των νέων μετοχών που θα προέλθουν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά, εταιρίας ήδη εισηγμένης στο Χρηματιστήριο, η Εταιρία, υποχρεούται να υποβάλει στο Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ τα ακόλουθα δικαιολογητικά:

1. Επιστολή της εταιρίας προς το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. σχετικά με την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Στην αίτηση θα προσδιορίζεται ο εκπρόσωπος της εταιρίας που την δεσμεύει στην επικοινωνία της με το Χ.Α.Α. για τον συγκεκριμένο φάκελο.
2. Απόσπασμα των πρακτικών της Γενικής Συνέλευσης στην οποία αποφασίστηκε η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.
3. Οικονομικές καταστάσεις² ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
 - 3.1 Τυχόν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή
 - 3.2 Οικονομικές καταστάσεις των Εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση για τις αντίστοιχες χρήσεις, οι οποίες θα πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
 - 3.3 Έκθεση διαχείρισης της τελευταίας χρήσης.
4. Αντίγραφο του κωδικοποιημένου καταστατικού της εταιρίας.
5. Αντίγραφο αίτησης στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. για την διενέργεια φορολογικού ελέγχου, τόσο για την εταιρία όσο και για τις εταιρίες που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές της καταστάσεις της τελευταίας χρήσης, σύμφωνα με την παρ. 4 του άρθρου 9, του Ν. 2324 /1995.
6. Επιστολή υπογεγραμμένη από τα μέλη του Δ.Σ. της εκδότριας εταιρίας με την οποία δηλώνουν ότι έχουν λάβει πλήρη γνώση και συμφωνούν με το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου.
7. Τρία αντίγραφα του ενημερωτικού δελτίου μαζί με τις οικονομικές καταστάσεις. Κάθε αντίγραφο θα φέρει στο κάτω μέρος της σελίδας (footer) ειδική σήμανση με την ημερομηνία έκδοσής του και τον αύξοντα αριθμό της έκδοσης. Κάθε νέα έκδοση ενημερωτικού δελτίου που θα προσκομίζεται στο Χ.Α.Α. από την εταιρία ενσωματώνοντας νέες ή τροποποιημένες

² Οι Οικονομικές Καταστάσεις που υποβάλλονται είναι οι εξής:

1. Ισολογισμός τέλους χρήσης
2. Λογαριασμός Αποτελεσμάτων Χρήσης
3. Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων

πληροφορίες θα έχει τυπωμένες τις αλλαγές με ειδικό διακριτικό για να είναι εύκολα διακριτές. Η εταιρία θα δεσμεύεται έγγραφα ότι οι μόνες αλλαγές στο ενημερωτικό δελτίο είναι αυτές που φέρουν το ειδικό διακριτικό.

- 3 Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του ενημερωτικού δελτίου (ως **Παράρτημα 4**).
- 9 Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του φακέλου που υποβάλλεται (ως **Παράρτημα 5**), υπογεγραμμένη από την εκδότρια εταιρία. Για την παραλαβή του φακέλου από την γραμματεία του ΧΑΑ θα πρέπει να παρουσιάζεται πλήρως συμπληρωμένη και υπογεγραμμένη κατάσταση.

Τα ανωτέρω ισχύουν και σε περίπτωση έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου.

B1. Δικαιολογητικά για την αποκοπή του δικαιώματος προτίμησης

Τα δικαιολογητικά που υποβάλλονται στο Χρηματιστήριο από την εκδότρια εταιρία προκειμένου να αποκοπεί το δικαίωμα προτίμησης είναι τα ακόλουθα:

- 1) Έγκριση από το Υπουργείο Ανάπτυξης και καταχώρηση στο ΜΑΕ της τροποποίησης του άρθρου του καταστατικού, που αναφέρεται στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας (πλην Τραπεζών ή άλλων ειδικών περιπτώσεων για τις οποίες δεν προβλέπεται τροποποίηση του ως ανω άρθρου σε αυτό το στάδιο).
Σε περίπτωση έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου, αποδεικτικό καταχώρησης της σχετικής απόφασης της Γενικής Συνέλευσης στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών.
- 2) Κατάθεση από την Εταιρία στο ΧΑΑ ενός αντιγράφου του εγκεκριμένου από το Δ.Σ. ενημερωτικού δελτίου, υπογεγραμμένο από τον εκπρόσωπο της εκδότριας εταιρίας
- 3) Εγγραφή ενημέρωση από την εκδότρια εταιρία προς το ΧΑΑ για την αποκοπή του δικαιώματος ή/και την έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων στα οποία θα αναφέρονται τα ονόματα δύο πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας πολιτικών ή οικονομικών εφημερίδων στις οποίες δημοσιεύεται η ανακοίνωση και οι αντίστοιχες ημερομηνίες δημοσίευσης της ανακοίνωσης. Η δημοσίευση της ανακοίνωσης πρέπει να γίνεται το αργότερο την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του δικαιώματος.

B2. Δικαιολογητικά για τη έγκριση εισαγωγής συμπληρωματικής σειράς μετοχών από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών

Τα δικαιολογητικά που υποβάλλονται από την εκδότρια εταιρία προκειμένου να εγκριθεί από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. η εισαγωγή των νέων μετοχών της εταιρίας, είναι τα ακόλουθα:

- 1) Πρακτικό του Δ.Σ. της εταιρίας που να πιστοποιεί την ολοσχερή καταβολή του ποσού της αύξησης του κεφαλαίου (μετοχικό κεφάλαιο και κεφάλαιο υπέρ το άρτιο). Σε περίπτωση που διατέθηκαν μετοχές σε τρίτους μετά το πέρας της περιόδου διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων προσκομίζεται η σχετική απόφαση του Δ.Σ. της εταιρίας.
- 2) Βεβαίωση τράπεζας ότι έχει κατατεθεί σε ειδικό λογαριασμό, στο όνομα της εταιρίας (ο οποίος ανοίχθηκε ειδικά για το σκοπό της αύξησης) το συνολικό ποσό της αύξησης κεφαλαίου.
- 3) Αντίγραφο της απόδειξης κατάθεσης στην Τράπεζα της Ελλάδος του πόρου υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (0.02% υπολογιζόμενο επί των εσόδων έκδοσης και το ποσό αυτό προσαυξημένο με 2.4% χαρτόσημο) σύμφωνα με την 111/4-7-97 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- 4) Κατάσταση των μετόχων που πήραν μέρος στην αύξηση του κεφαλαίου. Το μετοχολόγιο υπογράφεται από την εκδότρια εταιρία, είναι αλφαβητικό και έχει ως απαραίτητα στοιχεία:
 - α) τον αύξοντα αριθμό, β) το κατάστημα εγγραφής, γ) το ονοματεπώνυμο και το πατρώνυμο ή την επωνυμία, δ) Α.Δ.Τ. ή αριθμό διαβατηρίου ή ΑΦΜ, ε) ποσο εγγραφής και στ) μετοχές που αναλογούν. Εφόσον κριθεί απαραίτητο, μπορεί να ζητείται να προσκομισθεί συνολικό μετοχολόγιο.

Η εκδότρια εταιρία εντός τριών (3) εργάσιμων ημερών από τη λήξη της περιόδου διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων ενημερώνει το Χρηματιστήριο και το επενδυτικό κοινό με Δελτίο Τύπου που δημοσιεύεται σε δύο τουλάχιστον οικονομικές εφημερίδες, για το ποσοστό κάλυψης της αύξησης.

Β.3 Δικαιολογητικά για την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών που προήλθαν από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά

Για την έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών η εταιρία με επιστολή της προς το ΧΑΑ:

- 1) Ορίζει την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών.
- 2) Βεβαιώνει ότι θα είναι στη διάθεση όλων των μετόχων, κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης, τα αποθετήρια έγγραφα ή οι μετοχές που προέκυψαν από την αύξηση του κεφαλαίου.
- 3) Γνωστοποιεί ότι έχουν τακτοποιηθεί οι οικονομικές υποχρεώσεις προς το Χ.Α.Α. που απορρέουν από την ανωτέρω αύξηση του κεφαλαίου και προσκομίζει αντίγραφα των σχετικών παραστατικών.

Γ. Δικαιολογητικά για την προσαρμογή της τιμής της μετοχής στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με: α) Διανομή δωρεάν μετοχών και β) μεταβολή ονομαστικής αξίας

Τα δικαιολογητικά που υποβάλλονται στο Χρηματιστήριο από την εκδότρια εταιρία είναι τα ακόλουθα:

1. Πρακτικό Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας με θέμα Πιστοποίηση Καταβολής Μετοχικού Κεφαλαίου.
2. Απόσπασμα Πρακτικού Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της εταιρίας, κατά την οποία ελήφθη η απόφαση της εν λόγω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.
3. Έγκριση Υπουργείου Ανάπτυξης και καταχώρηση στο ΜΑΕ της σχετικής πιστοποίησης του Καταστατικού της εταιρίας.
4. Απόδειξη Κατάθεσης Πόρου υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην Τράπεζα της Ελλάδος.
5. Έγγραφο ενημέρωση από την εκδότρια εταιρία προς το ΧΑΑ για την ημερομηνία προσαρμογής της τιμής της μετοχής στην οποία θα αναφέρονται τα ονόματα δύο πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας πολιτικών ή οικονομικών εφημερίδων στις οποίες δημοσιεύεται η ανακοίνωση καθώς και οι ημερομηνίες δημοσίευσης. Η δημοσίευση της ανακοίνωσης πρέπει να γίνεται το αργότερο την προηγούμενη ημέρα από την προσαρμογή της τιμής της μετοχής.

Σε περίπτωση διανομής δωρεάν μετοχών λόγω μείωσης της ονομαστικής αξίας των μετοχών (split), τα απαιτούμενα δικαιολογητικά είναι μόνο το **Απόσπασμα Πρακτικού Γενικής Συνέλευσης και η Έγκριση του Υπουργείου Ανάπτυξης.**

Τα δικαιολογητικά 1 έως 4 απαιτούνται και στις περιπτώσεις σφράγισης/ αντικατάστασης υφισταμένων μετοχών λόγω αλλαγής της ονομαστικής τιμής της μετοχής. Στις περιπτώσεις αυτές, εκτός των ανωτέρω δικαιολογητικών θα προσκομίζονται: α) το σχέδιο της ανακοίνωσης που πρόκειται να δημοσιευθεί από την εκδότρια στον Τύπο σχετικά με τη διαδικασία αντικατάστασης/ σφράγισης που πρόκειται να ακολουθήσει η εκδότρια, β) βεβαίωση του εκδότη ότι έχει εξασφαλίσει την επιτυχή διεκπεραίωση της περιγραφόμενης στο 1α) διαδικασίας από την εταιρία εκτύπωσης των μετοχών ή το ΚΑΑ (στις περιπτώσεις αποθετηρίων εγγράφων).

Δ. Συμπληρωματικά δικαιολογητικά φακέλου σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων δια απορροφήσεως εταιριών

Για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου, η απορροφώσα εταιρία υποβάλλει στο Χρηματιστήριο τα παρακάτω δικαιολογητικά:

1. Σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης
2. Πρακτικά των Διοικητικών Συμβουλίων των συγχωνευομένων εταιριών που αποφάσισαν τη συγχώνευση και ενέκριναν το Σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης.
3. Εκθέσεις των Διοικητικών Συμβουλίων των συγχωνευομένων εταιριών επί του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης (άρθρο 69, παρ. 4 του Κ.Ν. 2190/20).
4. Ισολογισμό Μετασχηματισμού ελεγμένο από ορκωτό Ελεγκτή.
5. Οικονομικές καταστάσεις των τριών ή πέντε τελευταίων χρήσεων των συγχωνευομένων εταιριών.
6. Φύλλα φορολογικού ελέγχου τελευταίας τριετίας για την απορροφούμενη εταιρία.
7. Εκθέσεις εκτίμησης των συγχωνευομένων εταιριών.
8. Πρακτικά των Γενικών Συνελεύσεων των συγχωνευομένων εταιριών.
9. Ένοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των συγχωνευόμενων εταιριών, τουλάχιστον για την τελευταία πριν από τη συγχώνευση εταιρική χρήση, ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.

Ε. Μετατροπή ομολογιών σε μετοχές

1. Επιστολή εταιρίας προς το Χ.Α.Α. με αναλυτικό πίνακα των ομολογιούχων δανειστών, που μετέτρεψαν τις ομολογίες τους σε μετοχές, την ημερομηνία μετατροπής, τον αριθμό μετοχών που λαμβάνουν και την αντίστοιχη αριθμηση των μετοχών αυτών.
2. Πρακτικό Δ.Σ. εταιρίας για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που προκύπτει από την μετατροπή ομολογιών.
3. Έγκριση Υπ. Ανάπτυξης και καταχώρηση στο ΜΑΕ της τροποποίησης του καταστατικού της εταιρίας.
4. Απόδειξη κατάθεσης στην Τράπεζα της Ελλάδος του πόρου υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Ζ. Μετατροπή μιας κατηγορίας μετοχών σε άλλη

1. Πρακτικά Γεν. Συνελεύσεων και των δύο κατηγοριών μετοχών που αποφάσισαν την μετατροπή.
2. Το σχέδιο της ανακοίνωσης που πρόκειται να δημοσιευθεί από την εκδότρια στον Τύπο σχετικά με τη διαδικασία αντικατάστασης των τίτλων της υπό μετατροπή κατηγορίας.
3. Βεβαιώση του εκδότη ότι έχει εξασφαλίσει την επιτυχή διεκπεραίωση της διαδικασίας από την εταιρία εκτύπωσης των μετοχών ή το ΚΑΑ στις περιπτώσεις αποθετηρίων εγγράφων.
4. Έγκριση Υπ. Ανάπτυξης και καταχώρηση στο ΜΑΕ της τροποποίησης του καταστατικού της εταιρίας.



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Ν.Π.Δ.Δ.

ΑΠΟΦΑΣΗ

1/195/19.7.2000 συνεδρίασης
του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

ΘΕΜΑ : Δημόσια Πρόταση Αγοράς Κινητών Αξιών.

Αφού έλαβε υπόψη:

- 1.-Την παρ. 2 του άρθρου 19 του ν. 2733/1999 (ΦΕΚ 155Α) «Σύσταση Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (ΝΕ.Χ.Α.), ρυθμίσεις γενικότερων θεμάτων της Κεφαλαιαγοράς, των Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών, της Ανώνυμης Εταιρείας Διώρυγας Κορίνθου και άλλες διατάξεις».
2. Την περίπ. ζ της παρ. 1 του άρθρου 78 του ν. 1969/91 (ΦΕΚ 167Α) «Εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αμοιβαία κεφάλαια, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγίανσης της κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις», όπως συμπληρώθηκε με το άρθρο 18 του ν. 2198/94.
2. Το άρθρο 29Α του ν. 1558/85 «Κυβέρνηση και Κυβερνητικά όργανα», όπως προστέθηκε με το άρθρο 27 του ν. 2081/92 (ΦΕΚ 152Α).
3. Το υπ' αριθμ. 35199/19.7.2000 έγγραφο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ως και το απόσπασμα πρακτικών της από 6.7.2000 συνεδρίασεως του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. σχετικά με τη γνώμη του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. για τη δημόσια πρόταση αγοράς ή ανταλλαγής κινητών αξιών.

ΑΠΟΦΑΣΙΖΕΙ ΟΜΟΦΩΝΑ

Άρθρο 1

Ορισμοί

Για τις ανάγκες εφαρμογής της απόφασης αυτής ορίζονται ως:

- «Δημόσια Πρόταση»: η πρόταση που απευθύνεται στους κυρίους Κινητών Αξιών εταιρίας με σκοπό την απόκτηση του συνόλου ή μέρους των εν λόγω Κινητών Αξιών αντί καταβολής μετρητών («Δημόσια Πρόταση Αγοράς») ή με ανταλλαγή με άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα («Δημόσια Πρόταση Ανταλλαγής») ή με συνδυασμό και των δύο.

- «Αποδέκτες της Δημόσιας Πρότασης»: τα πρόσωπα στα οποία απευθύνεται η Δημόσια Πρόταση.
 - «Υπό Εξαγορά Εταιρία»: η εταιρία, οι Κινητές Αξίες της οποίας αποτελούν αντικείμενο Δημόσιας Πρότασης.
 - «Προτείνων»: κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που προβαίνει σε Δημόσια Πρόταση.
 - «Κινητές Αξίες»: οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κινητές αξίες που ενσωματώνουν δικαιώματα ψήφου και αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης.
 - «Περίοδος Αποδοχής»: η περίοδος εντός της οποίας μπορεί να γίνει δεκτή η Δημόσια Πρόταση από τους Αποδέκτες της.
 - «Πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα»: τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα τα οποία συνεργάζονται με τον Προτείνοντα ή με την Υπό Εξαγορά Εταιρία βάσει ρητής ή σιωπηρής προφορικής ή γραπτής συμφωνίας με σκοπό την απόκτηση του ελέγχου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας ή τη ματαίωση της επιτυχούς έκβασης της Δημόσιας Πρότασης, αντίστοιχα.
- Φυσικά ή νομικά πρόσωπα που ελέγχονται από άλλο φυσικό ή νομικό πρόσωπο κατά την έννοια του άρθρου 8 του πδ 51/1992, θεωρούνται πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα τόσο με το πρόσωπο αυτό όσο και μεταξύ τους.
- «Οργανωμένη Αγορά»: Κάθε αγορά που συγκεντρώνει τα στοιχεία που αναφέρονται στο άρθρο 2 στοιχ. 14 του ν. 2396/1996.

Άρθρο 2

Πεδίο Εφαρμογής

1. Η παρούσα απόφαση εφαρμόζεται σε Δημόσιες Προτάσεις που αφορούν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Κινητές Αξίες εταιρίας, η οποία διέπεται από το ελληνικό δίκαιο ή η οποία διέπεται από το δίκαιο άλλου κράτους, με την προϋπόθεση ότι οι Κινητές της Αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης κατά κύριο λόγο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την ημέρα δημοσιοποίησης της απόφασης για υποβολή Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με το άρθρο 7. Προκειμένου για Κινητές Αξίες εταιρίας, η οποία δεν διέπεται από το ελληνικό δίκαιο, δεν έχουν εφαρμογή οι διατάξεις του άρθρου 5.
2. Αρμόδια αρχή για την εποπτεία των Δημοσίων Προτάσεων που αναφέρονται στην παρ.1 του παρόντος είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Άρθρο 3

Σκοπός

Οι κανόνες που διέπουν τη Δημόσια Πρόταση έχουν ως σκοπό να διασφαλίσουν ότι:

- α) Όλοι οι κάτοχοι Κινητών Αξιών της Υπό Εξαγορά Εταιρίας που βρίσκονται υπό παρόμοιες συνθήκες τυγχάνουν ισότιμης μεταχείρισης.
- β) Οι Αποδέκτες της Δημόσιας Πρότασης πρέπει να διαθέτουν επαρκή χρόνο και προσήκουσα πληροφόρηση προκειμένου να λάβουν την απόφασή τους σχετικά με τη Δημόσια Πρόταση.
- γ) Το διοικητικό συμβούλιο της Υπό Εξαγορά Εταιρίας πρέπει να ενεργεί προς το συμφέρον της εν γένει και δεν πρέπει να στερεί από τους κατόχους Κινητών Αξιών της Υπό Εξαγορά Εταιρίας τη δυνατότητα να αξιολογούν τη Δημόσια Πρόταση.
- δ) Αποτρέπεται η στρέβλωση της αγοράς των Κινητών Αξιών της Υπό Εξαγορά Εταιρίας, της Προτείνουσας εταιρίας ή οποιασδήποτε άλλης εταιρίας που ενέχεται στη Δημόσια Πρόταση.
- ε) Η άσκηση των δραστηριοτήτων της Υπό Εξαγορά Εταιρίας δεν πρέπει να παρακωλύεται λόγω της Δημόσιας Πρότασης πέρα από ένα εύλογο χρονικό διάστημα.
- στ) Ο Προτείνων μπορεί να καταβάλει πλήρως το τίμημα και λαμβάνει όλα τα εύλογα μέτρα για την καταβολή κάθε άλλου ανταλλάγματος.

Άρθρο 4

Δημόσια Πρόταση

1. Όποιος προβαίνει σε Δημόσια Πρόταση για την απόκτηση Κινητών Αξιών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υποχρεούται να απευθύνει στους κυρίους των Κινητών αυτών Αξιών πρόταση για την απόκτηση ποσοστού ανώτερου του 50% τουλάχιστον του συνόλου των Κινητών Αξιών της Υπό Εξαγορά Εταιρίας, συμπεριλαμβανομένων των Κινητών Αξιών που ήδη κατέχει.
3. Ο Προτείνων υποχρεούται να ορίσει τον ελάχιστο αριθμό Κινητών Αξιών που πρέπει να γίνει αποδεκτός προκειμένου να ισχύσει η Δημόσια Πρόταση. Ο αριθμός αυτός δεν μπορεί να είναι κατώτερος από ποσοστό ίσο με το 40% του συνόλου των Κινητών Αξιών της Υπό Εξαγορά Εταιρίας συμπεριλαμβανομένων των Κινητών Αξιών που ο Προτείνων ήδη κατέχει.

Άρθρο 5

Υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση

1. Κάθε πρόσωπο (εφεξής «Το Υπόχρεο Πρόσωπο») το οποίο αποκτά καθ'οιονδήποτε τρόπο Κινητές Αξίες και λόγω της αποκτήσεως αυτής το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει υπερβαίνει το όριο του 50% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας, υποχρεούται, μέσα σε τριάντα (30) ημέρες από την απόκτηση αυτή, να απευθύνει Δημόσια Πρόταση Αγοράς για το σύνολο των Κινητών Αξιών της Υπό Εξαγορά Εταιρίας. Η ίδια υποχρέωση βαρύνει το Υπόχρεο Πρόσωπο εφόσον η υπέρβαση του παραπάνω ορίου προκύπτει λόγω αποκτήσεως Κινητών Αξιών από πρόσωπα της παραγράφου 2 του παρόντος. Η υποχρέωση αυτή βαρύνει πρόσωπα που αποκτούν Κινητές Αξίες σύμφωνα με τα προηγούμενα εδάφια μετά την έναρξη ισχύος της απόφασης αυτής.
2. Προκειμένου να υπολογισθεί το όριο που αναφέρεται στην προηγούμενη παράγραφο, στα δικαιώματα ψήφου που κατέχει το Υπόχρεο Πρόσωπο προστίθενται τα δικαιώματα ψήφου που αντιστοιχούν σε Κινητές Αξίες οι οποίες ανήκουν στο Υπόχρεο Πρόσωπο και οι οποίες έχουν παραδοθεί ως ενέχυρο καθώς επίσης και τα δικαιώματα ψήφου :
 - (α) των προσώπων που ενεργούν στο όνομά τους αλλά για λογαριασμό του Υπόχρεου Προσώπου,
 - (β) των προσώπων που ενεργούν συντονισμένα με το Υπόχρεο Πρόσωπο.
3. Για τον υπολογισμό των ορίων που προβλέπονται στην παράγραφο 1, εξομοιώνονται με τα δικαιώματα ψήφου που κατέχει το Υπόχρεο Πρόσωπο ή, κατά περίπτωση, ένα από τα άλλα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που αναφέρονται στις περιπτώσεις (α) και (β) της παραγράφου 2 του παρόντος άρθρου, τα δικαιώματα ψήφου που αντιστοιχούν στις Κινητές Αξίες:
 - (α) των οποίων το Υπόχρεο Πρόσωπο και τα πρόσωπα αυτά έχουν την επικαρπία,
 - (β) τις οποίες το Υπόχρεο Πρόσωπο και τα πρόσωπα αυτά έχουν δικαίωμα να αποκτήσουν με αποκλειστική πρωτοβουλία τους,
 - (γ) τις οποίες το Υπόχρεο Πρόσωπο και τα πρόσωπα αυτά έχουν στην κατοχή τους ως θεματοφύλακες και στις οποίες αντιστοιχούν δικαιώματα ψήφου τα οποία μπορούν να ασκήσουν κατά τη διακριτική τους ευχέρεια, εφόσον δεν υφίστανται ειδικές οδηγίες από τους κυρίους τους.

Σε κάθε περίπτωση, δεν εξομοιώνονται με τα δικαιώματα ψήφου που κατέχει πιστωτικό ίδρυμα κατά την έννοια του ν.2076/92, τα δικαιώματα ψήφου τα οποία αντιστοιχούν σε Κινητές Αξίες τις οποίες το ίδρυμα αυτό κατέχει δυνάμει συμβάσεως ενέχυρου ως ενεχυρούχος δανειστής.

4. Τα δικαιώματα ψήφου των οποίων η άσκηση απαγορεύεται από το άρθρο 16 του κ.ν. 2190/1920 ή από άλλες διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας δεν λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό του ορίου που προβλέπεται στην παράγραφο 1.
5. Η υποχρέωση που ορίζεται στην παράγραφο 1 δεν ισχύει εφόσον:
- (α) η απόκτηση Κινητών Αξιών είναι αποτέλεσμα μεταβίβασης χωρίς αντάλλαγμα,
 - (β) το πρόσωπο της παραγράφου 1 έχει αναλάβει εγγράφως την υποχρέωση να προβεί σε συγχώνευση με την εταιρία, τις Κινητές Αξίες της οποίας έχει αποκτήσει και το σχετικό έγγραφο συνοδεύεται από αποτίμηση ανεξάρτητου πιστωτικού ιδρύματος ή Ε.Π.Ε.Υ. για το δίκαιο και εύλογο της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών καθώς και από θετική εκτίμηση των προοπτικών πραγματοποίησης της συγχώνευσης,
 - (γ) η απόκτηση είναι αποτέλεσμα πράξης διάσπασης κατά την έννοια των άρθρων 81 επ. του κ.ν. 2190/1920,
 - (δ) το πρόσωπο της παραγράφου 1 έχει αποκτήσει ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου το οποίο υπερβαίνει το όριο που προβλέπεται στην παράγραφο 1, όχι όμως κατά ποσοστό μεγαλύτερο από 3% του συνόλου των δικαιωμάτων αυτών και αναλαμβάνει εγγράφως την υποχρέωση να διαθέσει τον αναγκαίο αριθμό Κινητών Αξιών προκειμένου να επανέλθει σε κάτω του ορίου επίπεδα το αργότερο εντός περιόδου ενός έτους από την απόκτηση και να μην ασκήσει κατά το διάστημα αυτό τα δικαιώματα ψήφου που αντιστοιχούν στο ποσοστό που υπερβαίνει το 50%,
 - (ε) οι Κινητές Αξίες έχουν αποκτηθεί κατ' ενάσκηση του δικαιώματος προτίμησης σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου το οποίο αναλογούσε στο πρόσωπο της παραγράφου 1 ως παλιό μέτοχο, εφόσον η ενάσκηση του δικαιώματος προτίμησης δεν συνοδεύεται από κατάργηση δικαιωμάτων προτίμησης λοιπών μετόχων και το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας έχει καταβάλει κάθε δυνατή προσπάθεια για τη διάθεση των μετοχών ως προς τις οποίες δεν ασκήθηκε το δικαίωμα προτίμησης,
 - (στ) οι Κινητές Αξίες έχουν αποκτηθεί ύστερα από Δημόσια Πρόταση στην οποία προέβη προγενέστερα το πρόσωπο της παραγράφου 1,
 - (ζ) εφαρμόζεται διαδικασία αποκρατικοποίησης της Υπό Εξαγορά Εταιρίας σύμφωνα με τις εκάστοτε ισχύουσες σχετικές διατάξεις,
 - (η) η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λάβει σχετική απόφαση σε περίπτωση που η απόκτηση Κινητών Αξιών σύμφωνα με την παρ. 1 στοιχ. α και β αποτελεί μέρος διαδικασίας εξυγίανσης της εταιρίας σύμφωνα με το άρθρο 44 του ν. 1892/1990,
 - (θ) οι Κινητές Αξίες αποκτώνται από επιχειρήσεις που ενεργούν ως ανάδοχοι σε εκπλήρωση υποχρεώσεών τους που απορρέουν από τη σύμβαση αναδοχής.

6. Κατά την υποβολή υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης βάσει του παρόντος άρθρου δεν επιτρέπεται στον Προτείνοντα να ορίσει ελάχιστο αριθμό κινητών αξιών που πρέπει να γίνει αποδεκτός προκειμένου να ισχύσει η Δημόσια Πρόταση.
7. Πρόσωπο το οποίο έχει υποβάλει υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση σύμφωνα με το παρόν άρθρο, δεν υποχρεούται να προβεί σε νέα Δημόσια Πρόταση εντός δωδεκαμήνου από τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής της πρώτης Δημόσιας Πρότασης.

Άρθρο 6

Ικανοποίηση δηλώσεων αποδοχής

1. Αν οι δηλώσεις αποδοχής που υποβάλλουν οι Αποδέκτες της Δημόσιας Πρότασης αφορούν συνολικά αριθμό Κινητών Αξιών μεγαλύτερο από εκείνον που ο Προτείνων προσφέρεται να αποκτήσει, οι δηλώσεις ικανοποιούνται αναλογικά.
2. Κατ' εξαίρεση, ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η Δημόσια Πρόταση μπορεί να περιλαμβάνει όρο για την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα ενός ελάχιστου ποσοστού ή ελάχιστου αριθμού Κινητών Αξιών ανά δήλωση.

Άρθρο 7

Υποχρέωση δημοσιοποίησης της Δημόσιας Πρότασης και ενημέρωσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

1. Πρόσωπο που έχει αποφασίσει τη διενέργεια Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με το άρθρο 4 ή που υποχρεούται να υποβάλει Δημόσια Πρόταση σύμφωνα με το άρθρο 5, πριν προβεί σε οποιαδήποτε σχετική ανακοίνωση στο κοινό, ενημερώνει εγγράφως την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Διοικητικό Συμβούλιο της Υπό Εξαγορά Εταιρίας. Η ενημέρωση γίνεται αμέσως μετά τη λήψη της απόφασης για τη διενέργεια Δημόσιας Πρότασης ή προκειμένου για υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση, το αργότερο με την πάροδο της προβλεπόμενης στο άρθρο 5 παρ. 1 προθεσμίας. Την επομένη ημέρα της ενημέρωσης ο Προτείνων ανακοινώνει τη Δημόσια Πρόταση με δημοσίευση που γίνεται κατά τα οριζόμενα στην παράγραφο 1 του άρθρου 11.
2. Η ανακοίνωση που δημοσιεύεται σύμφωνα με την προηγούμενη παράγραφο περιέχει τουλάχιστον τα εξής στοιχεία:
 - α) Την επωνυμία και την έδρα της Υπό Εξαγορά Εταιρίας.

- β) Το όνομα και τη διεύθυνση του Προτείνοντος ή, σε περίπτωση που Προτείνων είναι νομικό πρόσωπο, τη νομική μορφή, την επωνυμία, την έδρα, τη διεύθυνσή του και την εκπροσώπησή του.
- γ) Την επωνυμία και τη διεύθυνση του συμβούλου του Προτείνοντος, σύμφωνα με τα οριζόμενα στο άρθρο 10.
- δ) Τις Κινητές Αξίες που αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης.
- ε) Τον ανώτατο αριθμό των Κινητών Αξιών που υποχρεούται να αποκτήσει ο Προτείνων, το ποσοστό τους επί του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας, καθώς και επί του συνόλου των Κινητών Αξιών της ίδιας κατηγορίας.
- στ) Την προσφερόμενη για κάθε Κινητή Αξία αντιπαροχή.
- ζ) Τον ελάχιστο αριθμό Κινητών Αξιών, ο οποίος πρέπει να γίνει αποδεκτός προκειμένου να ισχύσει η Δημόσια Πρόταση, αν δεν πρόκειται για υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση σύμφωνα με το άρθρο 5.
- η) Τον αριθμό Κινητών Αξιών της Υπό Εξαγορά Εταιρίας που ήδη κατέχει άμεσα ή έμμεσα ο Προτείνων, σύμφωνα με όσα ορίζονται στις παρ. 2 και 3 του άρθρου 5.
3. Ο Προτείνων υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μαζί με την κατά την παράγραφο 1 ανακοίνωση της Δημόσιας Πρότασης, σχέδιο πληροφοριακού δελτίου Δημόσιας Πρότασης (εφεξής «Πληροφοριακό Δελτίο»), σύμφωνα με όσα ειδικότερα ορίζονται στο άρθρο 9.
4. Το σχέδιο του Πληροφοριακού Δελτίου γνωστοποιείται, την ημέρα υποβολής του στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στο διοικητικό συμβούλιο της Υπό Εξαγορά Εταιρίας.

Άρθρο 8

Περιορισμοί εξουσιών του διοικητικού συμβουλίου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας

Το διοικητικό συμβούλιο της Υπό Εξαγορά Εταιρίας, αφότου ενημερωθεί εγγράφως για την απόφαση υποβολής Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με το άρθρο 7 και μέχρι τη δημοσίευση του αποτελέσματος της Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με το άρθρο 19, εκτός από την αναζήτηση εναλλακτικών προσφορών, δεν επιτρέπεται να προβεί χωρίς να έχει λάβει προηγουμένως ειδική άδεια από τη γενική συνέλευση, σε οποιαδήποτε ενέργεια που θα μπορούσε να οδηγήσει σε ματαίωση της Δημόσιας Πρότασης, και ιδίως:

- α) να αποφασίσει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας ή έκδοση μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών, όταν οι νέες μετοχές ή μετατρέψιμες ομολογίες θα μπορούσαν να αποτελέσουν μόνιμο εμπόδιο για την απόκτηση ελέγχου στην Υπό Εξαγορά Εταιρία, εκτός και αν αποδεδειγμένως είχε εξουσιοδοτηθεί προς τούτο από τη γενική συνέλευση τουλάχιστον δέκα οκτώ (18) μήνες πριν από την υποβολή Δημόσιας Πρότασης και αν με την εν λόγω αύξηση δεν καταργείται ούτε περιορίζεται το δικαίωμα προτιμήσεως των παλαιών μετόχων,
- β) να προβεί σε διαχειριστικές πράξεις που θα μετέβαλαν ουσιωδώς το ενεργητικό ή το παθητικό της Υπό Εξαγορά Εταιρίας ή που θα δέσμευαν ουσιαστικά για το μέλλον την επιχειρηματική της πολιτική, εκτός και αν αποδεδειγμένως οι πράξεις αυτές είχαν ήδη αποφασιστεί από το αρμόδιο εταιρικό όργανο πριν από την υποβολή Δημόσιας Πρότασης.

Άρθρο 9

Πληροφοριακό Δελτίο

1. Ο Προτείνων δημοσιεύει, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 11 παρ. 2, Πληροφοριακό Δελτίο, στο οποίο περιέχονται τα στοιχεία που είναι απαραίτητα, ώστε οι Αποδέκτες της Δημόσιας Πρότασης να είναι σε θέση να μορφώσουν γνώμη γι' αυτή. Στο Πληροφοριακό Δελτίο περιέχονται τουλάχιστον τα εξής στοιχεία και πληροφορίες:

α) Η επωνυμία και έδρα της Υπό Εξαγορά Εταιρίας.

β) Το όνομα και η διεύθυνση του Προτείνοντος ή, σε περίπτωση που Προτείνων είναι νομικό πρόσωπο, η μορφή, η επωνυμία, η έδρα, η διεύθυνση και η εκπροσώπηση αυτού του νομικού προσώπου.

γ) Πλήρη στοιχεία του συμβούλου του Προτείνοντος που προβλέπεται στο άρθρο 10, όπως η επωνυμία, η έδρα και η διεύθυνση του.

δ) Στοιχεία των υπευθύνων σύνταξης του Πληροφοριακού Δελτίου, όπως όνομα και σχέση τους με τον Προτείνοντα, καθώς και βεβαίωσή τους ότι το Πληροφοριακό Δελτίο είναι πλήρες και τα στοιχεία του ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα, χωρίς να υπάρχουν παραλείψεις που θα μπορούσαν να αλλοιώσουν το περιεχόμενό του και την ουσία της Δημόσιας Πρότασης.

ε) Τυχόν εγγύηση που παρέχει ο σύμβουλος του Προτείνοντος για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που αναλαμβάνει ο Προτείνων.

στ) Οι Κινητές Αξίες που αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης.

ζ) Ο ανώτατος αριθμός των Κινητών Αξιών που δεσμεύεται ή υποχρεούται να αποκτήσει ο Προτείνων, το ποσοστό τους επί του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας, καθώς και επί του συνόλου των Κινητών Αξιών της ίδιας κατηγορίας.

η) Οι Κινητές Αξίες ή, κατά περίπτωση, η κατηγορία ή οι κατηγορίες Κινητών Αξιών της Υπό Εξαγορά Εταιρίας που κατέχει ήδη, άμεσα ή έμμεσα, ο Προτείνων.

θ) Η προσφερόμενη για κάθε Κινητή Αξία ή κατηγορία Κινητών Αξιών αντιπαροχή και ο τρόπος προσδιορισμού και καταβολής της. Σε περίπτωση καταβολής μετρητών, πρέπει να προσκομίζεται βεβαίωση πιστωτικού ιδρύματος που είναι εγκατεστημένο στην Ελλάδα ή σε άλλη χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης ότι ο Προτείνων διαθέτει τα μέσα καταβολής για το σύνολο του ποσού που καταβάλλεται σε μετρητά. Σε περίπτωση ανταλλαγής κινητών αξιών, πρέπει να περιέχεται βεβαίωση πιστωτικού ιδρύματος που ενεργεί ως θεματοφύλακας, ότι ο Προτείνων διαθέτει τις κινητές αξίες των οποίων την παράδοση προτείνει ως αντιπαροχή ή, κατά περίπτωση, ότι έχει λάβει κάθε πρόσφορο μέτρο προκειμένου να καταστεί δυνατή η εκπλήρωση της αντιπαροχής του που συνίσταται σε παράδοση κινητών αξιών. Προκειμένου για Δημόσια Πρόταση Ανταλλαγής με αξίες που δεν είναι εισηγμένες σε Οργανωμένη Αγορά Κράτους Μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο Προτείνων υποχρεούται να παρέχει εναλλακτικά στους Αποδέκτες της Δημόσιας Πρότασης αντιπαροχή σε μετρητά, κατ' επιλογή τους.

ι) Εφόσον η Δημόσια Πρόταση περιλαμβάνει και την ανταλλαγή Κινητών Αξιών, πλήρη στοιχεία των προσφερομένων ως αντιπαροχή κινητών αξιών, με ρητή αναφορά των δικαιωμάτων που παρέχουν, καθώς και του εκδότη τους.

ια) Κάθε προϋπόθεση που έχει επιβάλει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τη διενέργεια της Δημόσιας Πρότασης, από την πλήρωση της οποίας εξαρτάται και η έκβασή της.

ιβ) Ημερομηνία έναρξης και τέλους της Περιόδου Αποδοχής.

ιγ) Οι ενέργειες στις οποίες πρέπει να προβούν οι Αποδέκτες της Δημόσιας Πρότασης για να δηλώσουν την αποδοχή της, η διαδικασία που πρέπει να τηρηθεί για την εκπλήρωση των αναλαμβανομένων με τη δήλωση υποχρεώσεων ή για την ανάκληση της δήλωσης, όταν αυτή επιτρέπεται, καθώς και η διαδικασία καταβολής παροχής και αντιπαροχής.

ιδ) Οι επιχειρηματικοί στόχοι του Προτεινόντος ως προς την Υπό Εξαγορά Εταιρία, με έκθεση ιδίως των σχεδίων επιχειρηματικής πολιτικής και ανάπτυξης των δραστηριοτήτων της, με αναφορά τυχόν σχεδιαζομένων αναδιαρθρώσεων της Υπό Εξαγορά Εταιρίας και των συνδεδεμένων με αυτή επιχειρήσεων, στελέχωσης του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας και πολιτικής στις εργασιακές σχέσεις, με ρητή αναφορά των επιχειρηματικών στόχων στα θέματα απασχόλησης του προσωπικού και τους όρους της τόσο στην Υπό Εξαγορά Εταιρία όσο και στις συνδεδεμένες με αυτή επιχειρήσεις.

ιε) Οι ειδικές συμφωνίες που αφορούν τη Δημόσια Πρόταση ή την άσκηση των δικαιωμάτων των Κινητών Αξιών της Υπό Εξαγορά Εταιρίας, στις οποίες μετέχει, άμεσα ή έμμεσα, ο Προτείνων.

ιστ) Ο ελάχιστος αριθμός Κινητών Αξιών, ο οποίος πρέπει να γίνει αποδεκτός προκειμένου να ισχύσει η Δημόσια Πρόταση, εφόσον δεν πρόκειται για υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση.

ιζ) Τυχόν αιρέσεις, υπό τις οποίες γίνεται η Πρόταση, σύμφωνα με το άρθρο 14 παρ. 1.

2. Όταν η αντιπαροχή περιλαμβάνει Κινητές Αξίες εισηγμένες σε χρηματιστήριο και εν γένει Οργανωμένη Αγορά Κράτους Μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το Πληροφοριακό Δελτίο κάνει μνεία του τελευταίου ενημερωτικού δελτίου που δημοσιεύτηκε κατά την τελευταία τριετία πριν από την ημερομηνία δημοσίευσης του Πληροφοριακού Δελτίου σε σχέση με Κινητές Αξίες του εκδότη και των οικονομικών στοιχείων του εκδότη, που δημοσιεύονται περιοδικώς, καθιστώντας προσιτά τα έγγραφα αυτά στο κοινό. Επίσης, αναφέρει οποιοδήποτε σημαντικό γεγονός γνωστοποιήθηκε σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 5 του Π.Δ. 350/1985 ή της αντιστοιχης κοινοτικής διάταξης (Οδηγία 79/279/ΕΟΚ, Σχέδιο Γ, στοιχ. 5 α) από τον εκδότη την τελευταία διετία πριν από τη δημοσίευση του Πληροφοριακού Δελτίου.
3. Όταν η αντιπαροχή έχει ως αντικείμενο και αξίες εκτός εκείνων που ορίζονται στην παράγραφο 2, το Πληροφοριακό Δελτίο περιέχει πληροφορίες για τις αξίες αυτές αντίστοιχες προς εκείνες που περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο που δημοσιεύεται σύμφωνα με το Π.Δ. 348/1985, οι οποίες επιτρέπουν στους Αποδέκτες της Δημόσιας Πρότασης να σχηματίσουν γνώμη ως προς την παρουσία, την οικονομική κατάσταση, τα αποτελέσματα και τις προοπτικές του εκδότη.
4. Το Πληροφοριακό Δελτίο εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εφόσον το περιεχόμενό του είναι σύμφωνο με το νόμο εντός δέκα (10) εργασίμων ημερών από την υποβολή σ' αυτήν πλήρους σχετικού σχεδίου από τον Προτείνοντα.
5. Εάν πληροφορία εκ των απαριθμωμένων στις παραγράφους 1 έως 3 δεν είναι έγκαιρα διαθέσιμη ή δεν μπορεί να ληφθεί χωρίς υπερβολικό κόστος, ή εάν η πληροφορία αυτή δεν θεωρείται απαραίτητη για την προστασία των μετόχων ή των εργαζομένων της Υπό Εξαγορά Εταιρίας, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με αιτιολογημένη απόφασή της, μπορεί να απαλλάξει τον Προτείνοντα από την υποχρέωση δημοσίευσης αυτής της πληροφορίας.
6. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να ζητήσει από τον Προτείνοντα να συμπεριληφθούν στο Πληροφοριακό Δελτίο Προτάσεως και συμπληρωματικές πληροφορίες, εφόσον κρίνει ότι αυτές είναι απαραίτητες για την επαρκή ενημέρωση των Αποδεκτών.
7. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί επίσης να ζητήσει από τον Προτείνοντα τροποποιήσεις ή προσαρμογές στο υποβληθέν προς έγκριση Πληροφοριακό Δελτίο, εφόσον κρίνει ότι τούτο είναι αναγκαίο για την πληρέστερη ενημέρωση και για τη

διασφάλιση των συμφερόντων των επενδυτών ή την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς. Ο Προτείνων οφείλει να συμμορφωθεί προς τις υποδείξεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, δυνάμενος να επισημάνει τούτο στο Πληροφοριακό Δελτίο.

8. Το Πληροφοριακό Δελτίο δημοσιεύεται μέσα σε τρεις ημέρες από την έγκρισή του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 11 παρ. 2 του παρόντος.

Άρθρο 10

Σύμβουλος Προτείνοντος

1. Το Πληροφοριακό Δελτίο καθώς και κάθε αναθεώρηση της Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με το άρθρο 15 υπογράφεται επίσης από πιστωτικό ίδρυμα ή από επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, δικαιούμενη να παρέχει στην Ελλάδα την επενδυτική υπηρεσία του άρθρου 2 στοιχείο 1 δ' του ν. 2396/1996, που ενεργεί ως σύμβουλος του Προτείνοντος και βεβαιώνει την ακρίβεια του περιεχομένου του Πληροφοριακού Δελτίου (εφεξής «Σύμβουλος Προτείνοντος»).
2. Ο Σύμβουλος του Προτείνοντος εκθέτει σε ειδικό τμήμα του Πληροφοριακού Δελτίου την άποψή του για τις μεθόδους και τη διαδικασία για τη διασφάλιση των αναλαμβανομένων με τη Δημόσια Πρόταση υποχρεώσεων του Προτείνοντος έναντι των Αποδεκτών της, καθώς και για την αξιοπιστία της Δημόσιας Πρότασης. Ο Σύμβουλος εκθέτει ιδίως την άποψή του για τα μέτρα που έχουν ληφθεί ώστε να διασφαλισθεί ότι ο Προτείνων διαθέτει τα μέσα καταβολής ή παροχής του προσφερόμενου τιμήματος ή ανταλλάγματος καθώς και για το βαθμό εξασφάλισης των Αποδεκτών.
3. Ο Σύμβουλος του Προτείνοντος εκθέτει εγγράφως την άποψή του σχετικά με τυχόν αναθεώρηση της Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με το άρθρο 15.

Άρθρο 11

Δημοσιότητα

1. Κάθε ανακοίνωση που υπόκειται σε υποχρεωτική δημοσίευση σύμφωνα με τους όρους της απόφασης αυτής δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών καθώς και στα πολιτικά και οικονομικά έντυπα που προβλέπονται στις παραγράφους 2β' και 2γ' του άρθρου 26 του κ.ν. 2190/1920. Σε περίπτωση που οι Κινητές Αξίες της Υπό Εξαγορά Εταιρίας αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και σε άλλη Οργανωμένη Αγορά, η παραπάνω ανακοίνωση θα καταχωρείται και σε ευρείας κυκλοφορίας ημερήσια οικονομική εφημερίδα που εκδίδεται στην έδρα αυτής της Οργανωμένης Αγοράς.

2. Ειδικά, το Πληροφοριακό Δελτίο δημοσιεύεται αμελλητί, με μέριμνα του Προτείνοντος, μετά την έγκρισή του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς:
 - είτε με καταχώρηση σύμφωνα με όσα αναφέρονται στην προηγούμενη παράγραφο,
 - είτε με τη μορφή εντύπου που τίθεται δωρεάν στη διάθεση του κοινού στην έδρα και στα τυχόν υποκαταστήματα του Προτείνοντος, του Συμβούλου του καθώς και των πιστωτικών ιδρυμάτων ή των Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών του ν. 2396/96 που έχει ο Προτείνων σχετικώς εξουσιοδοτήσει.
3. Με ανακοίνωση του Προτείνοντος που δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών προσδιορίζεται πού έχει δημοσιευθεί το Πληροφοριακό Δελτίο και πού μπορεί να το προμηθευτεί το επενδυτικό κοινό.
4. Κάθε δημόσια ανακοίνωση για τη Δημόσια Πρόταση πρέπει να γνωστοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, καθώς και να αναφέρει ότι υπάρχει Πληροφοριακό Δελτίο και να ορίζει πού έχει ή πού πρόκειται να δημοσιευθεί.

Άρθρο 12

Αποδοχή Δημόσιας Πρότασης

1. Η αποδοχή της Δημόσιας Πρότασης από τα πρόσωπα στα οποία αυτή απευθύνεται λαμβάνει χώρα με έγγραφη δήλωση, η οποία κατατίθεται σε πιστωτικά ιδρύματα ή επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών δικαιούμενες να παρέχουν στην Ελλάδα την επενδυτική υπηρεσία του άρθρου 2 στοιχείο 1 δ' του ν. 2396/1996, που έχουν εξουσιοδοτηθεί προς τούτο από τον Προτείνοντα και είναι ανεξάρτητα από τον ίδιο, τα πρόσωπα που δρουν συντονισμένα με αυτόν ή από τον Σύμβουλό του. Με την επιφύλαξη των διατάξεων των άρθρων 13 και 15 παρ. 4 οι δηλώσεις αποδοχής ανακαλούνται ελεύθερα, με παρόμοια με την παραπάνω δήλωση, μέχρι τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής, εκτός εάν ορίζει διαφορετικά το Πληροφοριακό Δελτίο.
2. Η Περίοδος Αποδοχής δεν επιτρέπεται να είναι κατώτερη των τριάντα (30) ημερών ούτε ανώτερη των εξήντα (60) ημερών από την ημερομηνία κατά την οποία εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το Πληροφοριακό Δελτίο. Η Περίοδος Αποδοχής μπορεί, με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, να παραταθεί κατά δέκα (10) το πολύ ημέρες.

Άρθρο 13

Ανάκληση της Δημόσιας Πρότασης

1. Η Δημόσια Πρόταση που υποβάλλεται σύμφωνα με το άρθρο 4 μπορεί να ανακληθεί από τον Προτείνοντα, αν υποβληθούν Ανταγωνιστικές Προτάσεις, σύμφωνα με το άρθρο 21. Η ανάκληση πρέπει να ανακοινωθεί το αργότερο πέντε (5) ημέρες μετά την έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς του Πληροφοριακού Δελτίου της ανταγωνιστικής πρότασης.
2. Η Δημόσια Πρόταση μπορεί επίσης να ανακληθεί, ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αν επέλθει απρόοπτη και ανεξάρτητη της βούλησης του Προτείνοντος μεταβολή των συνθηκών που καθιστά ιδιαίτερα επαχθή τη διατήρηση σε ισχύ της Δημόσιας Πρότασης.
3. Η ανάκληση της Δημόσιας Πρότασης δημοσιεύεται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 11 παρ. 1.
4. Οι διατάξεις του παρόντος άρθρου δεν εφαρμόζονται στην υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση του άρθρου 5. Στην περίπτωση αυτή, ο Προτείνων δεσμεύεται, χωρίς να έχει τη δυνατότητα να ανακαλέσει τη Δημόσια Πρότασή του, καθόλη τη διάρκεια της Περιόδου Αποδοχής που προβλέπεται στο άρθρο 21 παρ. 2 της παρούσας.

Άρθρο 14

Αιρέσεις – Αντάλλαγμα της Δημόσιας Πρότασης

1. Η Δημόσια Πρόταση δεν επιτρέπεται να υπόκειται σε αιρέσεις άλλες πλην εκείνων που αφορούν στη χορήγηση διοικητικών αδειών ή εγκρίσεων που μπορεί να απαιτούνται και εκείνων που ενδεχομένως αφορούν στην έκδοση νέων κινητών αξιών που προσφέρονται σε αντάλλαγμα, σε περίπτωση Δημόσιας Πρότασης Ανταλλαγής.
2. Στην περίπτωση υποβολής Υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης το προτεινόμενο τίμημα: α) πρέπει να καταβάλεται εξ ολοκλήρου σε μετρητά κατά τη μεταβίβαση των Κινητών Αξιών που αναφέρεται στην παρ. 3 του παρόντος και β) δεν μπορεί να είναι κατώτερο της υψηλότερης των παρακάτω τιμών:
 - i) της μέσης χρηματιστηριακής τιμής της Κινητής Αξίας που αποτελεί αντικείμενο της υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης κατά τους δώδεκα μήνες που προηγούνται της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης, σταθμισμένης με τον ημερήσιο όγκο χρηματιστηριακών συναλλαγών στην Κινητή Αξία αυτή,

- ii) της υψηλότερης τιμής στην οποία το Υπόχρεο Πρόσωπο ή κάποιο από τα πρόσωπα που αναφέρονται στην παράγραφο 2 του άρθρου 5 απέκτησε, κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης, Κινητή Αξία που αποτελεί αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης.
3. Η μεταβίβαση Κινητών Αξιών που αποτελούν αντικείμενο Δημόσιας Πρότασης ή που προσφέρονται ως αντάλλαγμα, διενεργείται με επιμέλεια του ιδρύματος ή της επιχείρησης που αναφέρεται στην παρ. 1 του άρθρου 12 της παρούσας.

Άρθρο 15

Αναθεώρηση της Δημόσιας Πρότασης

1. Ο Προτείνων μπορεί μέχρι πέντε (5) εργάσιμες ημέρες πριν από τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής να αναθεωρήσει έναν ή περισσότερους από τους όρους της Δημόσιας Πρότασης που έχει υποβάλει. Δεν υποβάλλεται παραδεκτώς αναθεωρητική πρόταση με την οποία καθίσταται δυσμενέστερος έστω και ένας από τους όρους ή στοιχεία του όρου της Δημόσιας Πρότασης.
2. Η αναθεωρητική πρόταση υποβάλλεται προς έγκριση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, διαβιβάζεται ταυτόχρονα στο διοικητικό συμβούλιο της Υπό Εξαγορά Εταιρίας και δημοσιεύεται την επόμενη εργάσιμη ημέρα στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με επιμέλεια του Προτείνοντος. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποφασίζει εντός δύο (2) εργάσιμων ημερών από την υποβολή της αναθεωρητικής πρότασης. Σε περίπτωση που η αναθεωρητική πρόταση εγκριθεί, δημοσιεύεται με επιμέλεια του Προτείνοντος την επόμενη εργάσιμη ημέρα σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο άρθρο 11 παρ. 1. Σε περίπτωση που η αναθεωρητική πρόταση δεν εγκριθεί, η σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α.Α. της επόμενης εργάσιμης ημέρας.
3. Η υποβολή αναθεωρητικής Δημόσιας Πρότασης δεν παρατείνει την Περίοδο Αποδοχής.
4. Οι Αποδέκτες της αρχικής Δημόσιας Πρότασης θεωρείται ότι αποδέχονται την αναθεωρητική Δημόσια Πρόταση, εκτός εάν δηλώσουν το αντίθετο με τον τρόπο που προβλέπεται στο άρθρο 12 παρ. 1.

Άρθρο 16

Γνώμη της διοίκησης της Υπό Εξαγορά Εταιρίας

1. Το διοικητικό συμβούλιο της Υπό Εξαγορά Εταιρίας οφείλει να εκθέσει εγγράφως τις απόψεις του και να διατυπώσει αιτιολογημένη γνώμη σχετικά με τη Δημόσια Πρόταση. Η υποχρέωση αυτή ισχύει και σε περίπτωση υποβολής αναθεωρητικών ή και ανταγωνιστικών προτάσεων, σύμφωνα με τα άρθρα 15 και 21 αντίστοιχα.
2. Το έγγραφο που συντάσσεται κατά τα οριζόμενα στην προηγούμενη παράγραφο συνοδεύεται από λεπτομερή έκθεση ανεξάρτητου χρηματοοικονομικού συμβούλου ο οποίος πληροί τις προϋποθέσεις του άρθρου 10 παρ. 1, και πρέπει να:
 - α) προσδιορίζει τον αριθμό Κινητών Αξιών της Υπό Εξαγορά Εταιρίας που κατέχουν ή ελέγχουν άμεσα ή έμμεσα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τα διευθυντικά της στελέχη,
 - β) εκθέτει τις ενέργειες στις οποίες έχει ήδη προβεί ή προτίθεται να προβεί το διοικητικό συμβούλιο σε σχέση με τη Δημόσια Πρόταση,
 - γ) αναφέρει τις τυχόν συμφωνίες μεταξύ του διοικητικού συμβουλίου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας και του Προτείνοντος ή μεταξύ των μελών του διοικητικού της συμβουλίου και μετόχων της που αφορούν την άσκηση δικαιωμάτων ψήφου στην Υπό Εξαγορά Εταιρίας, και
 - δ) αναπτύσσει αιτιολογημένα τις απόψεις του Διοικητικού Συμβουλίου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας σχετικά με εκτιμώμενα αποτελέσματα της Δημόσιας Πρότασης ως προς τα εν γένει συμφέροντα της Εταιρίας και ως προς τους απασχολούμενους σ' αυτή.
3. Το έγγραφο το οποίο αναφέρεται στην πρώτη παράγραφο πρέπει να υποβληθεί εντός 10 ημερών από την ημέρα που η διοίκηση της Υπό Εξαγορά Εταιρίας λαμβάνει γνώση του περιεχομένου του Πληροφοριακού Δελτίου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στον Προτείνοντα. Σε περίπτωση υποβολής αναθεωρητικής πρότασης, η παραπάνω προθεσμία συντέμνεται σε μία εργάσιμη ημέρα από τη γνώση του περιεχομένου της. Το έγγραφο αυτό δημοσιεύεται αμελλητί σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 11 παρ. 1 με μέριμνα του Διοικητικού Συμβουλίου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας.

Άρθρο 17

Ενημέρωση των αρχών

1. Κατά τη διάρκεια της Περιόδου Αποδοχής ο Προτείνων, ο κατά το άρθρο 10 Σύμβουλος του και, κατά περίπτωση, τα μέλη του οργάνου διοίκησης της προτείνουσας εταιρίας, οι Αποδέκτες της Δημόσιας Πρότασης καθώς και τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας οφείλουν να παρέχουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον ζητηθούν, όλες τις πληροφορίες που διαθέτουν σχετικά με τη Δημόσια Πρόταση.
2. Από τη δημοσιοποίηση της Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με το άρθρο 7 και μέχρι τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής:

- α) ο Προτείνων, τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που κατέχουν ποσοστό 5% τουλάχιστον των δικαιωμάτων ψήφου καθώς και τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της Υπό Εξαγορά Εταιρίας ή της εταιρίας της οποίας οι Κινητές Αξίες παρέχονται ως αντιπαροχή, υποχρεούνται να δηλώνουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κάθε απόκτηση Κινητών Αξιών, χρηματιστηριακώς ή εξωχρηματιστηριακώς, της Υπό Εξαγορά Εταιρίας ή της εταιρίας της οποίας οι Κινητές Αξίες προσφέρονται σε ανταλλαγή καθώς και την τιμή απόκτησης. Η υποχρέωση αυτή καταλαμβάνει τα παραπάνω πρόσωπα, άλλα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που ενεργούν στο όνομά τους αλλά για λογαριασμό των προσώπων αυτών, τις επιχειρήσεις που ελέγχουν κατά την έννοια του άρθρου 8 του Π.Δ. 51/1992 καθώς και κάθε άλλο πρόσωπο που ενεργεί συντονισμένα με αυτά.
- β) κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που αποκτά ποσοστό 0,5% τουλάχιστον των δικαιωμάτων ψήφου στην Υπό Εξαγορά Εταιρία ή στην προτείνουσα εταιρία ή ενδεχομένως σε άλλη εταιρία, της οποίας οι Κινητές Αξίες παρέχονται ως αντιπαροχή, υποχρεούται να δηλώνει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, τόσο την απόκτηση αυτή και κάθε μεταγενέστερη απόκτηση Κινητών Αξιών στην Υπό Εξαγορά Εταιρία, ή στην εταιρία στην οποία οι Κινητές Αξίες παρέχονται ως αντιπαροχή, από το ίδιο, από άλλα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που ενεργούν στο όνομά τους αλλά για λογαριασμό του, από τις επιχειρήσεις που ελέγχει κατά την έννοια του άρθρου 8 του Π.Δ. 51/1992, ή από κάθε άλλο πρόσωπο που ενεργεί συντονισμένα με αυτό, όσο και την τιμή απόκτησης, καθώς και τα δικαιώματα ψήφου της εν λόγω εταιρίας τα οποία ενδεχομένως κατέχει ήδη.
3. Στο Πληροφοριακό Δελτίο του άρθρου 9, ο Προτείνων και τα πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα με αυτόν υποχρεούνται να δηλώσουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όλες τις χρηματιστηριακές ή εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές που διενήργησαν σε Κινητές Αξίες της Υπό Εξαγορά Εταιρίας κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της δημοσιοποίησης της Δημόσιας Πρότασης, σύμφωνα με το άρθρο 7, αναφέροντας ειδικότερα το είδος, τον όγκο, την τιμή και την ημέρα διενέργειας κάθε επιμέρους συναλλαγής.

Άρθρο 18

Απαγόρευση διαφήμισης

1. Κάθε διαφήμιση σχετική με τη Δημόσια Πρόταση πρέπει να είναι σύμφωνη με την ισχύουσα νομοθεσία, συμπεριλαμβανομένων ιδίως των διατάξεων του άρθρου 9 του ν. 2251/1994, όπως ισχύει.
2. Από την κατά το άρθρο 7 δημοσιοποίηση της Δημόσιας Πρότασης και μέχρι τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής δεν επιτρέπεται οποιαδήποτε ανακοίνωση σχετικά με

τη Δημόσια Πρόταση που να περιέχει αξιολογική κρίση ή πρόβλεψη για την επιτυχία της.

3. Κατά τη διάρκεια των τελευταίων επτά (7) ημερών της Περιόδου Αποδοχής, κάθε ανακοίνωση σχετική με τη Δημόσια Πρόταση πρέπει να περιορίζεται στην ενημέρωση που είναι απαραίτητη για τη δημοσιοποίηση και προβολή της καθώς και στη γνωστοποίηση των όρων και της διαδικασίας απόδοχής της.

Άρθρο 19

Δημοσίευση των αποτελεσμάτων της Δημόσιας Πρότασης

Τα αποτελέσματα της Δημόσιας Πρότασης δημοσιεύονται με επιμέλεια του Προτεινόντος εντός 48 ωρών από τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής, με τα μέσα που προβλέπονται στο άρθρο 11 παράγραφος 1.

Άρθρο 20

Ενημέρωση των εκπροσώπων των εργαζομένων της Υπό Εξαγορά Εταιρίας

Το διοικητικό συμβούλιο της Υπό Εξαγορά Εταιρίας κοινοποιεί το συντομότερο δυνατόν στους εκπροσώπους των εργαζομένων το Πληροφοριακό Δελτίο καθώς και όλα τα έγγραφα ή πληροφορίες που έχουν δημοσιευθεί με τα μέσα που προβλέπονται στο άρθρο 11 παράγραφος 1 σχετικά με την αναθεώρηση, την ανάκληση και το αποτέλεσμα της Δημόσιας Πρότασης.

Άρθρο 21

Ανταγωνιστικές προτάσεις

1. Αν οι Κινητές Αξίες της Υπό Εξαγορά Εταιρίας αποτελούν αντικείμενο ανταγωνιστικών προτάσεων, οι διατάξεις της απόφασης αυτής εφαρμόζονται σε καθεμία από τις προτάσεις αυτές.
2. Τα πρόσωπα που αναφέρονται στην παρ. 2 στοιχ. α και β του άρθρου 5 δεν μπορούν να προβούν σε πρόταση ανταγωνιστική της αρχικής.

3. Ανταγωνιστικές προτάσεις μπορεί να υποβληθούν μέχρι επτά (7) ημέρες πριν από την λήξη της Περιόδου Αποδοχής και σε κάθε περίπτωση εντός σαράντα (40) ημερών από την έναρξη της Περιόδου Αποδοχής της αρχικής Δημόσιας Πρότασης. Η Περίοδος Αποδοχής της αρχικής πρότασης, εφόσον αυτή δεν ανακληθεί, παρατείνεται αυτομάτως μέχρι τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής της ανταγωνιστικής πρότασης. Ο Προτείνων δημοσιεύει σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο άρθρο 11 παρ. 1 τη νέα ημερομηνία λήξης της Περιόδου Αποδοχής της Δημόσιας Πρότασης του εντός τριών (3) εργασιμών ημερών από την εκπνοή της προθεσμίας που προβλέπεται στο άρθρο 13 παρ. 1.
4. Η αποδοχή ανταγωνιστικής πρότασης από πρόσωπα που έχουν ήδη αποδεχθεί προηγούμενη πρόταση, θεωρείται ότι υποβάλλεται έγκυρα μόνον εφόσον έχει προηγηθεί ανάκληση της αποδοχής της προηγούμενης Δημόσιας Πρότασης. Στην περίπτωση αυτή, τόσο η αποδοχή όσο και η ανάκληση πρέπει να κοινοποιούνται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
5. Η υποβολή αναθεωρητικής πρότασης κατά το άρθρο 15 δεν αποτελεί ανταγωνιστική Δημόσια Πρόταση κατά την έννοια του παρόντος άρθρου.

Άρθρο 22

Υποχρεώσεις μετά την ανάκληση πρότασης

Σε περίπτωση ανακοίνωσης απόφασης για διενέργεια Δημόσιας Πρότασης η οποία είτε δεν λαμβάνει τελικά χώρα, είτε πραγματοποιείται αλλά ανακαλείται μεταγενέστερα, ο Προτείνων καθώς και τα πρόσωπα που αναφέρονται στην παρ. 2 στοιχ. α και β του άρθρου 5 δεν μπορούν κατά την διάρκεια των δώδεκα (12) μηνών που ακολουθούν την ανακοίνωση ή την ανάκληση της Δημόσιας Πρότασης, χωρίς την άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς:

α) να προβούν σε Δημόσια Πρόταση για Κινητές Αξίες της ίδιας Υπό Εξαγορά Εταιρίας.

β) να αποκτήσουν Κινητές Αξίες της Υπό Εξαγορά Εταιρίας εφόσον μετά την απόκτηση αυτή το ποσοστό συμμετοχής τους στην Υπό Εξαγορά Εταιρία ανέρχεται σε επίπεδα τέτοια που τους υποχρεώνει να προβούν σε Υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση σύμφωνα με το άρθρο 5.

Άρθρο 23

Κυρώσεις

Κάθε πρόσωπο που παραβαίνει τις διατάξεις της παρούσας τιμωρείται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 76 παρ. 10 του ν. 1969/1991, όπως ισχύει.

Από τις διατάξεις της παρούσης δεν προκαλείται δαπάνη σε βάρος του Κρατικού Προϋπολογισμού.

Η παρούσα να δημοσιευθεί στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (Τεύχος Β').

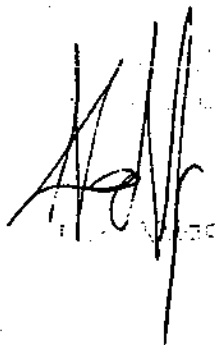
Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Ο Α' ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ

ΤΑ ΜΕΛΗ

ΣΤΑΥΡΟΣ Β. ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ

Ο Β' ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ

A handwritten signature in black ink, appearing to be the signature of the President or a member of the committee, written over a faint circular stamp.

ΠΗΓΕΣ:

1. Sudi Sudarsanam- 'Creating value from mergers and acquisitions', Prentice Hall 2003
2. Βασίλης Παπαδάκης – 'Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία', Αθήνα, Μάιος 2002
3. Alberts W W and N Varaiya (1989) 'Assesing the profitability of growth dy acquisition' International Journal of Industrial organization
4. Bekier MM, A J Bogardus and T Oldham (2001) "Why mergers fail" The McKinsey Quarterly
5. ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗΣ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
6. Περιοδικό "ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ MARKETING", εκδόσεις Morax
7. www.knowledge.wharton.upenn.edu
8. www.naftemporiki.gr
9. www.express.gr

