

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ**  
**ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΣΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ**

**Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στο πλαίσιο της Ελληνικής και Διεθνούς  
πραγματικότητας**



**Διπλωματική Εργασία της Αθανασιάδου Ελισσάβετ**

**Επιβλέπων καθηγητής: Παπαδόπουλος Δημήτριος**

**ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ 2008**

## Σύνοψη

Η διπλωματική εργασία που ακολουθεί με τίτλο «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στο πλαίσιο της Ελληνικής και Διεθνούς πραγματικότητας» αποτελεί μία προσπάθεια ανάλυσης των εξαγορών και συγχωνεύσεων υπό το πρίσμα της κρατικής παρέμβασης και ενίσχυσης των κινήτρων που οδηγούν σε αυτές.

Η στρατηγική των συγχωνεύσεων μπορούν να αποτελέσουν φορολογικά σημαντική πηγή εσόδων για το κράτος και για το λόγο αυτό υπάρχει μεγάλος όγκος νομολογίας και φορολογικών μεταρρυθμίσεων σχετικά με το θέμα αυτό. Σκοπός της εργασίας αυτής, δηλαδή, αποτελεί η ανάλυση των θεσμικών αλλαγών που έχουν γίνει στην Ελλάδα τις τελευταίες δεκαετίες, μέσα στο πλαίσιο που έχει διαμορφώσει το κοινοτικό δίκαιο, και η αξιολόγηση του με βάση τα κίνητρα που οδηγούν στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές.

Το θέμα που επεξεργάζεται η εργασία αυτή παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον δεδομένου ότι στο σύγχρονο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης, της εντατικοποίησης του ανταγωνισμού, της αποδόμησης των αγορών και της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης οι εξαγορές και συγχωνεύσεις παραμένουν μία ισχυρή στρατηγική ανάπτυξης των επιχειρήσεων (Caron, 1999), συνεχίζοντας το μεγάλο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων του δυτικού επιχειρηματικού κόσμου των δεκαετιών του 1980 και 1990. Με δεδομένη αυτήν τη δυναμική των εξαγορών και συγχωνεύσεων στο πέρασμα των δεκαετιών και των οικονομικών αλλαγών και μεταπτώσεων, είναι ενδιαφέρον να εξεταστεί ο τρόπος που αντιμετωπίζονται από το κράτος, πώς θεσμοθετούνται και πώς ρυθμίζονται.

Η δομή της εργασίας διαμορφώνεται ως εξής:

Αρχικά παρουσιάζεται το θεωρητικό πλαίσιο σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, όπου αναλύονται τα είδη, τα κίνητρα, τα αποτελέσματα, οι αμυντικές στρατηγικές των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Στη συνέχεια εξετάζεται η αντιμετώπιση της Ευρωπαϊκής Ένωσης των εξαγορών και συγχωνεύσεων στη δική της επικράτεια, αλλά και έξω από αυτήν. Στο τρίτο και τελευταίο μέρος παρουσιάζεται η εξέλιξη των εξαγορών στην Ελλάδα τα τελευταία έτη και ακολουθεί μία προσπάθεια συστηματοποίησης του ελληνικού θεσμικού πλαισίου, σχετικά με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις.

## **Abstract**

The following dissertation, entitled “Mergers and Acquisitions in the Greek and International reality”, constitutes an effort to analyze mergers and acquisition from the angle of the state intervention and motive reinforcement.

The strategy of mergers may constitute an important tax source for the state and for that reason there is a great body of laws and tax reforms regarding this issue. The purpose of this dissertation is to analyze the institutional changes that have taken place in Greece the last decades, in the frame of European Law, and its evaluation based on the motives that stimulate mergers and acquisitions.

The issue that this dissertation is dealing with is extremely interesting, taking under consideration the fact that in the contemporary frame of globalization, the intensification of competition, the decomposition of market and the European integration mergers and acquisitions remain an influential development strategy of the corporations, continuing in that way the great wave of mergers and acquisitions of the decades of 1980 and 1990. Taking as granted this dynamic of mergers and acquisitions throughout all these years and the economic changes, it is really interesting to examine the way that the state regards mergers; how mergers are institutionalized and conditioned.

The structure of the dissertation is formed as follows:

In the beginning the theoretical frame is presented, according to the international bibliography, where the types, the motives, the outcomes, the defense strategies of mergers and acquisitions are analyzed. Moreover, the European Union’s confrontation of the mergers and acquisitions in its territory, but also and out of it, is examined. At the third and last part of the dissertation it is presented the evolution of mergers in Greece the last years and follows an effort to organize the Greek institutional reality concerning mergers and acquisitions.

## **Περιεχόμενα**

### **Μέρος Α΄- Εννοιολογικό Περιεχόμενο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων**

#### **Κεφάλαιο 1- Ορισμός και Είδη Εξαγορών και Συγχωνεύσεων**

1.1-	Εισαγωγή	2
1.2-	Ορισμός και Είδη Εξαγορών και Συγχωνεύσεων	2
1.3-	Κατηγοριοποίηση βάσει βαθμού ολοκλήρωσης	7

#### **Κεφάλαιο 2- Αποτελεσματικότητα και Αμυντικές Στρατηγικές**

2.1-	Εισαγωγή	10
2.2-	Επιπτώσεις-Αποτελεσματικότητα	10
2.3-	Αμυντικές Στρατηγικές σε Εξαγορές	21

#### **Κεφάλαιο 3- Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών**

3.1-	Εισαγωγή	26
3.2-	Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	26

### **Μέρος Β΄- Θεσμικό Πλαίσιο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση**

#### **Κεφάλαιο 4- Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ευρώπη**

4.1-	Εισαγωγή	34
4.2-	Ιστορική αναδρομή	34

## **Κεφάλαιο 5- Κοινοτικό Δίκαιο**

5.1-	Εισαγωγή	38
5.2-	Οδηγία 90/434/EEC	38
5.3-	Οδηγία 2005/19/EC	41
5.4-	Κανονισμός 139/2004 της Ε.Ε.	41
5.5-	Στόχοι της Ε.Ε.	43
5.6-	Συμμόρφωση με το Ευρωπαϊκό Δίκαιο (Ν. 2578/98)	45

## **Μέρος Γ΄- Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα- Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο**

### **Κεφάλαιο 6- Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα**

6.1-	Εισαγωγή	49
6.2-	Ιστορική αναδρομή στις εξαγορές και συγχωνεύσεις στην Ελλάδα	49

### **Κεφάλαιο 7- Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο**

7.1-	Εισαγωγή	54
7.2-	Παρουσίαση διαδικασίας συγχώνευσης σύμφωνα με το ν. 2190/20	55
7.3-	Συμπεράσματα ανάλυσης ν.2190/20	62

### **Κεφάλαιο 8- Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο-Ν.Δ. 1297/72**

8.1-	Ν.Δ.1297/72	63
8.2-	Συμπεράσματα ανάλυσης ν.δ. 1297/72	65

## **Κεφάλαιο 9- Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο-Ν. 2166/93**

<b>9.1-</b>	N.2166/93	66
<b>9.2-</b>	Συμπεράσματα ανάλυσης ν.2166/93	71

## **Κεφάλαιο 10- Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο- Άρθρο 18 Ν 3296/2004**

<b>10.1-</b>	Άρθρο 18 Ν 3296/2004	72
<b>10.2-</b>	Συμπεράσματα ανάλυσης άρθρου 18 Ν 3296/2004	74

## **Κεφάλαιο 11- Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο- Άρθρο 7 Ν.2386/1996- Ν.2515/97- Ν.2992/02**

<b>11.1-</b>	Εισαγωγή	75
<b>11.2-</b>	Άρθρο 7 Ν.2386/1996	75
<b>11.3-</b>	Ν.2992/02	76
<b>11.4-</b>	Ν.2515/97	77
<b>11.5-</b>	Συμπεράσματα ανάλυσης Άρθρου 7 Ν.2386/1996- Ν.2515/97- Ν.2992/02	80

## **Κεφάλαιο 12- Ισχύον νομοθετικό πλαίσιο Ν. 2166/93-άρθρο 18 του Ν 3296/2004-ν.δ. 1297/72**

<b>12.1-</b>	Ισχύον νομοθετικό πλαίσιο Ν. 2166/93-άρθρο 18 του Ν 3296/2004-ν.δ. 1297/72	81
<b>12.2-</b>	Συμπεράσματα ανάλυσης ισχύοντος νομοθετικού πλαισίου	84

## **Κεφάλαιο 13- Υποχρεώσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών**

<b>13.1-</b>	Εισαγωγή	85
<b>13.2-</b>	Υποχρεώσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	85

Συμπεράσματα

89

Βιβλιογραφία

91

## **Α' ΜΕΡΟΣ**

**Εννοιολογικό Περιεχόμενο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων**



## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>

### Ορισμός και Είδη Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

#### 1.1 Εισαγωγή

Στην ενότητα αυτή θα γίνει μία προσπάθεια προσδιορισμού του εννοιολογικού περιεχομένου των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων όπως αυτό διαμορφώνεται σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία. Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να εισαγάγει τον αναγνώστη στις έννοιες των εξαγορών και συγχωνεύσεων, στα είδη και τις κατηγορίες. Το εισαγωγικό αυτό κεφάλαιο συντελεί στην καλύτερη ερμηνεία και αξιολόγηση του θεσμικού πλαισίου που ακολουθεί, καθώς και της ελληνικής πραγματικότητας.

#### 1.2 Ορισμός και Είδη Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Η έννοια της εξαγοράς είναι η διαδικασία κατά την οποία το μετοχικό κεφάλαιο ή το ενεργητικό μιας εταιρίας υπεισέρχεται σε διαφορετικό ιδιοκτησιακό καθεστώς (Reed *et al.*, 1999). Ο όρος εξαγορά ουσιαστικά περιγράφει κάθε μεταφορά ιδιοκτησίας (Lajoux, 2006). Σύμφωνα με τους Reed και Lajoux (1999) η έννοια της συγχώνευσης είναι καθαρά νομική και δεν αφορά το τρόπο λειτουργίας των δύο επιχειρήσεων μετά τη συνένωση τους. Με αυτήν την έννοια «... συγχώνευση υφίσταται όταν μία εταιρία συνενώνεται με μία άλλη και παύει να υπάρχει από εκείνο το σημείο και έπειτα.» (Reed *et al.*, 1999). Εδώ έγκειται, άλλωστε, και η διαφορά των δύο εννοιών. Ο όρος συγχώνευση χρησιμοποιείται πολλές φορές για εξαγορές που έχουν κάποιο σχέδιο ολοκλήρωσης των λειτουργιών των δύο εταιριών (Lajoux, 2006).

Ακόμη ένα σημείο διαφοράς των εννοιών είναι ότι σε αντίθεση με τις εξαγορές που διακρίνονται σε εχθρικές και φιλικές, οι συγχωνεύσεις είναι αποτέλεσμα κοινής απόφασης των δύο εταιριών και οδηγούν σε μία εταιρία με νέο όνομα. Ως συγχώνευση, δηλαδή, ορίζεται η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται χωρίς να γίνει εκκαθάρισή τους και μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους σε άλλη επιχείρηση η οποία είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για αυτόν τον σκοπό (Παπαδάκης Β., 2002: 398). Επιπλέον, μία εξαγορά δε συνεπάγεται

ότι θα οδηγήσει σε συγχώνευση εταιριών. Αυτό γιατί η έννοια της συγχώνευσης μπορεί να αφορά μερική συγχώνευση λειτουργιών κάποιων τμημάτων των εταιριών, καθώς επίσης μπορεί να γίνεται σε βάθος χρόνου. Η ταύτιση εξαγοράς και συγχώνευσης εξαρτάται από το πώς λειτουργούν οι εξής παράγοντες: α) η στρατηγική και οι στόχοι της εξαγοράζουσας εταιρίας, β) χαρακτηριστικά της εξαγοράς, όπως ο σχεδιασμός ολοκλήρωσης των λειτουργιών, η συμβατότητα της κουλτούρας και των διαδικασιών, διοικητικές πρακτικές, γ) το κοινωνικό και οικονομικό πλαίσιο στη χώρα που γίνεται η εξαγορά, αλλά και διεθνώς. (Soubeniotis *et al.*, 2006)

Σε πολλές περιπτώσεις η συμφωνία της συγχώνευσης προβλέπει ουσιαστικά εξαγορά της μίας εταιρίας από τη μεγαλύτερη, αλλά επιτρέπει να εμφανιστεί στο κοινό ως συγχώνευση εταιριών, καθώς η εξαγορά δημιουργεί αρνητικούς συνειρμούς. Ουσιαστικά, δηλαδή, το στοιχείο εκείνο που διακρίνει μία εξαγορά από μία συγχώνευση είναι το αν η αγορά είναι εχθρική ή φιλική και πώς αυτή ανακοινώνεται, δηλαδή πώς τη δέχεται η διοίκηση, οι μέτοχοι και οι εργαζόμενοι της εταιρίας-στόχου και τι ενέργειες κάνει μετά την προσφορά.

Συνήθως μεγάλες εταιρίες εξαγοράζουν μικρότερες, υπάρχουν όμως και περιπτώσεις όπου μικρές εταιρίες παίρνουν στα χέρια τους τη διοίκηση μεγαλύτερων εταιριών, όποτε αποτελούν αντίστροφες εξαγορές.

Ουσιαστικά με τις εξαγορές επιδιώκεται ο έλεγχος της εταιρικής περιουσίας (Jarrell *et al.*, 1988). Υπάρχουν διάφορα είδη εξαγορών:

**1) Με βάση τις διαπραγματεύσεις πριν το κλείσιμο της συμφωνίας και τη θέση της εν δυνάμει εξαγοραζόμενης εταιρίας διακρίνονται εξαγορές σε:**

α)φιλικές προς τις εταιρίες- στόχους, όταν αυτές συμμετέχουν στις διαπραγματεύσεις και επιθυμούν την εξαγορά και

β)εχθρικές, όταν η διοίκηση της εταιρίας- στόχου έχει απορρίψει την εξαγορά και η εξαγοράζουσα συνεχίζει να επιμένει η ακόμη όταν οι εταιρίες- στόχοι δε γνωρίζουν καν την πρόθεση της εξαγοράζουσας και αντιστέκονται στην πραγματοποίηση της εξαγοράς. Οι τρόποι προσέγγισης της εταιρίας- στόχου είναι διάφοροι. Η εξαγοράζουσα εταιρία μπορεί να κάνει δημοσίως μία προσφορά σε συγκεκριμένη τιμή μεγαλύτερη από την τιμή της αγοράς (market place). Σε άλλες περιπτώσεις προσεγγίζει ένα μέρος των διοικούντων (συνήθως την πλειοψηφία) και προσπαθεί να αλλάξει το διοικητικό συμβούλιο με νέο που θα είναι υπέρ της εξαγοράς. Ακόμη, μπορεί σταδιακά να αγοράζει μετοχές της εταιρίας- στόχου, με

σκοπό να μπορεί κάποια στιγμή να μεταβάλλει τη διοίκηση. Το πρόβλημα που δημιουργείται με τέτοιες εχθρικές εξαγορές είναι ότι η εξαγοράζουσα δε μπορεί να προετοιμάσει την εξαγορά με τέτοιο τρόπο που να εγγυάται την επιτυχία της και γνωρίζει για την εταιρία- στόχο μόνο αυτά που είναι δημοσίως γνωστά.

## **2) Με βάση τον τρόπο πληρωμής διακρίνονται σε εξαγορές:**

α) όπου η εξαγοράζουσα εταιρία αγοράζει μετοχές της εταιρίας- στόχου και έτσι αποκτά και τον έλεγχο της, γεγονός που οδηγεί την εξαγοράζουσα εταιρία στην απόκτηση του στόχου και των περιουσιακών στοιχείων του, άλλα και όλων των υποχρεώσεών του, πολλές φορές με υψηλό κίνδυνο.

β) όπου η εξαγοράζουσα αγοράζει τα πάγια της εταιρίας- στόχου. Η εταιρία-στόχος από αυτό το «ξεπούλημα» πληρώνει τους μετόχους με μερίσματα ή ρευστά. Στην περίπτωση αυτή μπορεί να υπάρχει πρόβλημα με τη φορολογία, καθώς σε διάφορες χώρες η μεταβίβαση αυτή των παγίων δεν χαίρει φορολογικών απαλλαγών, σε αντίθεση με τη μεταβίβαση μετοχών.

γ) όπου εξαγοράζουσα εταιρία μπορεί να προβεί στην εξαγορά με δικά της ρευστά διαθέσιμα ή, όπως συνηθίζεται, να δανειστεί μέσω τράπεζας ή ομολογιακού δανείου. Οι εξαγορές αυτές που γίνονται με δανειακά κεφάλαια ονομάζονται εξαγορές με δανειακές εγγυήσεις (**leveraged buyouts**) και θεωρούνται ιδιαίτερα δημοφιλείς. Τα πάγια της εξαγορζόμενης εταιρίας συνήθως αποτελούν την εγγύηση για τα δάνεια αυτά ή ακόμα και πάγια εξαγοράζουσας. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η εξαγορά μεγάλων επιχειρήσεων και η δημιουργία σημαντικών μονάδων με δέσμευση χαμηλού ύψους κεφαλαίων.

Συνήθως οι εταιρίες- στόχοι συγκεντρώνουν κάποια χαρακτηριστικά που τις κάνουν ιδιαίτερα ελκυστικές προς εξαγορά με δανειακές εγγυήσεις. Τέτοια χαρακτηριστικά αποτελούν:

- 1) Χαμηλά δανειακά κεφάλαια
- 2) Υψηλή ρευστότητα σε μακρά χρονική περίοδο
- 3) Πάγια σημαντικής αξίας που μπορεί να χρησιμοποιηθούν για πιθανά μεταγενέστερα χρέη
- 4) Προοπτικές για τη νέα διοίκηση να δημιουργήσει συνθήκες αύξησης της ρευστότητας
- 5) Τρέχουσες συνθήκες της αγοράς που υποτιμούν την τιμή της μετοχής της εταιρίας.

Στη δεκαετία του 1980 πολλές εξαγορές αυτού του είδους οδήγησαν εν τέλει σε πτώχευση τις συνενωμένες εταιρίες, σε απογοήτευση πολλών που προσδοκούσαν ότι με αυτόν τον τρόπο θα δημιουργούσαν μεγάλες μονάδες με μικρό ύψος ιδίων κεφαλαίων. Το γεγονός αυτό οφειλόταν στον υψηλό δείκτη ξένων προς ίδιων κεφαλαίων (leverage ratio), ο οποίος πολλές φορές άγγιζε το 100%, με τον οποίο λειτουργούσε η νέα εταιρία. Η επιβάρυνση από τα επιτόκια ήταν τόσο μεγάλη που οι χρηματικές ροές δε μπορούσαν να καλύψουν.

Επιπλέον, υπάρχουν και αντίστροφες εξαγορές με δανειακές εγγυήσεις (Reverse Leveraged Buyouts), όπου κάποιος μέτοχος εταιρίας μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο συμμετάσχει σε δικαιώματα άλλης εισηγμένης εταιρίας και χρησιμοποιεί τα κεφάλαια που κερδίζει για την εξαγορά της πρώτης και τη βέβαιη εισαγωγή της στο χρηματιστήριο (Soubeniotis *et al.*, 2006).

δ) όπου η χρηματοδότηση γίνεται εν μέρει με δανειακά κεφάλαια και εν μέρει με μετρητά. Οι συνενώσεις αυτές ονομάζονται υβριδικές συγχωνεύσεις.

ε) όπου η εταιρία- στόχος είναι κυρίως δημόσιος οργανισμός και έναντι ρευστών που διατίθενται για την εξαγορά χρησιμοποιούνται δανειακά συμβόλαια (loan notes), με τα οποία οι εξαγοραστές επιτυγχάνουν φορολογικές απαλλαγές, καθώς σε περίπτωση πώλησης των μετοχών που αποκτούν οι μετοχές δε μετατρέπονται σε ρευστά (ώστε να φορολογηθούν ως εισοδήματα κεφαλαίου) αλλά σε άλλα αξιόγραφα (loan notes) που τυγχάνουν φορολογικής απαλλαγής.

στ) όπου η εξαγοράζουσα εταιρία (κυρίως σε αντίστροφη εξαγορά) εκδίδει μετοχές στο όνομά της και τις πουλάει στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Έτσι, η εξαγοράζουσα δε χρειάζεται να δώσει ρευστά. Από την άλλη πλευρά σε αντίστροφες εξαγορές (όπου δηλαδή η εξαγοραζόμενη είναι μεγαλύτερη της εξαγοράζουσας) οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης ουσιαστικά αποκτούν τον έλεγχο της νέας εταιρίας, έναντι στη εταιρία που έκανε την προσφορά.

ζ) όπου μέρος της διοίκησης της εταιρίας παίρνει την πρωτοβουλία να εξαγοράσει ένα μεγάλο μέρος του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, ενώ το υπόλοιπο είτε εξαγοράζεται από τράπεζες με τη μορφή επενδύσεων είτε οι τράπεζες δίνουν δανειακά κεφάλαια. Οι εξαγορές αυτές ονομάζονται διοικητικές εξαγορές (Management Buyouts).

Η τιμή που θα γίνει η εξαγορά και ο τρόπος πληρωμής αποτελούν ουσιώδη στοιχεία της πορείας της εξαγοράς. Υπάρχουν οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές στις οποίες η εταιρία- στόχος γνωρίζει αύξηση των κερδών ανά μετοχή (EPS) (accretive

acquisitions) ή ο λόγος τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) μειώνεται. Στις περιπτώσεις αυτές οι εξαγοράζουσες εταιρίες έχουν πληρώσει τιμή πολύ χαμηλότερη από τα κέρδη που λαμβάνουν μετά την εξαγορά. Από την άλλη πλευρά υπάρχουν και οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές που οδηγούν σε αντίθετα από τα παραπάνω αποτελέσματα (dilutive mergers).

**3) Με βάση τη σχέση εξαγοραζόμενου και αγοραστή διακρίνονται εξαγορές και συγχωνεύσεις σε:**

α) Οριζόντιες συγχωνεύσεις, οι οποίες αφορούν την ένωση δύο εταιριών που παράγουν παρόμοια προϊόντα και ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

β) Κάθετες συγχωνεύσεις, οι οποίες είναι ενώσεις εταιριών που ανήκουν σε διαφορετικά στάδια της παραγωγής κάποιου προϊόντος.

γ) Διαγώνιες συγχωνεύσεις, οι οποίες αποτελούν ενώσεις εταιριών που γενικά ανήκουν στον ίδιο κλάδο, αλλά δεν έχουν κάποια κοινή σχέση αγοραστή-πελάτη ή προμηθευτή-πελάτη.

δ) conglomerate, στις οποίες οι δύο εταιρίες προέρχονται από διαφορετικούς κλάδους.

**4) Με βάση την προσφορά διακρίνονται σε:**

α) Συγχωνεύσεις απορρόφησης (absorption mergers), στις οποίες γίνεται συνολική μεταβίβαση του ενεργητικού και των υποχρεώσεων της εξαγοράζουσας εταιρίας, η οποία παύει να υφίσταται νομικά. Οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας είτε λαμβάνουν μετρητά, είτε μετοχές της νέας εταιρίας. Επιπλέον, η διοίκηση μπορεί να αρνηθεί εξ' αρχής μία προσφορά συγχώνευσης, πριν να υποβληθεί στους μετόχους προς συζήτηση.

β) Συνένωση εταιριών (consolidation) αποτελεί την περίπτωση εκείνη όπου δύο εταιρίες ενώνονται και δημιουργούν μία νέα εταιρία, ενώ οι δύο παλιότερες παύουν να υπάρχουν.

γ) Εξαγορά παγίων, όπου η εξαγοράζουσα εταιρία ενδιαφέρεται για την αγορά συγκεκριμένων παγίων.

δ) Εξαγορά μετοχών, όπου η εξαγοράζουσα αποκτά μερίδιο μετοχών της εξαγοραζόμενης.

ε) Δημόσια προσφορά εξαγοράς (Public Buyout Offer), όπου η εξαγοράζουσα εταιρία αναγγέλλει δημοσίως την αγορά μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή και στιγμή και οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης προσφέρουν τα μερίδιά τους είτε με αποδοχή



Το υπόδειγμα των Hespelagh και Jemison λαμβάνει υπόψη διάφορα επίπεδα ανάγκης για στρατηγική αλληλεξάρτηση και ανάγκης επιχειρησιακής αυτονομίας μετά από μία εξαγορά. Υπάρχουν τρία επίπεδα ενοποίησης και τρόπων λειτουργίας: α) η εταιρία στόχος αποτελεί ανεξάρτητη οντότητα μετά την εξαγορά, β) ο αγοραστής και η εταιρία στόχος γίνονται μία λειτουργική μονάδα μετά την εξαγορά, γ) ο αγοραστής αφομοιώνει πλήρως την εταιρία στόχο. Υποστηρίζεται ότι με την προσέγγιση της αυτονομίας αποφεύγονται προβλήματα συντονισμού, αν και αυτή η προσέγγιση δεν ακολουθείται συχνά, καθώς οι εταιρίες πιστεύουν ότι τα οφέλη από την πλήρη ενοποίηση και την αλληλεξάρτηση θα είναι πιο σημαντικά από τα κόστη.

Το υπόδειγμα των Marks και Minis (1998) κατηγοριοποιεί τον τρόπο λειτουργίας των ενοποιημένων εταιριών με πέντε προσεγγίσεις:

α) της διατήρησης, στην οποία υπάρχει μικρή αλληλεπίδραση μεταξύ των δύο εταιριών, έτσι ώστε μετά την εξαγορά η εταιρία στόχος να λειτουργεί αυτόνομα. Ακόμη οι αλλαγές στις εταιρίες είναι μικρές και το εγχείρημα πετυχαίνει όταν ο τρόπος ολοκλήρωσης αφήνει περιθώρια για διαφορετικότητα και για ανεξάρτητη λήψη αποφάσεων από την εταιρία στόχο.

β) της απορρόφησης, στην οποία υπάρχει έντονη η ανάγκη για στρατηγική αλληλεπίδραση. Πρωταρχικός στόχος του αγοραστή είναι να ενοποιήσει πλήρως τις δύο εταιρίες, μέσω της αφομοίωσης από την εταιρία στόχο των λειτουργιών του και της κουλτούρας του. Στην περίπτωση αυτή για να επιτύχει το εγχείρημα απαιτείται καλός σχεδιασμός πριν από την αρχή της διαδικασίας.

γ) της συμβίωσης, στην οποία αρχικά οι εταιρίες λειτουργούν αυτόνομα και μετά από κάποιο χρονικό διάστημα υπάρχει σταδιακή ενοποίηση των λειτουργιών. Μ' αυτόν τον τρόπο οι εταιρίες αρχικά μαθαίνουν η μία την άλλη και στη συνέχεια προβαίνουν σε σημαντικές αλλαγές για την ενοποίησή τους. Στην επιλογή αυτή απαιτείται πολύ καλή συνεργασία κα από τις δύο εταιρίες.

δ) του μετασχηματισμού, στην οποία η νέα εταιρία επαναπροσδιορίζει τη λειτουργία της σε καινούρια βάση, δημιουργώντας έτσι μια ολοκληρωτικά καινούρια εταιρία, με νέα κουλτούρα και νέες πρακτικές. Αυτό επιτυγχάνεται με καλό σχεδιασμό της δομής της, των χαρακτηριστικών της και του τρόπου λειτουργίας της.

ε) της κυριαρχίας, στη οποία ο αγοραστής έχει σκοπό να είναι ηγέτης της νέας εταιρίας, αγνοώντας κάποια διαδικασία ενοποίησης των εταιριών, αλλά επιβάλλοντας τον δικό του τρόπο λειτουργίας.

Από τα παραπάνω φαίνεται ότι υπάρχουν διάφοροι τρόποι συνενώσεων εταιριών, δείγμα του πόσο δημοφιλής επιχειρηματική πρακτική αποτελεί. Όμως, οι συγχωνεύσεις πολύ συχνά εγείρουν ανησυχίες σχετικά με την ένταση του ανταγωνισμού και την πιθανότητα δημιουργίας μονοπωλιακών αγορών. Το γεγονός αυτό έχει οδηγήσει οργανισμούς και κυβερνήσεις κρατών να παρεμβαίνουν και να ελέγχουν τον τρόπο, το είδος και τις συνέπειες που θα έχουν στο μέλλον συγχωνεύσεις επιχειρήσεων, με κύριο μέλημά τους να προστατεύσουν την εύρυθμη λειτουργία του ανταγωνισμού. Η Ευρωπαϊκή Ένωση, για παράδειγμα, έχει εκδώσει κανονισμούς και οδηγίες για το σκοπό αυτό, που θα αναφερθούν σε επόμενη ενότητα της εργασίας αυτής.



## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>

### Αποτελεσματικότητα και Αμυντικές Στρατηγικές

#### 2.1 Εισαγωγή

Η αποτελεσματικότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων παίζει σημαντικό ρόλο στην καθιέρωσή τους ως μορφή επένδυσης που να εγγυάται κερδοφορία και ανάπτυξη. Στο κεφάλαιο αυτό εξετάζεται η διεθνής βιβλιογραφία σχετικά με την αποτελεσματικότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων, ώστε να διερευνηθεί η σημαντικότητα του εγχειρήματος αυτού. Επιπλέον, το γεγονός ότι κάποιες συγχωνεύσεις είναι επιτυχείς και οδηγούν σε αυξημένη κερδοφορία και άλλες όχι οδηγεί στο συμπέρασμα ότι μπορεί να γίνουν λάθη στη διαδικασία ή μπορεί το πλαίσιο στο οποίο γίνονται οι συγχωνεύσεις να μην εξασφαλίζει την επιτυχία τους έκβαση. Έτσι ένα μέρος του κεφαλαίου αυτού αναλύονται λάθη και παραλείψεις της διαδικασίας της συγχώνευσης και πώς αυτά μπορούν να περιοριστούν.

Ένα ακόμη στοιχείο που θα μας απασχολήσει στην ενότητα αυτή της εργασίας είναι το γεγονός ότι με τις εξαγορές θίγονται συμφέροντα της διοίκησης, των εργαζομένων και πολλές φορές των μετόχων. Για το λόγο αυτό έχουν αναπτυχθεί διάφορες αμυντικές στρατηγικές που «διαφυλάσσουν» την εταιρία- στόχο από πιθανές εχθρικές εξαγορές. Η ανάλυση των στρατηγικών αυτών θεωρείται απαραίτητη στα πλαίσια της εργασίας αυτής, καθώς, πέρα από το γεγονός ότι απασχολούν ένα μεγάλο μέρος της διεθνούς βιβλιογραφίας, συντελούν σε μία ολοκληρωμένη προσέγγιση των εξαγορών και συγχωνεύσεων με τις επιπτώσεις που αυτές συνεπάγονται.

#### 2.2 Επιπτώσεις- Αποτελεσματικότητα

Η αξιολόγηση της επιτυχίας ή αποτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων στο μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας γίνεται στη βάση της εξέτασης των αλλαγών στην αποδοτικότητα της νέας εταιρίας, στις τιμές των μετοχών και στον έλεγχο της αγοράς. Ουσιαστικά υπάρχουν δύο τρόποι αξιολόγησης της απόδοσης των

συγχωνεύσεων, που επικρατούν: α) ο έλεγχος των διακυμάνσεων των τιμών των μετοχών με την ανακοίνωση της συγχώνευσης και μετά την ολοκλήρωσή της και β) ο έλεγχος των χρηματοοικονομικών καταστάσεων πριν και μετά τη συγχώνευση (Fridolfsson *et al.*, 2005).

Σημαντική έρευνα των Gugler, Mueller, Yurtoglou, Zulehner (2003) πάνω σε 2.753 πραγματοποιημένες συνενώσεις εταιριών της δεκαετίας του '90 σε διάφορες χώρες του κόσμου (με την πλειοψηφία να προέρχεται από τις Η.Π.Α) εξέτασε την έκβαση των συνενώσεων στην κερδοφορία και στις πωλήσεις, συγκρίνοντάς την με την κερδοφορία και τις πωλήσεις εταιριών ίδιων κλάδων, ώστε να ελεγχθεί τι θα γινόταν αν αυτές οι εταιρίες του δείγματος δε συνενώνονταν ποτέ, ενώ παράλληλα συνέδεσε αυτές τις παραμέτρους με τον έλεγχο της αγοράς. Τα αποτελέσματα σχετικά με τα κέρδη ήταν ιδιαίτερα ενθαρρυντικά, καθώς μεγαλύτερο μέρος από το 50% του δείγματος είχε μέση αύξηση 20% στα κέρδη. Τα αποτελέσματα, όμως, για τις πωλήσεις έδειξαν ότι σε μεγάλο μέρος του δείγματος σημείωναν προοδευτικά σημαντική μείωση. Αυτό το διφορούμενο αποτέλεσμα εξηγείται από το γεγονός ότι οι εταιρίες που αύξησαν τον έλεγχο της αγοράς είχαν μεν αύξηση των κερδών, αλλά μείωση των πωλήσεων. Σύμφωνα με τις έρευνες που βασίζονται στον έλεγχο της αγοράς, ως δείκτη αποτελεσματικότητας των εξαγορών και συγχωνεύσεων, οι συγχωνεύσεις που οδηγούν σε μεγαλύτερο έλεγχο της αγοράς δίνουν τη δυνατότητα στη νέα εταιρία και τους ανταγωνιστές να αυξάνουν την τιμή των προϊόντων (Pautler, 2001), γεγονός που οδηγεί την αύξηση των κερδών, αλλά μείωση των πωλήσεων.

Επιπλέον, σημαντικά είναι τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας σχετικά με το είδος της εξαγοράς ή συγχώνευσης και τις επιπτώσεις. Οι οριζόντιες συνενώσεις εταιριών στην βιομηχανία φαίνεται να ευνοούνται με αύξηση κερδών και πωλήσεων, ενώ στον κλάδο των υπηρεσιών οι κάθετες και ανομοιογενείς συνενώσεις έχουν ως αποτέλεσμα κυρίως την αύξηση των πωλήσεων.

Όσον αφορά τις αλλαγές στην τιμή της μετοχής, ως ένδειξη της αποτελεσματικότητας των εξαγορών και συγχωνεύσεων, σχετικές έρευνες δείχνουν ότι η μετοχή της εταιρίας-στόχου γνωρίζει αύξηση με την ανακοίνωση της επικείμενης εξαγοράς, λόγω ίσως των αισιόδοξων προσδοκιών των επενδυτών για μία επιτυχημένη μελλοντική εξαγορά και αύξηση των κερδών (Pautler, 2001), γεγονός που φαίνεται να προκύπτει από το σύνολο της βιβλιογραφίας (Romano, 1992). Οι μέτοχοι, δηλαδή των εταιριών-στόχων ευνοούνται, αρχικά τουλάχιστον, ενώ οι

μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρίας δεν επηρεάζονται σημαντικά (Fridolfsson *et al.*, 2005). Για την ακρίβεια, το αποτέλεσμα για τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρίας είναι αμφιλεγόμενο, καθώς στις διάφορες έρευνες της βιβλιογραφίας το αποτέλεσμα αυτό εμφανίζεται άλλοτε θετικό, άλλοτε αρνητικό και άλλοτε αδιάφορο (Romano, 1992). Παρόλ' αυτά οι μέτοχοι της εταιρίας- στόχου, πέρα από τα κέρδη της εξαγοράς, θα πρέπει να συνυπολογιστούν αυξήσεις της τιμής της μετοχής της εταιρίας πριν την ολοκλήρωση της εξαγοράς, (Jarrell *et al.*, 1988). Η τιμή της μετοχής της νέας συνενωμένης εταιρίας, ακόμα και αν η μετοχή της εξαγοράζουσας εταιρίας με την ανακοίνωση της εξαγοράς είχε πτωτικές τάσεις, έχει ανοδική πορεία. Οι έρευνες αυτές βασίζονται στην θεωρία των προσδοκιών της αγοράς με σκοπό να εξάγουν συμπεράσματα για τα αποτελέσματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων (Pautler, 2001).

Σε μία συγκεντρωτική αξιολόγηση τεσσάρων μεγάλων ερευνών για την έκβαση των εξαγορών και συγχωνεύσεων τις δεκαετίες 1980 και 1990, οι οποίες βασίστηκαν στις διακυμάνσεις της τιμής μετοχής της νέας εταιρίας σε σχέση με τις διακυμάνσεις της αγοράς (CAPM), ο Buckley (1995:218) καταλήγει σε τρία συμπεράσματα σχετικά με την αποτυχία και επιτυχία του εγχειρήματος: α) συγκεντρωτικά για τους μετόχους και το δύο εταιριών το αποτέλεσμα είναι ουδέτερο, β) παρόλ' αυτά οι μέτοχοι της εταιρίας- στόχου, αν εξεταστούν μεμονωμένα, αρχικά φαίνεται να έχουν τα σημαντικότερα κέρδη, γ) με βάση τα παραπάνω φαίνεται να υπάρχει μεταφορά πλούτου από την εξαγοράζουσα στην εξαγοραζόμενη. Βέβαια, σύμφωνα με τον Buckley (1995) τα μειωμένα κέρδη της εξαγοράζουσας δε συνεπάγεται και αποτυχία της εξαγοράς, καθώς νέα εταιρία μπορεί να έχει αυξημένες χρηματικές ροές σε σχέση με τις δύο παλιότερες. Τα μειωμένα αυτά οφέλη μπορεί να οφείλονται στον τρόπο αντιμετώπισης της εξαγοράς από τη διοίκηση της εξαγοράζουσας, καθώς πολλές φορές υπάρχει υπερεκτίμηση της «ικανότητάς» της να δημιουργήσει αξία μέσω της εξαγοράς και πληρώνει τους μετόχους της εξαγοραζόμενης υπέρογκα ποσά.

Παρόλ' αυτά οι τιμές των μετοχών δεν αποτελούν αξιόπιστη ένδειξη των κερδών που πραγματοποιούνται μετά την εξαγορά ή συγχώνευση. Η αξιολόγηση του αποτελέσματος μιας συγχώνευσης θα πρέπει να έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα και να μην περιορίζεται σε πρόσκαιρες μεταβολές της τιμής της μετοχής, στις οποίες συνήθως επιδρούν και εξωτερικοί παράγοντες. Κάτι ανάλογο φαίνεται να συνέβη στην περίπτωση της συγχώνευσης των εταιριών Chase και JPMorgan (δημιουργώντας

της JPMorganChase), όπου αρχικά η τιμή της μετοχής της νέας εταιρίας είχε σημαντική πτώση, λόγω όμως παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης (Epstein, 2004). Ωστόσο, σύμφωνα με έρευνα των Sirower και O' Byrne (1998) τα αποτελέσματα της ανάλυσης λογιστικών δεδομένων εταιριών που συγχωνεύτηκαν συσχετίζονται σημαντικά με αρχικές προβλέψεις των τιμών των μετοχών πριν τη συγχώνευση, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι η αγορά εν τέλει μπορεί να προβλέπει σωστά την έκβαση των συγχωνεύσεων.

Οι Melicher και Rush αξιολόγησαν την αποδοτικότητα ανομοιογενών συγχωνεύσεων σε σχέση με συγχωνεύσεις άλλου είδους βάσει τεσσάρων μεταβλητών: α) το μέγεθος των εταιριών, σύμφωνα με το ύψος καθαρών πωλήσεων, καθαρών κερδών, συνόλου παγίων, β) το ύψος των κερδών με βάσει διάφορους χρηματοοικονομικούς δείκτες (ROA, ROE), γ) παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος των κερδών (βάσει δεικτών χρηματοοικονομικής μόχλευσης) και δ) την πενταετή αποδοτικότητα, τις οποίες συνέκριναν με την περίοδο πριν τη συγχώνευση.

Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι οι ανομοιογενείς συγχωνεύσεις οδηγούν σε αύξηση της κερδοφορίας σχετικά με άλλου είδους συγχωνεύσεις. Αυτό το συμπέρασμα φαίνεται να συγκλίνει με το αποτέλεσμα έρευνας του Seth, (1990), σύμφωνα με το οποίο οι κάθετες συγχωνεύσεις δεν είναι τόσο αποδοτικές όσο οι οριζόντιες και οι ανομοιογενείς. Ωστόσο, αυτή η έρευνα υποστηρίζει ότι σε ό,τι αφορά τη δημιουργία αξίας (αν και από διαφορετικές πηγές), και όχι την αποδοτικότητα, όλες οι μορφές συγχωνεύσεων είναι ισότιμες.

Στο σημείο αυτό προκύπτει το ερώτημα πώς μπορεί να αυξάνεται η αξία των επιχειρήσεων, ενώ παράλληλα υπάρχει πτώση της κερδοφορίας μετά τη συγχώνευση; Πολλές φορές εταιρίες αναγκάζονται να προσφύγουν σε συγχώνευση για να αποτρέψουν επικείμενη συγχώνευση της εταιρίας-στόχου με κάποιον ανταγωνιστή τους. Αυτή η στρατηγική απόφαση μπορεί αρχικά να έχει μείωση της κερδοφορίας, αλλά ταυτόχρονη αύξηση της τιμής της μετοχής, λόγω των προσδοκιών για μελλοντικά κέρδη (Fridolfsson *et al.*, 2005).

Όσον αφορά τις επιδράσεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων στους εργαζόμενους της εταιρίας- στόχου, πολύ σημαντικό ρόλο παίζει το είδος της συνένωσης, ενώ παρατηρείται ότι οι ομάδες που κυρίως απειλούνται με απόλυση ή μετακίνηση από τη θέση τους είναι τα μεσαία διοικητικά μέλη και ακόμη περισσότερο τα υψηλά διοικητικά στελέχη. Οι εργαζόμενοι σε πιο χαμηλά επίπεδα δε γνωρίζουν κάποια αλλαγή σημαντική στην εργασία τους. Σε εχθρικές εξαγορές τα

υψηλά διοικητικά στελέχη διατρέχουν το μεγαλύτερο κίνδυνο απόλυσης ή υποβάθμισης, ενώ πολλές φορές παραιτούνται, λόγω της στρατηγικής που επέλεξαν πριν την εξαγορά, προκειμένου να την αποτρέψουν (για παράδειγμα στην περίπτωση της στρατηγικής των χρυσών αλεξίπτωτων) (Romano, 1992).

Επιπλέον, ανακύπτει το ερώτημα σχετικά με το ποιες είναι οι επιπτώσεις στη λειτουργία της αγοράς και ίσως στη μείωση της έντασης του ανταγωνισμού. Οι έρευνες σχετικά με το πόσο εμποδίζουν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις τον ανταγωνισμό εξετάζουν τις μεταβολές των μετοχών των ανταγωνιστικών εταιριών, τα αποτελέσματά τους, όμως, δε φαίνεται να έχουν κάποιο τεκμηριωμένο αποτέλεσμα. Από την άλλη πλευρά ο έλεγχος της αγοράς φαίνεται να εξηγεί τα αυξημένα κέρδη που είχαν εξαγοράζουσες εταιρίες, μετά από εχθρικές εξαγορές σε σχετικούς κλάδους, σε σχέση με μη σχετικές εξαγορές (Romano, 1992).

Σχετικά με την αποδοτικότητα και τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους σε διεθνείς συγχωνεύσεις η βιβλιογραφία δίνει ενθαρρυντικά αποτελέσματα. Πιο συγκεκριμένα, στην έρευνα των Markides και Oyon (1998) υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις ότι οι διεθνείς συγχωνεύσεις έχουν θετικά αποτελέσματα για τους μετόχους, καθώς μπορούν να εκμεταλλευτούν τα άυλα πάγια (φήμη, brand name) στις νέες αγορές και να αυξήσουν σημαντικά την αποδοτικότητά τους.

Μία διαφορετική προσέγγιση του τρόπου μέτρησης της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων εισάγεται από τους Brouthers, van Hastenburg, van den Ven (1998), οι οποίοι θεωρούν ότι το αποτέλεσμα των συγχωνεύσεων θα πρέπει να αξιολογείται με βάση τα αρχικά κίνητρα που οδήγησαν στο εγχείρημα αυτό και όχι μόνο στα χρηματοοικονομικά μεγέθη. Άλλωστε, οι διοικήσεις που πήραν την στρατηγική απόφαση της συγχώνευσης αξιολογούν το αποτέλεσμά της με βάση το βαθμό εκπλήρωσης των αρχικών τους προσδοκιών. Στην έρευνα που διεξήγαγαν υπήρξε σημαντική σχέση ανάμεσα στους αρχικούς στόχους και το βαθμό που αυτοί εκπληρώθηκαν. Επιπλέον, όσον αφορά την απόδοση των συγχωνεύσεων μεταξύ εταιριών ιδίου μεγέθους και διαφορετικού, η έρευνά τους έδειξε ότι δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι αποτελεί παράγοντα διαφορετικής απόδοσης, σε αντίθεση με παλιότερη θεώρηση που ήθελε οι συγχωνεύσεις εταιριών ιδίου μεγέθους να είναι πιο αποδοτικές, λόγω καλύτερου συνδυασμού των εργασιών τους.

Η αύξηση της αποτελεσματικότητας, όμως, σύμφωνα με τον Pautler (2001), δεν περιορίζεται μόνο στα πλαίσια της εταιρίας, αλλά επηρεάζει και την υπόλοιπη

οικονομία, καθώς δημιουργούνται αποδοτικές παραγωγικές μονάδες και η κατανομή των παραγωγικών πόρων γίνεται αποτελεσματικότερη.

Στο σύνολο της βιβλιογραφίας, και κυρίως σε έρευνες που βασίζονται στην αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων πριν και μετά τη συγχώνευση επικρατεί η άποψη ότι, εξαιτίας σημαντικών λαθών κατά τη διαδικασία των συγχωνεύσεων, γενικά οι συγχωνεύσεις δεν είναι αποδοτικές και δεν αυξάνουν την κερδοφορία, κυρίως οι εσωτερικές συγχωνεύσεις (Ranenscraft *et al.*, 1987). Αντιθέτως αυξάνουν τη δυσaréσκεια των εργαζόμενων και των καταναλωτών σε επίπεδα τέτοια που να οδηγήσει την περιουσία των μετόχων σε κατάρρευση (Erstein, 2004). Το γεγονός οδηγεί σε δύο σημαντικά ερωτήματα: α) γιατί προκύπτουν μη αποδοτικές συγχωνεύσεις; (Fridolfsson *et al.*, 2005) και β) τι ενέργειες πρέπει να γίνουν για την αποφυγή τους; (Saunders, 2002).

Όπως δείχνει και ο Πίνακας 1.1 (Saunders, 2002) τα πιο σημαντικά λάθη που γίνονται κατά τη διαδικασία της συγχώνευσης εντοπίζονται στους τομείς της χρηματοοικονομικής λειτουργίας, του συνδυασμού των διαδικασιών, της κουλτούρας και της προετοιμασίας της συγχώνευσης.

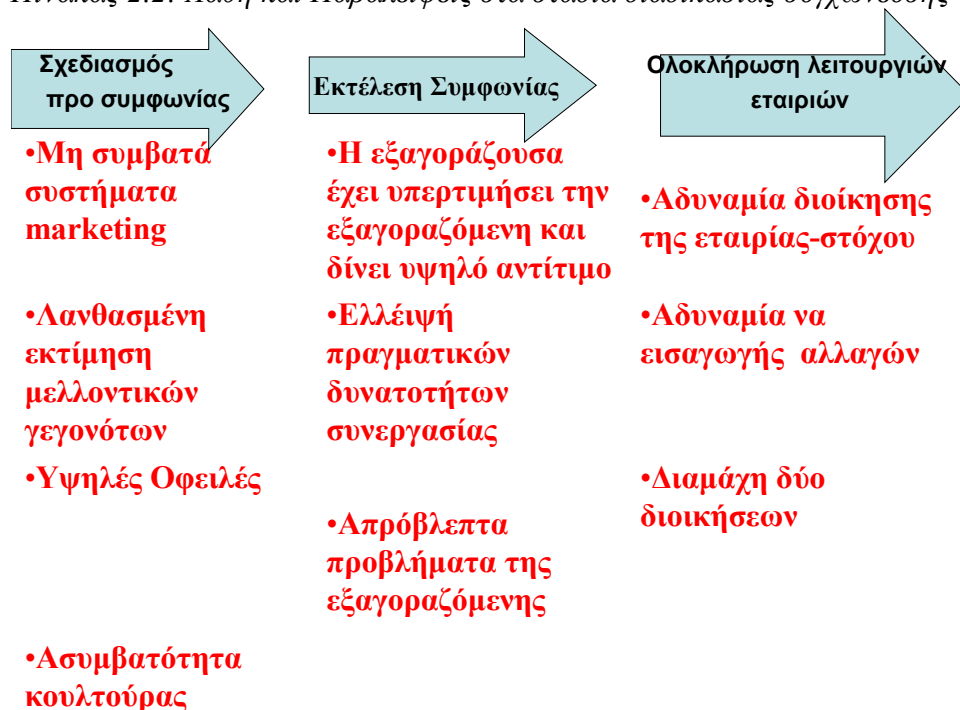
Πίνακας 2.1: Λάθη και Παραλείψεις σύμφωνα με Saunders, (2002)

Χρηματοοικονομικά	Λειτουργίες	Κουλτούρα	Προετοιμασία
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Η εξαγοράζουσα έχει υπερτιμήσει την εξαγοραζόμενη και δίνει υψηλό αντίτιμο</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Αδυναμία διοίκησης της εταιρίας-στόχου</li> <li>• Αδυναμία να εισαγωγής αλλαγών</li> <li>• Μη συμβατά συστήματα marketing</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ασυμβατότητα κουλτούρας</li> <li>• Διαμάχη δύο διοικήσεων</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ελλείψη πραγματικών δυνατοτήτων συνεργασίας</li> <li>• Λανθασμένη εκτίμηση μελλοντικών γεγονότων</li> <li>• Απρόβλεπτα προβλήματα της εξαγοραζόμενης εταιρίας</li> <li>• Υψηλές Οφειλές</li> </ul>

Επιπλέον θεωρεί ότι οι παραλείψεις αυτές λαμβάνουν χώρα σε συγκεκριμένα στάδια της διαδικασίας συγχώνευσης. Ο επιμερισμός από τη διοίκηση των ενεργειών της συγχώνευσης σε αυτά τα στάδια διευκολύνει το γρήγορο εντοπισμό των λαθών

και τη δυνατότητα άμεσης επίλυσης, ώστε να επιτύχει η όλη διαδικασία. Σύμφωνα με τον Saunders, (2002), λοιπόν, τα στάδια είναι :α)Σχεδιασμός προ συμφωνίας, β) Εκτέλεση της συμφωνίας και γ) ολοκλήρωση λειτουργιών μετά τη συμφωνία. Πιο συγκεκριμένα τα λάθη επιμερίζονται στα παραπάνω στάδια όπως φαίνεται στον πίνακα 2.2.

Πίνακας 2.2: Λάθη και Παραλείψεις στα στάδια διαδικασίας συγχώνευσης



Οι De Noble, Gustafson, Hergert (1988) αναλύουν οχτώ βασικούς παράγοντες αποτυχίας ή επιτυχίας των συγχωνεύσεων σε συνδυασμό με τα διάφορα στάδια.

1) Το στάδιο των διαπραγματεύσεων αποτελεί κρίσιμο σημείο, στο οποίο πολλές φορές κρίνεται και η επακόλουθη αποτυχία ή επιτυχία της διαδικασίας ενοποίησης των εταιριών. Στο στάδιο αυτό πολλές φορές η εξαγοράζουσα εταιρία δέχεται σημαντικές πιέσεις για το γρήγορο κλείσιμο της συμφωνίας, με αποτέλεσμα σημαντικοί παράγοντες να μένουν απροσδιόριστοι και να μην ρυθμίζονται. Προκειμένου να μην εμφανιστούν προβλήματα στην διαδικασία της ολοκλήρωσης των λειτουργιών η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρίας θα πρέπει να ρυθμίσει εκ των προτέρων όσες λεπτομέρειες μπορεί να προβλέψει. Επίσης, στο στάδιο αυτό της διαμόρφωσης των όρων της συμφωνίας θα πρέπει να εξασφαλιστεί η ισοτιμία των δύο πλευρών και κανείς από τους δύο εταίρους να μη θεωρήσει ότι θυματοποιείται (De Noble *et al*, 1988).

2) Στη διαμόρφωση της στρατηγικής ενοποίησης θα πρέπει να λάβουν μέρος και να είναι άμεσα εμπλεκόμενα όλα τα διοικητικά στελέχη σε συγκεκριμένους τομείς, καθώς αυτοί θα είναι και οι υπεύθυνοι για την εφαρμογή της.

3) Θα πρέπει όλοι οι εργαζόμενοι να θεωρήσουν ότι πλέον αποτελούν κοινή ομάδα με την άλλη εταιρία, δεν είναι ανταγωνιστές, αλλά εργάζονται για κοινούς στόχους.

4) Ένα σημαντικό πρόβλημα που ανακύπτει μετά από μία εξαγορά ή συγχώνευση είναι αυτό της ομαλής ενσωμάτωσης των ανθρώπινων πόρων των δύο επιχειρήσεων. Η διαδικασία αυτή απαιτεί επαναπροσδιορισμό των περιγραφών θέσεων εργασίας, τη δημιουργία κοινού συστήματος αξιολόγησης, κοινής μισθοδοτικής πολιτικής, συνταξιοδοτικής πολιτικής, πολιτικής ιατρικής ασφάλισης και αντίληψης των εργασιακών σχέσεων. Επιπλέον, όλοι οι εργαζόμενοι πρέπει να εμποδίσουν τη στρατηγική ενοποίησης και να λειτουργήσουν ανάλογα. Σε αντίθετη περίπτωση η επιλεγμένη στρατηγική θα πρέπει να τροποποιηθεί ή να εγκαταλειφθεί. Το σίγουρο είναι ότι οι περικοπές εργαζομένων που μπορεί να προκύψουν θα πρέπει να συνοδεύονται από αντίστοιχα ικανοποιητικά πακέτα αποχώρησης και από έγκαιρη προειδοποίηση.

5) Τα κίνητρα που οδηγούν της εταιρίες σε συνενώσεις μπορεί να κρύβουν σημαντικά κόστη, τα οποία δεν έχουν συνυπολογιστεί στο στάδιο της σχεδιασμού και της λήψης της απόφασης. Για παράδειγμα, η επίτευξη οικονομικών κλίμακας μπορεί να απαιτεί την απόκτηση νέων εργαζομένων, τη δημιουργία νέων μονάδων, που μπορεί να αυξάνουν το κόστος σε σημαντικό βαθμό και να οδηγούν πιθανώς στην αποτυχία του εγχειρήματος.

6) Η διαφορετική κουλτούρα που έχουν οι επιχειρήσεις μπορεί να αποτελέσει σημαντικό εμπόδιο σε μία επιτυχημένη εξαγορά ή συγχώνευση. Η διαφορετική νοοτροπία και αντίληψη σε θέματα διοίκησης και οργάνωσης δε μπορούν να υπάρχουν σε μία ενοποιημένη επιχείρηση. Αυτό γιατί διαφορετικές νοοτροπίες οδηγούν σε χαμηλή παραγωγικότητα, έσοδα, μισθούς και εν τέλει χαμηλή αξία. Συνήθως η επιχείρηση που εξαγοράζει θεωρεί δεδομένο ότι θα επιβάλλει τους δικούς της κανόνες, κάτι που μπορεί να οδηγήσει σε αποτυχία της εξαγοράς. Η νέα διοίκηση καλείται να συνδυάσει διαφορετικές κουλτούρες, να βρει μία κοινή βάση, κάτι το οποίο μπορεί κανείς να διακρίνει αν θα υπάρχει από τα στάδια των συζητήσεων και διαπραγματεύσεων. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί ότι το πρόβλημα της διαφορετικότητας στην κουλτούρα της επιχείρησης εντείνεται όταν οι



επιχειρήσεις έχουν διαφορετική εθνικότητα. Όσο αυξάνεται η γεωγραφική απόσταση των δύο επιχειρήσεων, τόσο αυξάνεται και η απόσταση στις νοοτροπίες.

7) Η οργανωσιακή δομή θα πρέπει να είναι ομοιόμορφη στη νέα εταιρία, έτσι ώστε να μπορούν να εκμεταλλευτούν τα οφέλη συνεργασιών. Η λειτουργίες της νέας εταιρίες θα πρέπει να επαναπροσδιοριστούν και να τυποποιηθούν από την αρχή, ώστε να λειτουργεί η εταιρία ως μία ενιαία.

8) Επιπλέον, πιθανά προβλήματα που φαίνεται ότι θα ανακύψουν πρέπει να προβλέπονται, ώστε να αναχαιτούνται. Η αρχική στρατηγική, δηλαδή, θα πρέπει να είναι ευέλικτη και να μπορεί να τροποποιείται, όταν χρειάζεται.

Ο Epstein (2004) προσεγγίζει την έννοια της αποτυχίας ή επιτυχίας λαμβάνοντας υπόψη και άλλες παραμέτρους. Αρχικά θεωρεί ότι κάποιες συγχωνεύσεις αποτυγχάνουν λόγω κακού σχεδιασμού και λανθασμένων κινήσεων στην πρώτη φάση της προετοιμασίας και κάποιες εξαιτίας λαθών στη μετά τη συγχώνευση προσπάθεια ενοποίησης των δύο εταιριών. Επιπλέον, υποστηρίζει ότι η διαδικασία ενοποίησης είναι εξ' ολοκλήρου διαφορετική σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων, όπου δύο μεγάλες εταιρίες ενώνονται, απ' ότι σε περιπτώσεις εξαγορών, στις οποίες μία εταιρία πρέπει να προσαρμοστεί στον τρόπο λειτουργίας μιας άλλης, συνήθως μεγαλύτερης.

Συνολικά, σύμφωνα με τον Epstein οι κύριες αιτίες της αποτυχίας είναι λάθη και παραλείψεις στους αρχικούς στρατηγικούς στόχους, στο σχεδιασμό πριν τη συγχώνευση, στη διαδικασία της ενοποίησης μετά τη συγχώνευση, στο εξωτερικό περιβάλλον. Συγκεκριμένα το στάδιο της ενοποίησης προϋποθέτει α) ενιαία στρατηγική και από τους δύο οργανισμούς που συνενώνονται με κοινές αποφάσεις και με ισότιμη αντιμετώπιση των εργαζόμενων, β) τη δημιουργία ξεχωριστής ομάδας που θα αφιερωθεί στη διαδικασία της ενοποίησης και θα είναι υπεύθυνη στην ομαλή ολοκλήρωση της διαδικασίας, γ) την ύπαρξη επικοινωνίας μεταξύ διοίκησης και εργαζομένων, ώστε να μην υπάρχουν απώλειες ικανών εργαζομένων λόγω δυσαρέσκειας, δ) ταχύτητα στη διαδικασία της ενοποίησης· για το λόγο αυτό ο σχεδιασμός πρέπει να γίνεται πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης ε) την ύπαρξη συγκεκριμένων στόχων και χρονοδιαγραμμάτων σε όλους τους τομείς (χρηματοοικονομική διοίκηση, ανθρώπινους πόρους), ενώ θα πρέπει να ελέγχεται η απόδοση και να προβλέπεται η μελλοντική, ώστε διοίκηση, εργαζόμενοι και πιστωτές να ενημερώνονται για την πορεία της συγχώνευσης.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η έρευνα των Homburg και Bucerius (2000), στην οποία αξιολογείται η επίδραση της ταχύτητας ενοποίησης και της σχετικότητας των εταιριών (εξωτερική και εσωτερική) ως παράγοντες επιτυχίας των συγχωνεύσεων. Η εξωτερική σχετικότητα των εταιριών αναφέρεται στην αγορά που στοχεύουν, στην τιμή και ποιότητα των προϊόντων που διαθέτουν, ενώ η εσωτερική σχετικότητα αφορά την οργανωσιακή κουλτούρα, τους στρατηγικούς στόχους των εταιριών την αποδοτικότητα πριν τη συγχώνευση. Η ταχύτητα ολοκλήρωσης της συγχώνευσης από διάφορες έρευνες φαίνεται να σχετίζεται θετικά με την επιτυχία του εγχειρήματος. Στην έρευνα αυτή οι Homburg και Bucerius υποστηρίζουν ότι η γρήγορη ολοκλήρωση της συγχώνευσης είναι απαραίτητη, προκειμένου να μειωθεί η αβεβαιότητα στους καταναλωτές και να έχουν μία ολοκληρωμένη εικόνα της νέας εταιρίας, των προϊόντων που παρέχει, της ποιότητας, της τιμολογιακής πολιτικής, της πολιτικής πωλήσεων κτλ.

Η επίτευξη αυτής της γρήγορης συγχώνευσης εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό και από τη σχετικότητα των δύο εταιριών. Αν οι δύο εταιρίες στοχεύουν σε διαφορετικές αγορές, είναι διαφορετικά τοποθετημένες στην αγορά (εξωτερική σχετικότητα), η γρήγορη συγχώνευση επιτυγχάνεται πιο δύσκολα. Ανάλογο είναι και το αποτέλεσμα όταν η εσωτερική σχετικότητα των δύο εταιριών, όπως προσδιορίστηκε παραπάνω, είναι χαμηλή.

Μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας έχει αφιερωθεί στην αναζήτηση αποτελεσμάτων με βάση τα κοινά χαρακτηριστικά της εσωτερικής οργάνωσης των εταιριών που συγχωνεύονται και της θέσης τους στην αγορά. Στο σύνολό της η βιβλιογραφία βρίσκει θετική συσχέτιση ανάμεσα στην επιτυχία των συγχωνεύσεων και στην εσωτερική- εξωτερική σχετικότητα των εταιριών. Σε συγχωνεύσεις εταιριών με υψηλή εσωτερική- εξωτερική σχετικότητα μπορούν να επιτευχθούν οικονομίες κλίμακας, οικονομίες κόστους, να δημιουργηθεί αξία για τους μετόχους σε σημαντικό βαθμό σε σχέση με συγχωνεύσεις εταιριών που έχουν χαμηλή εσωτερική- εξωτερική σχετικότητα και παρουσιάζουν πιο γενικά οφέλη, όπως μείωση του κινδύνου πτώχευσης, αύξηση της ικανότητας δανεισμού, καλύτερη διοίκηση (Singh *et al.* 1987).

Επίσης καθοριστικής σημασίας παράγοντες της επιτυχίας των συγχωνεύσεων, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, είναι θέματα συντονισμού, διοίκησης και ανθρώπινων πόρων που αναπτύσσονται στη συνέχεια.

Οι εξαγορές τείνουν να αυξάνουν τη διαφορετικότητα του συστήματος και των στόχων μεταξύ των μονάδων της επιχείρησης. Η νέα επιχείρηση αρχικά δε μοιράζεται κοινές πρακτικές και μεθόδους, δεν έχει τους ίδιους στόχους, ούτε θέτει κοινούς χρονικούς ορίζοντες για την υλοποίησή τους, καθώς αποτελείται από δύο διαφορετικούς οργανισμούς. Οι δύο επιχειρήσεις έχουν διαφορετική αντίληψη για τις χρηματοοικονομικές πρακτικές και πώς αυτές πρέπει να ακολουθούνται και να αξιολογούνται. Συνήθως η επιχείρηση που εξαγοράζει έχει πιο περίπλοκες δομές και προγράμματα, στα οποία η επιχείρηση που εξαγοράζεται δεν έχει προηγούμενη εμπειρία.

Επιπλέον, αποτελεί σύνηθες πρόβλημα η διοίκηση της εταιρίας που εξαγοράζεται να αντιδρά σε αλλαγές, κυρίως όταν παραμένει σε θέσεις συμβουλευτικές, θεωρώντας ότι γνωρίζει πολύ καλύτερα την εταιρία της. Αυτό συμβαίνει όταν διοικήσεις θέλουν να επωφεληθούν από μία συγχώνευση ή εξαγορά, αλλά δείχνουν απρόθυμες να εγκαταλείψουν τον έλεγχο της εταιρίας, με αποτέλεσμα η διαδικασία της συγχώνευσης να καθυστερείται και πολύ πιθανόν να μην είναι επιτυχής (Sherman, 1998).

Η διαφορετική κουλτούρα που έχουν οι επιχειρήσεις μπορεί να αποτελέσει σημαντικό εμπόδιο σε μία επιτυχημένη εξαγορά ή συγχώνευση. Η διαφορετική νοοτροπία και αντίληψη σε θέματα διοίκησης και οργάνωσης δε μπορούν να υπάρχουν σε μία ενοποιημένη επιχείρηση. Αυτό γιατί διαφορετικές νοοτροπίες οδηγούν σε χαμηλή παραγωγικότητα, έσοδα, μισθούς και εν τέλει χαμηλή αξία. Συνήθως η επιχείρηση που εξαγοράζει θεωρεί δεδομένο ότι θα επιβάλλει τους δικούς της κανόνες, κάτι που μπορεί να οδηγήσει σε αποτυχία της εξαγοράς. Η νέα διοίκηση καλείται να συνδυάσει διαφορετικές κουλτούρες, να βρει μία κοινή βάση, κάτι το οποίο μπορεί κανείς να διακρίνει αν θα υπάρχει από τα στάδια των συζητήσεων και διαπραγματεύσεων. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί ότι το πρόβλημα της διαφορετικότητας στην κουλτούρα της επιχείρησης εντείνεται όταν οι επιχειρήσεις έχουν διαφορετική εθνικότητα. Όσο αυξάνεται η γεωγραφική απόσταση των δύο επιχειρήσεων, τόσο αυξάνεται και η απόσταση στις νοοτροπίες.

Η επιτυχία μιας συγχώνευσης μπορεί, σύμφωνα με τον Saunders (2002), να διασφαλιστεί με σωστό χειρισμό στα στάδια της συγχώνευσης. Οι δύο πλευρές, δηλαδή, θα πρέπει να αξιολογήσουν μία σειρά από δείκτες και μεγέθη, που θα μπορούσαν να τους διαφυλάξουν από μελλοντικές αποτυχίες. Ιδιαίτερα στο στάδιο του σχεδιασμού απαιτούνται σωστοί χειρισμοί και μεθοδικότητα, ώστε το εγχείρημα

στα επόμενα στάδια να μη αντιμετωπίσει προβλήματα που δεν είχαν προβλεφθεί. Ο Saunders (2002), λοιπόν, προτείνει την παρακάτω ακολουθία ενεργειών προκειμένου για μία επιτυχή συμφωνία.

Πίνακας 2.3: Ενέργειες στα τρία στάδια προς αποφυγή αποτυχίας, σύμφωνα με Saunders, (2002)



### 2.3 Αμυντικές Στρατηγικές σε Εξαγορές

Οι αμυντικές στρατηγικές στις εξαγορές συνίστανται στη δημιουργία νέων συνθηκών στην εταιρία-στόχο πριν την αλλαγή της διοίκησης της εταιρίας. Αποτελούν ουσιαστικά προτάσεις της διοίκησης, καθώς τα προνόμια αυτής διακυβεύονται, που τίθενται προς έγκριση από τους μετόχους, οι οποίοι τις περισσότερες φορές τις δέχονται μετά από ψηφοφορία. Υπάρχουν διάφορα είδη στρατηγικών, που αναλύονται στη συνέχεια.

#### Α) Στρατηγικές που βασίζονται στη δύναμη των μετόχων και του ΔΣ

1) *Super-Majority Provisions* (Όροι απόλυτης πλειοψηφίας). Σύμφωνα με αυτήν τη στρατηγική για να γίνει αποδεκτή μία συγχώνευση πρέπει να το εγκρίνει μεγάλο ποσοστό των μετόχων. Έτσι οι πιθανοί αγοραστές θα πρέπει να αποκτήσουν συνήθως πάνω από το 80% των μετοχών. Αποτελεί ήπια στρατηγική, στην οποία οι αγοραστές εύκολα μπορούν να αντιδράσουν.

Τα τελευταία χρόνια γίνονται προσπάθειες να ελαχιστοποιηθεί η τάση των διοικήσεων των εταιριών να ακολουθούν αμυντικές στρατηγικές συγχωνεύσεων, όπως οι δύο παραπάνω, προς όφελος τους, προκειμένου να εδραιώσουν τη θέση τους στην εταιρία, και όχι προς όφελος των μετόχων. Για παράδειγμα το χρηματιστήριο του Τόκιο από το Μάρτιο του 2006 υποχρεώνει τις εταιρίες που υπάγονται σ' αυτό να προσκομίζουν πληροφορίες σχετικά με το αν ακολουθούν τέτοιες στρατηγικές και ποιες είναι αυτές. Σε περίπτωση που οι στρατηγικές αυτές δεν είναι δικαιολογημένες και θεωρηθεί ότι εξυπηρετούν συμφέροντα της διοίκησης και μόνο, αν δεν αλλάξει τακτική η εταιρία μέσα σε έξι μήνες αποπέμπεται από το χρηματιστήριο του Τόκιο.

2) *Fair Price Amendments*. Τη στρατηγική αυτή ακολουθούν 35% των εταιριών και η δίκαιη τιμή αναφέρεται στην προσφορά από τον αγοραστή ίδιας τιμής σε όλους τους μετόχους. Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται για να αμυνθεί η εταιρία σε προσφορές δύο σταδίων. Αρχικά ο αγοραστής κάνει κάποια προσφορά για ένα μέρος των μετοχών, ενώ υπάρχουν όροι και για το δεύτερο στάδιο, όπου η τιμή προσφοράς είναι χαμηλότερη από την πρώτη. Αυτό δημιουργεί κίνητρο για τους μετόχους να δεχτούν την υψηλότερη τιμή, ενώ ο αγοραστής δέχεται μετοχές σε μια προ διαπραγματεύσεων τιμή. Ως αποτέλεσμα πωλούνται οι μετοχές στο σταθμισμένο μέσο όρο των δύο τιμών. Η στρατηγική αυτή θεωρείται ήπια, καθώς ουσιαστικά δεν αυξάνεται το κόστος της εξαγοράς για τον αγοραστή, απλά διαμορφώνεται η προσφορά σε ίδια τιμή μετοχών.

3) *Dual- Class Recapitalization (Κεφαλαιοποίηση μεταξύ δύο ομάδων)*. Η στρατηγική αυτή αναφέρεται στον επαναπροσδιορισμό της περιουσίας της εταιρίας μεταξύ δύο ομάδων με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου. Σκοπός είναι να αυξηθεί η δύναμη μιας ομάδας δυσανάλογα με το μέγεθός της και να αποκτήσει περισσότερες ψήφους από αυτές που θα της αναλογούσαν κάτω από τη συνθήκη «κάθε μετοχή-μία ψήφος». Με αυτόν τον τρόπο μειώνεται ο ανταγωνισμός στη διοίκηση και οι εχθρικές προτάσεις εξαγοράς μειώνονται.

4) *Changes in the State of Incorporation (Αλλαγές στη Σύσταση της Εταιρίας)*. Αλλαγές στις σχέσεις με νέους διακανονισμούς μεταξύ μετόχων και διοίκησης. Συνήθως τέτοιες αλλαγές έπονται κερδοφόρων χρονικών περιόδων και προκαλούν σχετικά μικρές αυξήσεις στο επίπεδο κερδών, ταυτόχρονα όμως, μπορούν να αναχαιτίσουν απόπειρες εξαγοράς.

5) *Staggered Board Elections (Εκλογή κλιμακωτού διοικητικού συμβουλίου)*. Θεωρείται ήπια αμυντική στρατηγική. Το διοικητικό συμβούλιο είναι χωρισμένο σε

τρεις ομάδες, καθεμία εκ των οποίων διοικεί ανά δύο χρόνια. Με αυτόν τον τρόπο γίνεται πιο δύσκολο από κάποιον αγοραστή να αποκτήσει τον έλεγχο ολόκληρου του συμβουλίου, ακόμη και αν ο αγοραστής είναι μεγάλος μέτοχος της εταιρίας. Ο πιθανός αγοραστής γίνεται απρόθυμος να κάνει κάποια προσφορά και επιπλέον είναι πιο δύσκολο να βρει χρηματοδότηση.

6) *Standstill agreements*. Στις συμφωνίες αυτές συνήθως ένας μεγάλος μέτοχος παίρνει κάποιες θέσεις του διοικητικού συμβουλίου ή ψηφίζει μαζί τους, προκειμένου, έστω προσωρινά, να αποφευχθεί πιθανότητα εξαγοράς. Πολλές φορές όμως τέτοιες μέθοδοι αποτυγχάνουν, καθώς ο μεγάλος μέτοχος κερδίζει τον έλεγχο του συμβουλίου.

5) *Reduction in Cumulative Voting Rights (Μειώσεις στην εκλογική διαδικασία)*. Σε πολλές περιπτώσεις η εκλογική διαδικασία που ακολουθείται στην εταιρία επιτρέπει μία μικρή ομάδα να επιλέξει τη διοίκηση, ακόμη και αν η πλειοψηφία έχει αντίθετη άποψη. Με αυτόν τον τρόπο ομάδες που είναι αντίθετες με πιθανή εξαγορά μπορούν να δημιουργήσουν τις συνθήκες εκείνες, ώστε να αποφευχθεί.

## **B) Στρατηγικές που δεν απαιτούν ενέργειες των μετόχων**

Οι στρατηγικές αυτές σχετίζονται με μέτρα που λαμβάνει η εταιρία και δεν αφορά τόσο

1) *Litigation by Target Management* Με τη στρατηγική αυτή η διοίκηση της εταιρίας –στόχου υποβάλλει μηνύσεις έναντι της εξαγοράζουσας εταιρίας στο πλαίσιο μιας εχθρικής εξαγοράς, επικαλούμενη παραβίαση κανόνων αντιτράστ (antitrust), με σκοπό την καθυστέρηση της ολοκλήρωσης της εξαγοράς. Με τον τρόπο αυτό η εταιρία-στόχος βρίσκεται στην προνομιακή θέση να διαπραγματευτεί περαιτέρω την τιμή εξαγοράς και να πετύχει μία πολύ καλύτερη συμφωνία. Παρόλ' αυτά σύμφωνα με τους Jarrell, Brickley και Netter (1988) οι μέτοχοι των εταιριών που προσφεύγουν σε τέτοιες στρατηγικές μπορεί να έχουν ζημιογόνο αποτέλεσμα. Αυτό γιατί σύμφωνα με την έρευνα αυτή σε περίπτωση δικαίωσης της εταιρίας-στόχου, η τιμή της μετοχής γνωρίζει σημαντική πτώση, γεγονός που δε συμβαίνει σε περίπτωση ήττας της.

2) *Targeted Block Stock Repurchases (Greenmail)*. Στην περίπτωση αυτή η διοίκηση της εταιρίας- στόχου αποφεύγει μία εχθρική εξαγορά με επαναγορά σε

προνομακή τιμή του μέρους των μετοχών της εταιρίας που σκοπεύει να αποκτήσει η εξαγοράζουσα εταιρία. Πολλές φορές αυτή η τακτική έχει ως συνέπεια πτωτικές τάσεις της μετοχής της εταιρίας- στόχου.

4) *Poison Pills (Δηλητηριώδη χάπια)*. Η διοίκηση της εταιρίας στόχου δημιουργεί διάφορα αξιόγραφα που δίνουν στους κατόχους τους ειδικά δικαιώματα, τα οποία ενεργοποιούνται στην περίπτωση που γίνει εχθρική εξαγορά. Αυτά τα αξιόγραφα λέγονται Poison Pills (δηλητηριώδη χάπια) και μπορεί να δίνουν το δικαίωμα στους μετόχους τους να αγοράσουν μετοχές της εταιρίας σε πολύ χαμηλή τιμή, έτσι ώστε να αυξήσουν το ποσοστό ιδιοκτησίας τους και να μειώσουν το αντίστοιχο του εξαγοραστή στην εταιρία τους. Σε περίπτωση που τα δικαιώματα αυτά εμποδιστούν από την εξαγοράζουσα εταιρία, τότε αυτή αντιμετωπίζει σημαντικές χρηματικές ποινές.

Από την εμφάνισή τους ακόμη , το 1982 (Jarrell, 1988), τα Poison Pills αποτέλεσαν την πιο δημοφιλή στρατηγική απέναντι σε απειλές εχθρικών εξαγορών. Αυτό γιατί είναι η πιο αποτελεσματική στρατηγική κυρίως για δύο λόγους: α) τα Poison Pills μπορούν εύκολα και με χαμηλό κόστος να τροποποιηθούν από τη διοίκηση της εταιρίας- στόχου, σε περίπτωση που η εξαγοράζουσα συνεχίζει να επιδιώκει την εξαγορά, γεγονός που πιέζει την εξαγοράζουσα να διαπραγματευτεί κάποια συμφωνία. β) τα Poison Pills μπορεί να καθιστούν την εξαγορά ιδιαίτερα δαπανηρή, σε περίπτωση που δε γίνουν σεβαστά.

5) *Golden Parachutes (Χρυσά Αλεξίπτωτα)*. Η εταιρία-στόχος προσφέρει σε υψηλόβαθμα στελέχη υπερβολικές αποζημιώσεις σε περίπτωση αντικατάστασής τους από τον αγοραστή.

Μία παραλλαγή των Golden Parachutes, που εφαρμόζεται ιδιαίτερα έντονα τα τελευταία χρόνια, είναι αυτή των Tin Parachutes. Σε αντίθεση με τα χρυσά αλεξίπτωτα, τα Tin Parachutes αναφέρονται σε μεγάλο μέρος του προσωπικού όλων των βαθμίδων.

Η στρατηγική των Golden Parachutes αναπτύχθηκε στη δεκαετία του '70, ενώ η εξέλιξη σε Tin Parachutes εμφανίστηκε στις αρχές της δεκαετίας του '90. Αν και είναι πολύ διαδεδομένες, τα τελευταία χρόνια υπάρχει η τάση να χρησιμοποιούνται πιο παραδοσιακές μέθοδοι, που σχετίζονται με τον τρόπο ενοποίησης της διοίκησης μετά την εξαγορά ή με την τιμή των μετοχών.

6) *Pre-warning defensive scheme*. Η στρατηγική αυτή αναπτύχθηκε από πολλές ιαπωνικές εταιρίες τα τελευταία χρόνια και για τη χώρα αυτή θεωρείται η πιο

διαδεδομένη. Στην περίπτωση αυτή η εταιρία δημοσιεύει όλα τα πιθανά μέτρα που έχει αποφασίσει ότι θα λάβει σε περίπτωση εξαγοράς. Όταν εμφανιστεί υποψήφιος αγοραστής η διοίκηση της εταιρίας απαιτεί από αυτόν να της δώσει όλες τις πληροφορίες που χρειάζεται σχετικά με την αγορά των μετοχών της και τον ανάλογο χρόνο να ενημερώσει τους μετόχους της. Αν ο αγοραστής δεν ακολουθήσει την απαίτηση αυτή, η εταιρία προβαίνει στην εφαρμογή των στρατηγικών που έχει εκ των προτέρων ανακοινώσει.

7) *White knight*. Η εταιρία στόχος μπορεί να προκαλέσει μία άλλη επιχείρηση, φιλική, (Λευκός Ιππότης) «White knight» η οποία θα την βοηθήσει να αντιμετωπίσει την εχθρική προσφορά εξαγοράς, υποβάλλοντας κι αυτή μια αντιπροσφορά εξαγοράς.

8) *Targeted Repurchases (Greenmail) (στοχευμένη επαναγορά)*. Η εταιρία-στόχος αγοράζει ένα πακέτο δικών της μετοχών από κάποιο συγκεκριμένο μέτοχο ή μία συγκεκριμένη ομάδα μετόχων σε υψηλή τιμή, ενώ άλλοι μέτοχοι δε μπορούν να συμμετάσχουν στην προσφορά αυτή. Έτσι ο αγοραστής έχει κίνητρο να δεχθεί την προσφορά, να πουλήσει το μερίδιο μετοχών και να έχει κάποιο κέρδος. Συνήθως αυτή η στρατηγική είναι επιτυχής και οι εταιρίες- στόχοι επανακτούν τον έλεγχο.

9) *State Antitakeover Amendments (Κρατικές Τροποποιήσεις)*. Πολλά κράτη προσπαθούν θεσμικά να διαμορφώσουν ένα πλαίσιο, όπου να προωθούνται οι φιλικές και μετά από διακονισμό εξαγορές και να αποφεύγονται οι εχθρικές.



## Κεφάλαιο 3°

### Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

#### 3.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναλυθούν τα κίνητρα, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην επιλογή της εξαγοράς και συγχώνευσης. Η ανάλυση αυτή αποτελεί πολύ σημαντικό κομμάτι της εργασίας, καθώς θα γίνει ορθότερη αξιολόγηση του νομοθετικού πλαισίου που ακολουθεί. Θα είναι εφικτή, δηλαδή, η αξιολόγηση του νομοθετικού πλαισίου και των κινήτρων και απαλλαγών που αυτό προσφέρει, με βάση τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις στις συγχωνεύσεις.

#### 3.2 Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Η διεθνή βιβλιογραφία έχει αναπτύξει σε σημαντικό βαθμό τα κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών, εξετάζοντας από διάφορες οπτικές όπως τη χρηματοοικονομική, τη διοικητική, τη στρατηγική, αλλά και των προσωπικών επιδιώξεων των διοικούντων. Η ανάλυση των κινήτρων μπορεί να οδηγήσει σε ορθότερη αξιολόγηση των αποτελεσμάτων της συγχώνευσης, καθώς η επιτυχία ή αποτυχία ενός τέτοιου εγχειρήματος μπορεί μόνο να αξιολογηθεί σε σχέση με τους αρχικούς στόχους, τα αρχικά κίνητρα (Brouthers *et al.*, 1998).

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις θα μπορούσαν να αντιμετωπιστούν ως μία κατηγορία επενδύσεων, στην οποία οδηγούν κίνητρα όπως η απόκτηση γνώσης στην τεχνολογία, η εισχώρηση σε νέες γεωγραφικές αγορές ή γενικά σε άλλες αγορές (κυρίως στις κάθετες συγχωνεύσεις), η αύξηση της παραγωγικότητας και κατά συνέπεια των κερδών που αναλογούν στις πωλήσεις. Παρόλ' αυτά οι εξαγορές και συγχωνεύσεις δεν είναι μία απλή περίπτωση επενδύσεων. Σύμφωνα με τον Scheffman υπάρχουν στρατηγικά κίνητρα τα οποία στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα αποτελέσματα σχετικά με τη γενικότερη θέση της εταιρίας στην αγορά. Επιπλέον, το γεγονός ότι συνήθως οι εξαγορές και συγχωνεύσεις παρουσιάζονται ανά κύματα μπορεί να οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι σχετίζονται με τις φάσεις που εναλλάσσονται στην

οικονομία. Για παράδειγμα, πολιτικές και οικονομικές μεταβολές στη δεκαετία του '80, όπως φορολογικές ελαφρύνσεις στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, η αποδόμηση χρηματοοικονομικών αγορών, η βελτίωση των συμβουλευτικών υπηρεσιών σχετικά με νομοθετικά και χρηματοοικονομικά θέματα δημιούργησαν τις κατάλληλες προϋποθέσεις για μία αλματώδη αύξηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων (Jensen, 1988).

Αν και οι συγχωνεύσεις δεν είναι τυπικές επενδύσεις των επιχειρήσεων, αλλά αποτελούν στρατηγικές αποφάσεις, όπου ένα σύνολο παραμέτρων εμπλέκονται, μπορούν να διακριθούν κάποια κοινά κίνητρα, η ανάλυση των οποίων ακολουθεί.

**Δημιουργία αξίας.** Αρχικά όλες οι επιχειρήσεις που αποφασίζουν τη συγχώνευση ή εξαγορά επιδιώκουν η νέα επιχείρηση να έχει μεγαλύτερη αξία απ' ότι οι δύο εταιρίες ξεχωριστά πριν τη συγχώνευση (Wright *et al.*, 2002). Σύμφωνα με τον Pautler (2001) οι εξαγορές και συγχωνεύσεις μπορούν να οδηγήσουν τις επιχειρήσεις σε αύξηση της αποτελεσματικότητας τόσο σε επίπεδο παραγωγής όσο και σε επίπεδο διοίκησης. Η βελτίωση της αποδοτικότητας επιτυγχάνεται με μείωση του κόστους παραγωγής, βελτίωση της ποιότητας του προϊόντος, εισαγωγή νέων τεχνολογιών, εισαγωγή νέων προϊόντων, μείωση του κόστους μεταφοράς και συναλλαγών, καθώς και με καλύτερη χρησιμοποίηση της «φίρμας» της νέας πλέον εταιρίας.

**Εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας.** Με τις συγχωνεύσεις δηλαδή η νέα επιχείρηση μπορεί να εκμεταλλευτεί οικονομίες κλίμακας, μειώνοντας το μοναδιαίο κόστος παραγωγής και αυξάνοντας την παραγωγικότητα. Οι οικονομίες κλίμακας μπορούν να εμφανιστούν σε διάφορες πτυχές της λειτουργίας της επιχείρησης, όπως στη διαχείριση των αποθεμάτων, την αύξηση των πωλήσεων, την βελτίωση των δικτύων διανομής, την προώθηση των προϊόντων, την έρευνα και ανάπτυξη. Η εμφάνιση οικονομιών κλίμακας στις παραπάνω λειτουργίες προϋποθέτει συγχώνευση εταιριών που έχουν κοινά χαρακτηριστικά στην οργανωσιακή τους λειτουργία και δραστηριοποιούνται σε σχετικές αγορές (related acquisitions). Τέτοιες εξαγορές είναι κυρίως οι οριζόντιες. Παρόλ' αυτά σε συνενώσεις εταιριών που δε σχετίζονται τα αντικείμενα τους εμφανίζονται οικονομίες κλίμακας από την αύξηση του κεφαλαίου (Seth, 1990).

**Εκμετάλλευση Οικονομιών Κόστους.** Επιπλέον, μέσα από εξαγορές και συγχωνεύσεις οι εταιρίες μπορούν να εκμεταλλευτούν οικονομίες κόστους. Αυτό προκύπτει όταν οι συνενωμένη εταιρία μπορεί να χρησιμοποιήσει την πλεονάζουσα παραγωγικότητα των ενωμένων πλέον παραγωγικών συντελεστών για την παραγωγή

ενός άλλου προϊόντος. Αν και φαίνεται λογικό κάτι τέτοιο να είναι εφικτό σε συνενώσεις εταιριών σχετικών αντικειμένων (οριζόντιες και κάθετες), σύμφωνα με τον Williamson (1981) και σε συγχωνεύσεις εταιριών με χαμηλή σχετικότητα αντικειμένων και αγορών δραστηριοποίησης (unrelated acquisitions) εμφανίζεται, καθώς οι συνενωμένοι παραγωγικοί συντελεστές μπορούν να υποκαταστήσουν ο ένας τον άλλο και να χρησιμοποιηθούν στην παραγωγή νέων προϊόντων.

**Χρηματοοικονομικά Οφέλη.** Σημαντικό κίνητρο αποτελεί η δημιουργία χρηματοοικονομικού οφέλους (Pautler, 2001). Τα χρηματοοικονομικά οφέλη αφορούν τη διαφοροποίηση του «χαρτοφυλακίου» της επιχείρησης, καθώς οι πηγές εσόδων της νέας εταιρίας μπορεί να είναι ποικίλες, και κατά συνέπεια τη μείωση του ρίσκου. Συνενώσεις εταιριών που βασίζονται σε χρηματοοικονομικά οφέλη κυρίως αποσκοπούν στη μείωση του κόστους κεφαλαίου (Trautwein, 1990). Η διαφοροποίηση αυτή μπορεί να επιτευχθεί με συνενώσεις εταιριών από διαφορετικούς κλάδους, με επέκταση της εταιρίας στον ίδιο κλάδο, προσδοκώντας την πρόσβαση σε φθηνότερες αγορές κεφαλαίου, καθώς επίσης με τη δημιουργία μιας εσωτερικής αγοράς πληροφόρησης που θα εξασφαλίζει αποδοτικότερες μορφές άντλησης κεφαλαίων (Trautwein, 1990). Παρόλ' αυτά έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερη κριτική στην άποψη ότι χρηματοοικονομικά οφέλη μπορεί να υποκινήσουν συνενώσεις εταιριών, υποστηρίζοντας ότι σε αποτελεσματικές αγορές κεφαλαίων χρηματοοικονομικές συμμαχίες δεν αποφέρουν κανένα όφελος.

Επιπλέον, τα χρηματοοικονομικά οφέλη σχετίζονται και με το ύψος των ξένων κεφαλαίων σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια που μπορεί να λειτουργεί η εταιρία, καθώς και με το ενδεχόμενο της πτώχευσης. Η νέα εταιρία θα μπορεί να αυξήσει την πιστοληπτική της ικανότητα και να λειτουργεί με έναν μεγαλύτερο λόγο ξένων κεφαλαίων προς ιδίων, καθώς η αξία της συνενωμένης εταιρίας είναι ίση με το άθροισμα των επιμέρους αξιών πριν τη συνένωση, ενώ η περιουσία των μετόχων έχει μειωθεί. Έτσι, υπάρχει μεταφορά πλούτου στους πιστωτές. Αυτή η αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα της συνενωμένης εταιρίας ουσιαστικά αυξάνει την αξία της νέας εταιρίας (λόγω μη φορολόγησης των χρηματοοικονομικών εξόδων) και αν οι φορολογικές μειώσεις είναι μεγαλύτερες από τη μεταφορά πλούτου στους πιστωτές αυξάνεται και η περιουσία των μετόχων (Seth, 1990). Αυτό το κίνητρο είναι ιδιαίτερα έντονο σε ανομοιογενείς συγχωνεύσεις, καθώς αυτές οι εταιρίες επιλέγουν να λειτουργούν με αυξημένο δείκτη ξένων προς ιδίων κεφαλαίων (Melicher *et al.*) Σχετικά με την απειλή της πτώχευσης, δεδομένου ότι οι πηγές εσόδων δε

συσχετίζονται μεταξύ των εταιριών, μπορεί να μειωθεί με τη μεταφορά κεφαλαίων μεταξύ των εταιριών με σκοπό να επανορθώσουν κάποια αποτυχία.

**Φορολογικά Οφέλη.** Τα φορολογικά οφέλη μπορεί να αποτελέσουν μέρος της στρατηγικής απόφασης της εταιρίας να προβεί σε συγχώνευση. Τα φορολογικά αυτά οφέλη σχετίζονται με φορολογικές ελαφρύνσεις που έχει η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της μιας εταιρίας στην απορροφώσα ή στην περίπτωση της συγχώνευσης η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων των δύο εταιριών στη νέα που δημιουργείται. Σύμφωνα με το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας το κίνητρο αυτό δεν είναι ιδιαίτερα ισχυρό αρχικά, άλλα αποδεικνύεται ιδιαίτερα ευεργετικό κατά τη διαδικασία της συγχώνευσης. Πολλές φορές φορολογικά προβλήματα που δεν είχαν προβλεφθεί μπορεί να καταστρέψουν μία συμφωνία ή να οδηγήσουν τις δύο πλευρές μετά τη συμφωνία σε αδιέξοδο (Brown, 2007:133).

Το μεγαλύτερο μέρος των ανεπτυγμένων κρατών αναγνωρίζει τη μεταβίβαση παγίων μέσα από συνενώσεις εταιριών ως φοροαπαλλασσόμενη. Σε άλλα κράτη αναγνωρίζεται φοροαπαλλαγή μόνο σε μεταβίβαση άυλων περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης, όπως μεταβίβαση χρεογράφων, μετοχών. Στα κράτη αυτά οι εξαγορές μετοχικών κεφαλαίων είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς. Επιπλέον, υπάρχουν νομοθετικά πλαίσια κρατών, όπου οι φοροαπαλλαγές αφορούν εξαγορές συγκεκριμένων κλάδων όπως οι κατασκευές. Γενικά τα κράτη θεσπίζουν διάφορες κατηγορίες μεταβιβάσεων περιουσιακών στοιχείων των εταιριών και συναλλαγών που μπορούν να εξαιρεθούν από τη φορολογία, προκειμένου να ενθαρρύνουν τις επιχειρήσεις να συνάπτουν σχέσεις και να υπάρχει στην οικονομία έντονη επιχειρηματική δραστηριότητα (Brown, 2007:34).

**Έλεγχος της αγοράς.** Ο έλεγχος της αγοράς αποτελεί επίσης κίνητρο για τις επιχειρήσεις. Ο έλεγχος της αγοράς αναφέρεται κυρίως στην ικανότητα της εταιρίας να ελέγχει την τιμή των προϊόντων που παράγει. αν και φαίνεται να υπάρχει αμφισβήτηση πάνω σε αυτό από τη διεθνή βιβλιογραφία. Σύμφωνα με το Stigler το φαινόμενο εξαγοράς επιχειρήσεων ανταγωνιστικών και η δημιουργία μονοπωλίων ήταν έντονο στην αρχή του 20ού αιώνα, γεγονός που επιβεβαιώνεται και από σύγχρονες έρευνες, όπου φαίνεται οι συνενώσεις τέτοιων εταιριών να είναι σπάνιες. Τα οφέλη, όμως, που προκύπτουν σε περιπτώσεις και οριζοντίων και κάθετων συνενώσεων μπορεί να είναι ποικίλα (Trautwein, 1990). Για παράδειγμα, κέρδη από τη δραστηριότητα σε μία αγορά μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να ενισχύσουν

δραστηριότητες σε άλλο κλάδο, η νέα εταιρία μπορεί να ενισχύσει την παρουσία της σε πολλές αγορές, καθώς και να δημιουργήσει εμπόδια εισόδου.

**Αύξηση εταιρικού ελέγχου.** Σύμφωνα με τον Jensen (1986) τα προαναφερθέντα κίνητρα, που αποτελούν τη βάση της θεωρίας της αποδοτικότητας (efficiency theory) (Trautwein, 1990), είναι απλώς προφάσεις, ενώ τα πραγματικά κίνητρα βασίζονται στην επιδίωξη αύξησης εταιρικού ελέγχου από τις διοικήσεις των εταιριών. Πιο συγκεκριμένα, οι διοικήσεις προτιμούν να προβούν σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις και να διαθέσουν για το σκοπό αυτό πλεονάζοντα χρηματικά διαθέσιμα (ακόμα και αν οι επενδύσεις αυτές έχουν αρνητική παρούσα αξία) από το να τα διαθέσουν τα ρευστά αυτά στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων και να φορολογηθούν (θεωρία του παγιδευμένου κεφαλαίου). Με τον τρόπο αυτό οι διοικούντες εξασφαλίζουν τον εταιρικό έλεγχο και αντιμετωπίζουν την απειλή άλλων εξωτερικών διοικητικών ομάδων.

**Εκμετάλλευση τεχνολογίας.** Στην εποχή της παγκοσμιοποίησης και των διεθνών επενδύσεων με σκοπό την εκμετάλλευση νέων παραγωγικών πόρων, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις μπορούν να αποτελέσουν σημαντική λύση, καθώς οι επενδύσεις αυτές προσκρούουν σε εμπόδια όπως η έλλειψη τεχνολογικών γνώσεων και διοικητικών ικανοτήτων, εξαιρετικά δαπανηρών να αποκτηθούν. Στην κατηγορία αυτή θα μπορούσαν να συμπεριληφθούν και η ύπαρξη εμποδίων εισόδου στις ξένες αγορές, τα υψηλά συναλλακτικά κόστη, τα οποία μπορούν να παρακαμφτούν με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις.

**Προσωπικές φιλοδοξίες διοικούντων.** Σημαντικό ρόλο στις εξαγορές και συγχωνεύσεις παίζουν οι επιδιώξεις των διοικούντων σε αντιπαράθεση με το συμφέρον των μετόχων. Κίνητρο για συνενώσεις εταιριών μπορεί να αποτελέσουν οι προσωπικές φιλοδοξίες των διοικούντων. Οι φιλοδοξίες αυτές βέβαια πολλές φορές έχουν ως αποτέλεσμα αποτυχημένες προσπάθειες συγχώνευσης, λόγω κακής εκτίμησης της διοίκησης. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης (Agency Theory) παρεμβάλλεται σε σημαντικό βαθμό με αποτέλεσμα η εξαγορά ή συγχώνευση να εξυπηρετεί πρωτίστως ίδια συμφέροντα της διοίκησης και να μην αποσκοπεί στην αύξηση της αξίας της εταιρίας. Σύμφωνα με την ανάλυση του Rhodes (1983) σχετικά με το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων της δεκαετίας του '60 καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το κίνητρο του ελέγχου υπερτερεί αυτό της αποδοτικότητας.

Γενικά στη βιβλιογραφία υπάρχει η αντίληψη ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις δεν είναι κερδοφόρες για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης (Buckley,

1995:13). Το γεγονός αυτό οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στο ότι μεγάλο μέρος των εξαγορών έχουν ως κύριο κίνητρο προσωπικές φιλοδοξίες και οφέλη των διοικούντων. Σύμφωνα με τη νεοκλασική αντίληψη οι συγχωνεύσεις θα πρέπει να έχουν ως αντικειμενικό σκοπό τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Για να συμβεί αυτό θα πρέπει η προστιθέμενη αξία από την εξαγορά να υπερβαίνει το κόστος της. Όμως, οι διοικήσεις μπορεί να υπερεκτιμήσουν την αξία μιας εξαγοράς ή να αντιμετωπίσουν υψηλά συναλλακτικά κόστη σε μία εχθρική εξαγορά (πολλές φορές εξαιτίας αμυντικών στρατηγικών που ακολουθεί η εξαγοραζόμενη), σε βάρος των μετόχων.

Υπάρχουν διάφοροι μηχανισμοί που έχουν σκοπό τον έλεγχο αυτής της συμπεριφοράς των διοικούντων. Εσωτερικοί μηχανισμοί, όπως η ευθυγράμμιση των συμφερόντων των δύο ομάδων δίνοντας κάποια μορφή ιδιοκτησίας στη διοίκηση και εξωτερικοί μηχανισμοί, όπως η φήμη που αποκτούν οι διοικούντες στην αγορά και μπορούν έτσι να απαιτούν υψηλούς μισθούς.

Σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων κινητήριος δύναμη μπορεί είναι η εξαπάτηση των μετόχων από άλλους μετόχους (Pautler, 2001). Συγκεκριμένα μπορεί οι μέτοχοι της εταιρίας-στόχου να επιζητούν την εξαγορά για να αποφύγουν χρηματοοικονομικά προβλήματα που μπορεί να αντιμετωπίζουν ή να επιθυμούν την διακοπή συμβολαίων εργασίας που δεν τους συμφέρουν. Από την άλλη πλευρά η εξαγοράζουσα εταιρία μπορεί να επιζητεί την εξαγορά για να αυξήσει τους δείκτες πιστοληπτικής ικανότητάς της, καθώς μπορεί να βρίσκεται σε δεινή θέση σε σχέση με τους πιστωτές της.

**Οικονομικές κρίσεις.** Επίσης, οικονομικές κρίσεις μπορεί να οδηγήσουν σε κύμα συνενώσεων εταιριών (disturbance theory), καθώς οι προσδοκίες των επενδυτών μεταβάλλονται και η αβεβαιότητα αυξάνεται. Όμως, η θεωρία αυτή δε μπορεί να εξηγήσει γιατί δε δημιουργείται κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων σε κάθε οικονομική κρίση, καθώς επίσης δεν λαμβάνει υπόψη ότι η πλειοψηφία των οικονομικών κρίσεων αφορούν κλάδους της οικονομίας, ενώ οι συνενώσεις εταιριών σε τέτοιες κρίσεις φαίνεται να επεκτείνονται σε εταιρίες διαφόρων αγορών και κλάδων.

Σύμφωνα με τους Brouters, van Hastenburg, van den Ven, (1998) τα κίνητρα μπορούν να κατηγοριοποιηθούν όπως δείχνει ο πίνακας 3.1:

Πίνακας 3.1: Κατηγοριοποίηση Κινήτρων βάσει Brouthers, van Hastenburg, van den Ven, (1998)

### Κίνητρα Συγχωνεύσεων και εξαγορών

<b>Οικονομικά Κίνητρα</b>	»Οικονομίες Κλίμακας »Αύξηση της κερδοφορίας »Αύξηση της Αξίας »Διασπορά Κινδύνου »Μείωση Κόστους
<b>Προσωπικά Κίνητρα της Διοίκησης</b>	»Αύξηση των Πωλήσεων »Εξαγορά αδύναμης διοίκησης »Αύξηση του prestige των διοικητικών στελεχών
<b>Στρατηγικά Κίνητρα</b>	»Αύξηση της δύναμης στην αγορά »Εξαγορά ανταγωνιστή »Εξαγορά Προμηθευτή »Δημιουργία εμποδίων εισόδου

Παρουσιάζουν δηλαδή τρεις βασικές κατηγορίες, όπου ομαδοποιούνται τα κίνητρα. Αρχικά τα οικονομικά κίνητρα όπως αναπτύχθηκαν παραπάνω. Την κατηγορία των προσωπικών κινήτρων της διοίκησης, όπως αύξηση του γοήτρου της διοίκησης μέσα από αύξηση των κερδών και ανάπτυξη της εταιρίας, εξαγορά κάποιας αδύναμης διοίκησης, ώστε να έχουν τη δυνατότητα να υπερισχύσουν. Τα στρατηγικά κίνητρα, όπου θέματα ανταγωνισμού και μερίδιο της αγοράς κυριαρχούν. Μία εξαγορά δηλαδή μπορεί να αποτελέσει τρόπο εδραίωσης της δύναμης της εταιρίας στην αγορά και καταπολέμηση ανταγωνιστών.

## **Μέρος Β΄**

### **Θεσμικό Πλαίσιο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση**



## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>

### Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ευρώπη



#### 4.1 Εισαγωγή

Στην ενότητα αυτή, αρχικά, γίνεται μία σύντομη ιστορική αναδρομή στην πορεία των εξαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Ε.Ε.) και στον τρόπο αντιμετώπισης τους, προκειμένου να προσδιοριστεί η στάση της Ευρώπης και να υπάρξει αντιπαραβολή με την ελληνική πραγματικότητα, η περιγραφή της οποίας ακολουθεί στο τρίτο μέρος.

#### 4.2 Ιστορική αναδρομή

Εάν ανατρέξουμε στην ιδρυτική Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, τη Συνθήκη της Ρώμης, θα διαπιστώσουμε ότι δε γίνεται αναφορά στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, δε δημιουργήθηκε, δηλαδή, ένα πλαίσιο ρύθμισης και παρακολούθησης των εξαγορών και ιδιαίτερα των διακρατικών εξαγορών, γεγονός που δημιουργούσε προβλήματα αρμοδιοτήτων μεταξύ οργάνων της Κοινότητας και των κρατών- μελών. Σαφές πλαίσιο ελέγχου των εξαγορών αρχίζει να δημιουργείται τη δεκαετία του 1980, όταν τα άρθρα 85 και 86 της Συνθήκης της Ρώμης άρχισαν να έχουν διαφορετική ερμηνεία. Τα άρθρα αυτά αναφέρονταν στην απαγόρευση κάθε ενέργειας που θα είχε ως αποτέλεσμα την διατάραξη της καλής λειτουργίας της κοινής αγοράς και του ενδοκοινοτικού εμπορίου, καθώς επίσης και την παρεμπόδιση του ανταγωνισμού. Τα άρθρα αυτά άρχισαν να εφαρμόζονται σε περιπτώσεις εξαγορών από το 1987 και 1972 αντίστοιχα (Bishop *et al.*, 1993: 298).

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις κατά τη διάρκεια της δεκαετίας 1990 γνώρισαν σταδιακή αύξηση, κυρίως λόγω της ανάπτυξης μίας κοινής ενδοκοινοτικής αγοράς και της προσπάθειας μιας βιομηχανικής αναδόμησης (Garcia *et al.*, 1995). Η

δραστηριότητα αυτή ήταν έντονη τόσο σε επίπεδο κρατών, όσο και διακρατικών συμφωνιών, που η Ε.Ε. έπρεπε να διαμορφώσει ένα πλαίσιο ελέγχου. Κύριο μέλημα της Ε.Ε. είναι η διαφύλαξη του ανταγωνισμού και η αποφυγή περιπτώσεων δημιουργίας μονοπωλιακών αγορών, μετά από επικράτηση δηλαδή ενός ηγέτη στην αγορά. Η ένταση του ανταγωνισμού είναι στοιχείο που θέλει να διατηρήσει η Ε.Ε. αφενός προς όφελος των καταναλωτών (καλύτερες τιμές, καινοτομία, πολλές επιλογές) και αφετέρου προκειμένου η αγορά της να είναι πόλος έλξης για νέες επενδύσεις. Για το λόγο αυτό η Ε.Ε. θέτει ως στόχο την προώθηση των συγχωνεύσεων των επιχειρήσεων, ώστε να αυξάνεται η ανάπτυξη και να βελτιώνεται το επίπεδο ζωής στην ζώνη της Ε.Ε., με παράλληλη προστασία του ανταγωνισμού.

Σύμφωνα με έρευνα των Aktas, de Bodt και Roll (2007) βασισμένη σε 290 περιπτώσεις εξαγορών στη Ε.Ε. τη δεκαετία του 1990 οι μηχανισμοί ελέγχου της Ένωσης αποδεικνύουν ότι υπήρχε σημαντικό μέγεθος προστατευτισμού και συμπίεση της λειτουργίας της ελεύθερης αγοράς, με το πρόσχημα ότι με αυτόν τον τρόπο προστατεύονται τα συμφέροντα των καταναλωτών. Θεωρούν δηλαδή ότι κατά τη δεκαετία του 1990 ο έλεγχος κάθε προσπάθειας εξαγοράς από εταιρίες τρίτων χωρών είχε ως αποτέλεσμα τον προστατευτισμό και όχι τη διαφύλαξη του ανταγωνισμού. Αυτό γιατί σύμφωνα με την έρευνα με κάθε ανακοίνωση τέτοιας εξαγοράς οι τιμές των ανταγωνιστικών εταιριών εντός Ένωσης σημείωναν πτώση, γεγονός ευεργετικό για τους καταναλωτές. Έτσι, η Ε.Ε. τη δεκαετία αυτή ακολούθησε το μοντέλο των Η.Π.Α., σύμφωνα με το οποίο μεγάλες συνενώσεις εταιριών πρέπει να παρεμποδίζονται εκ των προτέρων (ex ante), κάτι που ουσιαστικά παρεμποδίζει την εξέλιξη της ελεύθερης αγοράς και αυξάνει τον προστατευτισμό. Αυτό το κλίμα, ωστόσο, μετατράπηκε με τον κανονισμό 139/2004 που θα αναφερθεί στη συνέχεια.

Οι συγχωνεύσεις που αφορούν την Ε.Ε. και ελέγχονται από αυτήν δεν είναι απλώς οι συγχωνεύσεις που λαμβάνουν χώρα στην επικράτεια της από επιχειρήσεις κρατών- μελών. Η Ε.Ε. ενδιαφέρεται για όλες τις συγχωνεύσεις από τις οποίες προκύπτουν εταιρίες με κύκλο εργασιών μεγαλύτερο από κάποιο επίπεδο που θέτει, ανεξάρτητα από το πού οι επιχειρήσεις έχουν τις εγκαταστάσεις ή την έδρα τους. Αυτό γιατί ακόμη και επιχειρήσεις που δε βρίσκονται στην επικράτεια της Ε.Ε. μπορούν να την επηρεάσουν και μπορούν να συνάψουν επιχειρηματικές σχέσεις με άλλες επιχειρήσεις εντός ορίων της Ε.Ε.. Κάτω από αυτό το επίπεδο οι συγχωνεύσεις μπορούν να ελέγχονται σε επίπεδο κρατών. Επιπλέον, την Ε.Ε. μπορεί να

απασχολήσει κάποια συγχώνευση μετά από παράκληση της επιτροπής ανταγωνισμού κάποιου κράτους- μέλους.

Όλες οι συνενώσεις εταιριών που εξετάζονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ελέγχονται σχετικά με το πόσο εμποδίζουν τον ανταγωνισμό στην αγορά. Κάτι τέτοιο μπορεί να συμβαίνει όταν δύο ανταγωνιστές συγχωνεύονται ή όταν η συγχώνευση θα έχει ως αποτέλεσμα την κυριαρχία κάποιου «παίκτη». Σ' αυτές τις περιπτώσεις οι επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να αναλάβουν συγκεκριμένες δεσμεύσεις απέναντι στην Ε.Ε., προκειμένου να ολοκληρωθεί η συγχώνευση, ειδάλλως η συνένωση εμποδίζεται από την Επιτροπή. Οι δεσμεύσεις που οι επιχειρήσεις αναλαμβάνουν είναι, για παράδειγμα, να αναθέσουν με τη μορφή του licensing κάποιο τμήμα της παραγωγής σε κάποια άλλη επιχείρηση της αγοράς. Αν οι δεσμεύσεις αυτές ικανοποιήσουν την Επιτροπή η συγχώνευση ολοκληρώνεται, όμως ελέγχεται η πορεία της νέας εταιρίας και ο βαθμός εκπλήρωσης των παραπάνω δεσμεύσεων. Επιπλέον, η Επιτροπή μπορεί να παρέμβει αν διαπιστωθεί ότι οι εταιρίες δεν τήρησαν τις υποσχέσεις τους.

Πιο συγκεκριμένα, τα τελευταία χρόνια η Επιτροπή εστίασε το ενδιαφέρον της στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Το ζήτημα της χαμηλής διασυννοριακής ενοποίησης στο χρηματοπιστωτικό τομέα συζητήθηκε στην ανεπίσημη συνεδρίαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών (ECOFIN) τον Σεπτέμβριο του 2004. Οι Υπουργοί ζήτησαν από την Επιτροπή να εξετάσει τα πιθανά εμπόδια για τις διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές στον χρηματοπιστωτικό τομέα τα οποία ανακύπτουν λόγω, αφενός, των διαφορετικών πρακτικών εποπτείας και, αφετέρου, άλλων γενικότερων παραγόντων. Κατά συνέπεια, η Επιτροπή ξεκίνησε επανεξέταση των κανόνων στον τραπεζικό τομέα που εφαρμόζονται από τις εποπτικές αρχές κατά τις αξιολογήσεις των περιπτώσεων εξαγοράς συμμετοχών στο μετοχικό κεφάλαιο και οι οποίοι επιτρέπουν στα κράτη μέλη να αντιταχθούν, για προληπτικούς λόγους, στις εξαγορές συμμετοχών που υπερβαίνουν ορισμένα όρια. Δεδομένου ότι η νομοθεσία αυτή προσομοιάζει σημαντικά με την αντίστοιχη νομοθεσία στους τομείς των κινητών αξιών και των ασφαλίσεων, θεωρήθηκε σκόπιμο να επεκταθεί η επανεξέταση και στους τομείς αυτούς, ώστε να διατηρηθεί και να ενισχυθεί περαιτέρω η συνεκτικότητα μεταξύ των τομέων.

Για να συγκεντρώσει τις απόψεις των ενδιαφερομένων στο θέμα, η Επιτροπή πραγματοποίησε ηλεκτρονική διαβούλευση την άνοιξη του 2006 (**IP/06/320**). Από τα αποτελέσματά της προέκυψε ότι οι εταιρείες της ΕΕ γνωρίζουν τα προβλήματα που

θέτει η διαδικασία έγκρισης από τις εποπτικές αρχές και συμφωνούν πως είναι αναγκαίο να θεσπιστούν σαφέστερες διαδικασίες και κριτήρια και να βελτιωθεί η συνέπεια μεταξύ τους.

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 4.1 οι περισσότερες εξαγορές πραγματοποιούνται σε συγκεκριμένους κλάδους και αυτοί είναι ο φαρμακευτικός κλάδος, ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών και ο κλάδος της ενέργειας. Το κοινό χαρακτηριστικό αυτών των κλάδων παγκοσμίως είναι ότι απαιτούν αρκετά υψηλές επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό και σε Έρευνα και Ανάπτυξη.

*Πίνακας 4.1:Μεγαλύτερες εξαγορές στην Ευρώπη από το 2000*

	Έτος	Εξαγοράζουσα	Εξαγοραζόμενη	Αξία Συναλλαγής (εκατ. \$)
1	2000	Glaxo Wellcome Plc.	SmithKline Beecham Plc.	75,961
2	2004	Royal Dutch Petroleum Co.	Shell Transport & Trading Co	74,559
3	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	60,243
4	2006	E.on AG	Endesa SA	56,266
5	2000	France Telecom SA	Orange Plc.	45,967
6	2006	Suez SA	Gaz de France SA	39,505
7	2006	Banca Intesa SpA	SanPaolo IMI SpA	37,624
8	2006	Mittal Steel Co. NV	Arcelor SA	32,240
9	2005	Telefónica SA	O2 Plc.	31,659
10	2006	Statoil ASA	Norsk Hydro ASA	30,793
Πηγή: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances Research, Thomson Financial				

## **Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>**

### **Κοινοτικό Δίκαιο**

#### **5.1 Εισαγωγή**

Στο 2<sup>ο</sup> κεφάλαιο αυτού του μέρους της εργασίας, εξετάζονται οι νομοθετικές ενέργειες της Ε.Ε. σχετικά με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Η Ε.Ε. με οδηγίες και κανονισμούς, καθώς και με διάφορες τροπολογίες, έχει διαμορφώσει ένα πλαίσιο, ορίζοντας έτσι τον τρόπο που θεωρεί ότι πρέπει να λειτουργούν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στην οικονομία της Ε.Ε. Κύρια και πρωταρχική οδηγία είναι αυτή του 1990, η 90/434/EEC, η οποία θέτει τα θεμέλια της πολιτικής της Ε.Ε. απέναντι στις συνενώσεις εταιριών. Αυτή η οδηγία τροποποιήθηκε με την πρόσφατη οδηγία 2005/19, η οποία θέτει πιο αυστηρούς ελέγχους και περιορίζει το εύρος της προηγούμενης. Επιπλέον, σ' αυτό το πλαίσιο σημαντικό ρόλο παίζει ο κανονισμός 139/2004, καθώς με αυτόν φαίνεται το ενδιαφέρον της Ένωσης για την πορεία και προστασία του ανταγωνισμού, καθώς και ο προβληματισμός της με τη συνεχή συγκέντρωση της αγοράς. Τέλος παρατίθεται ο νόμος 2578/98, ο οποίος έχει ως στόχο την εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου με το ευρωπαϊκό, όσον αφορά τη φορολόγηση κυρίως.

#### **5.2 Οδηγία 90/434/EEC**

Η οδηγία 90/434/EEC (Ιούλιος 1990) αναφέρεται στη ρύθμιση συγχωνεύσεων, εξαγορών, μεταβιβάσεων ακινήτων διαφορετικών κρατών- μελών. Ουσιαστικά η οδηγία αυτή αφορά τα φορολογικά προβλήματα (τα βραχυχρόνια κυρίως) που ανακύπτουν από συγχωνεύσεις εταιριών διαφορετικών κρατών- μελών. Σκοπός της αποτελεί η δημιουργία ενός κοινού συστήματος φορολόγησης κερδών σε περιπτώσεις διακρατικών συνενώσεων εταιριών, πέρα από τα εθνικά συστήματα των κρατών της Ε.Ε.. Η οδηγία αυτή έπρεπε να ενσωματωθεί στο νομικό πλαίσιο των κρατών έως τον Ιανουάριο 1992, γεγονός που δεν κατάφερε η Ελλάδα και για το λόγο αυτό δέχθηκε επίπληξη. Επικαλούμενη λόγους παρεμπόδισης της διαδικασίας λόγω του εσωτερικού νομικού πλαισίου, υποστήριξαν ότι θα περίμεναν μελλοντική οδηγία

για διακρατικές συγχωνεύσεις, την οποία θα τηρούσαν. Εν τέλει το νομικό πλαίσιο της Ελλάδας συμμορφώθηκε με το Κοινοτικό το 1998 με το ν. 2578/98, που αναπτύχθηκε παραπάνω.

Το πλαίσιο που θέτει η οδηγία αφορά προβλήματα φορολόγησης συνενώσεων ή διάσπασης εταιριών, που προκύπτουν σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, δηλαδή προβλήματα φορολόγησης υπεραξίας ακινήτων, μεταφορά ζημιών, φορολόγησης κερδών των μετόχων της εξαγοραζόμενης μετά από μεταβίβαση μετοχών της εξαγοράζουσας. Όταν οι μετατροπές των επιχειρήσεων γίνονται με μεταφορά μετοχών και όχι με πραγματικές ταμειακές ροές, τα προβλήματα αυτά ανακύπτουν. Για το λόγο αυτό η οδηγία ρυθμίζει τις μετατροπές των εταιριών που ως τρόπο πληρωμής έχουν την ανταλλαγή μετοχών. Επιπλέον, η οδηγία δεν αναφέρεται σε ενδοκρατικές συνενώσεις και συνενώσεις με εταιρίες τρίτων χωρών(εκτός Ε.Ε.)

Σύμφωνα με τα άρθρα 4 και 9 η οδηγία προβλέπει διευκόλυνση πληρωμής φόρων σε περιπτώσεις διακρατικών συνενώσεων εταιριών με ανταλλαγή μετοχών, και όχι απαλλαγή φόρων. Όσον αφορά την εκτίμηση των ακινήτων η οδηγία δέχεται ότι η λήπτρια εταιρία θα μπορεί να χρησιμοποιεί τη μέθοδο αποτίμησης αποσβέσεων, που χρησιμοποιούσε έως τη συγχώνευση η εισφέρουσα εταιρία, ταυτόχρονα, όμως, οι εταιρίες μπορούν να επιλέξουν εγχώριές μεθόδους με υψηλότερη απόσβεση, ώστε να επωφεληθούν πληρώνοντας χαμηλότερο φόρο μεταβίβασης ακινήτων. Η υπεραξία που προκύπτει απαλλάσσεται από κάθε είδους φορολογία. Ως υπεραξία η οδηγία ορίζει τη διαφορά μεταξύ της αξίας των μεταβιβαζόμενων στοιχείων της εισφέρουσας με την αξία που θα είχε υπολογιστεί κατά κάποια πώληση των στοιχείων αυτών κατά το χρόνο της συγχώνευσης, αλλά ανεξάρτητα από αυτήν, ως φορολογητέα βάση.

Οι πιθανές ζημιές των εταιριών που μεταβιβάζονται μπορούν να μεταφέρονται σε μόνιμες εγκαταστάσεις της λήπτριας στο κράτος της εισφέρουσας, ανάλογα με το ισχύον εγχώριο νομοθετικό πλαίσιο, χωρίς όμως να οδηγούν σε διπλή φορολογία τις εξαγοράζουσες εταιρίες.

Επιπλέον, στο άρθρο 5 ορίζεται ότι πιθανά αποθεματικά της εισφέρουσας εταιρίας, με την προϋπόθεση ότι αυτά προκύπτουν από μόνιμη εγκατάσταση σε επικράτεια κράτους- μέλους, δε φορολογούνται, αλλά μεταβιβάζονται στη λήπτρια εταιρία. Η λήπτρια αντικαθίσταται στις υποχρεώσεις και δικαιώματα της εισφέρουσας στο κράτος, όπου είχε την έδρα της η τελευταία. Η οδηγία τονίζει ότι σε περίπτωση που προκύπτουν αποθεματικά ή προβλέψεις από μόνιμες εγκαταστάσεις της εισφέρουσας σε τρίτες χώρες δεν υπάρχει απαλλαγή φόρων για αυτά, καθώς και

αυτές οι εγκαταστάσεις περιέρχονται στην κυριότητα της λήπτριας. Έτσι, το κράτος, όπου εδρεύει η εισφέρουσα, δε μπορεί να τα ελέγξει στο μέλλον, ούτε να τα φορολογήσει.

Σχετικά με παροχή μετοχών ή άλλων τίτλων του εταιρικού κεφαλαίου της αποκτώμενης εταιρίας σε εταίρους της αποκτώσας, γίνεται σαφές ότι καμία φορολόγηση του εισοδήματος ή των κερδών ή της υπεραξίας που προκύπτει δεν εφαρμόζεται για τον εταίρο. Αυτό ισχύει με την προϋπόθεση ότι ο εταίρος δε θα αποδώσει μεγαλύτερη φορολογική αξία στους τίτλους από αυτήν που είχαν κατά τη συγχώνευση ή διάσπαση. Σε μεταγενέστερη εκχώρηση των τίτλων, βέβαια, ο εταίρος φορολογείται για τυχόν κέρδος.

Ωστόσο, η οδηγία δεν καταφέρνει να ρυθμίσει το πρόβλημα που προκύπτει από την εκτίμηση της αξίας των μετοχών, που ανταλλάσσονται. Εφόσον δε γίνεται επανεκτίμηση της αξίας του εισφερόμενου ενεργητικού, δεν επανεκτιμάται η αξία των μετοχών και έτσι κάποιος, σε περίπτωση μεταγενέστερης μεταβίβασης ενεργητικού, δε μπορεί να εκτιμήσει την αξία των μετοχών. Στην περίπτωση αυτή, δηλαδή, υπάρχει κίνδυνος διπλής φορολογίας: η αποκτώσα εταιρία φορολογείται για πώληση στοιχείων ενεργητικού και η αποκτώμενη για πώληση μετοχών.

Όταν, μεταξύ των εισφερόμενων στοιχείων επ' ευκαιρία συγχώνευσης ή διάσπασης, περιλαμβάνεται μία μόνιμη εγκατάσταση της εισφέρουσας εταιρείας η οποία βρίσκεται σε κράτος-μέλος άλλο από το κράτος της εταιρείας, το κράτος-μέλος αυτό παραιτείται από κάθε δικαίωμα φορολόγησης της εν λόγω μόνιμης εγκατάστασης.

Ένα κράτος- μέλος μπορεί να αρνηθεί να εφαρμόσει το σύνολο ή μέρος των διατάξεων. Μπορεί επίσης να άρει κάποια ευεργετήματα των διατάξεων σε περίπτωση που η συγχώνευση, διάσπαση ή εισφορά ενεργητικού έχει ως κύριο στόχο ή ως έναν από τους κυρίους στόχους τη φοροαπάτη ή τη φοροδιαφυγή. Για το λόγο αυτό διαφορετικές χώρες ακολουθούν διαφορετικές διατάξεις, προκειμένου να διαπιστώσουν ότι πρόκειται για πραγματική συγχώνευση, η οποία μπορεί να χαίρει φοροαπαλλαγών και ευεργετημάτων, σύμφωνα με τις διατάξεις της οδηγίας. Έτσι, για παράδειγμα, η Γαλλία απαιτεί για πέντε χρόνια η εταιρία μεταβίβασης στοιχείων να εμφανίζεται στο μετοχικό κεφάλαιο της νέας εταιρίας. Η Γερμανία απαιτεί για επτά χρόνια, ενώ απαίτηση της Ολλανδίας είναι οι δύο εταιρίες να συνενώνονται σε μία μονάδα από εμπορική και οικονομική πλευρά (Ashta, 2003).

### **5.3 Οδηγία 2005/19/EC**

Η οδηγία αυτή τροποποιεί διατάξεις της αρχικής 90/434/EEC. Συγκεκριμένα, με τη καινούρια οδηγία καλύπτονται νέες περιπτώσεις μετατροπών εταιριών, όπως η μερική διάσπαση, η οποία αποτελεί «...πράξη με την οποία μια εταιρεία, χωρίς να διαλυθεί, μεταβιβάζει έναν ή περισσότερους κλάδους δραστηριοτήτων σε μία ή περισσότερες προϋπάρχουσες ή νέες εταιρείες, αφήνοντας τουλάχιστον έναν κλάδο δραστηριότητας στην εισφέρουσα εταιρεία, έναντι αναλογικής έκδοσης για τους εταίρους της τίτλων παραστατικών του εταιρικού κεφαλαίου των εταιρειών που λαμβάνουν τα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού και ενδεχομένως, έναντι καταβολής ποσού σε μετρητά το οποίο δεν υπερβαίνει το 10 % της ονομαστικής αξίας των τίτλων αυτών...»

Επιπλέον, επαναπροσδιορίζεται η φορολόγηση της υπεραξίας. Αν και παραμένει η διάταξη της μη φορολόγησης της προκύπτουσας υπεραξίας, εφαρμόζεται υπό την προϋπόθεση ότι «...το κράτος- μέλος θεωρεί μια εισφέρουσα εταιρεία που δεν είναι εγκατεστημένη σε αυτό ως φορολογικά διαφανή βάσει των εκτιμήσεών του ως προς τα νομικά χαρακτηριστικά της εν λόγω εταιρείας, όπως απορρέουν από το δίκαιο δυνάμει του οποίου έχει συσταθεί...». Δηλαδή η μη φορολόγηση της υπεραξίας είναι στη διακριτική ευχέρεια των αρχών του κράτους της αποκτώμενης εταιρίας, εκτιμώντας τη φορολογική φερεγγυότητα της αποκτώσας εταιρίας, ανεξάρτητα αν αυτή έχει μόνιμη εγκατάσταση στο κράτος της αποκτώμενης πριν τη συγχώνευση. Το γεγονός αυτό ισχύει και για τις διατάξεις περί μεταφοράς ζημιών. Επιπλέον, η μη φορολόγηση της υπεραξίας διευκολύνεται με την ύπαρξη ή δημιουργία μόνιμης εγκατάστασης της αποκτώσας εταιρίας μετά τη συγχώνευση στο κράτος της αποκτώμενης.

### **5.4 Κανονισμός 139/2004 της Ε.Ε.**

Με τον κανονισμό αυτό η Ε.Ε. έχει ως σκοπό τη ρύθμιση συγκεντρώσεων, οι οποίες μπορεί να παρακωλύσουν σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό στην κοινή αγορά ή σε μεγάλο τμήμα της. Ο κανονισμός αυτός αποτελεί μία ειδική νομική πράξη που φιλοδοξεί να θα εξασφαλίσει τον αποτελεσματικό έλεγχο όλων των συγκεντρώσεων ανάλογα με τις επιπτώσεις τους στη διάρθρωση του ανταγωνισμού στην Ένωση. Συγκεκριμένα «...επίτευξη του ο στόχου της εξασφάλισης ανόθευτου



ανταγωνισμού στην κοινή αγορά, σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό». Με τον κανονισμό αυτό ουσιαστικά η Ε.Ε. θέτει ως στόχο τον προσδιορισμό των ορίων της έννοιας «παρεμπόδισης του ανταγωνισμού», καθώς κατά τη δεκαετία του 1990 υπήρξε ιδιαίτερος έλεγχος και προστατευτισμός στις εξαγωγές, ιδιαίτερα από εταιρίες εκτός Ένωσης. Προηγούμενος κανονισμός της ΕΟΚ (4064/89) αφορούσε τον τομέα αυτό, ωστόσο κρίθηκε αναγκαίο να αναδιατυπωθεί με νέα νομοθετική πράξη, που θα ανταποκρίνεται στις προκλήσεις μιας πιο ενοποιημένης αγοράς και της μελλοντικής διεύρυνσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του κανονισμού συγκέντρωση θεωρείται ότι υπάρχει όταν προκύπτει μόνιμη μεταβολή του ελέγχου από: α) τη συγχώνευση δύο ή περισσότερων προηγουμένως ανεξάρτητων επιχειρήσεων ή τμημάτων επιχειρήσεων· ή β) την απόκτηση, από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ελέγχουν ήδη μία τουλάχιστον επιχείρηση ή από μία ή περισσότερες επιχειρήσεις, άμεσα ή έμμεσα, με την αγορά τίτλων ή στοιχείων του ενεργητικού, με σύμβαση ή με άλλο τρόπο, ελέγχου στο σύνολο ή σε τμήματα μιας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων.

Εφόσον η Επιτροπή διαπιστώνει ότι η κοινοποιηθείσα συγκέντρωση εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του παρόντος κανονισμού και προκαλεί σοβαρές αμφιβολίες ως προς τη συμβατότητα της με την κοινή αγορά, αποφασίζει να κινήσει διαδικασία. Η Επιτροπή, δηλαδή, απαιτεί από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις να λύσουν τη συγκέντρωση, ιδίως με τη διάλυση της συγχώνευσης ή τη διάθεση όλων των μετοχών ή στοιχείων του ενεργητικού που έχουν αποκτήσει, ούτως ώστε να επανέλθει η κατάσταση που επικρατούσε πριν από την πραγματοποίηση της συγκέντρωσης. Στις περιπτώσεις που η αποκατάσταση αυτή δεν είναι δυνατή μέσω της λύσης της συγκεντρώσεως, η Επιτροπή μπορεί να λαμβάνει οποιοδήποτε άλλο κατάλληλο μέτρο για την αποκατάσταση της κατάστασης ως είχε. Επιπλέον, μπορεί να διατάσσει τη λήψη άλλου κατάλληλου μέτρου για να εξασφαλίζει τη λύση της συγκέντρωσης από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις, ή τη λήψη άλλων μέτρων αποκατάστασης, που απαιτεί η απόφασή της, εκτός αν οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις έχουν αποδείξει κατά τρόπο που ικανοποιεί την Επιτροπή ότι εγκατέλειψαν τη συγκέντρωση. Η απόφαση της Επιτροπής, μπορεί να συνοδεύεται από όρους και υποχρεώσεις για να εξασφαλίζεται η συμμόρφωση των συμμετεχουσών επιχειρήσεων με τις δεσμεύσεις που έχουν αναλάβει έναντι της Επιτροπής προκειμένου να καταστεί η συγκέντρωση συμβατή με την κοινή αγορά. Σε περίπτωση που η Επιτροπή διαπιστώνει ότι,

κατόπιν τροποποιήσεων που επέφεραν οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις, μία κοινοποιηθείσα συγκέντρωση δε δημιουργεί πλέον σοβαρές αμφιβολίες και δεν παρεμποδίζει τη λειτουργία της κοινής αγοράς και του ανταγωνισμού κηρύσσει τη συγκέντρωση συμβατή με την κοινή αγορά.

Όσον αφορά τους ελέγχους που επιτρέπεται να κάνει η Επιτροπή ισχύουν τα κάτωθι. Η Επιτροπή δύναται να διενεργεί κάθε αναγκαίο έλεγχο σε επιχειρήσεις και ενώσεις επιχειρήσεων. Οι υπάλληλοι και τα λοιπά συνοδεύοντα άτομα που έχουν εξουσιοδοτηθεί από την Επιτροπή για τη διενέργεια ελέγχου, έχουν την εξουσία:

- α) να εισέρχονται σε κάθε χώρο των επιχειρήσεων και ενώσεων επιχειρήσεων·
- β) να ελέγχουν τα βιβλία και άλλα επιχειρηματικά έγγραφα, ανεξαρτήτως της μορφής αποθήκευσής τους·
- γ) να πραγματοποιούν ή να αποκτούν υπό οποιαδήποτε μορφή αντίγραφα των εν λόγω βιβλίων και εγγράφων·
- δ) να σφραγίζουν οποιονδήποτε επαγγελματικό χώρο και βιβλία ή έγγραφα κατά το χρονικό διάστημα και στο βαθμό που απαιτούνται για τον έλεγχο·
- ε) να ζητούν από κάθε εκπρόσωπο ή μέλος του προσωπικού της επιχείρησης ή ένωσης επιχειρήσεων επεξηγήσεις για πραγματικά στοιχεία ή έγγραφα που σχετίζονται με το αντικείμενο και το σκοπό του ελέγχου και να καταγράφουν τις απαντήσεις τους.

## **5.5 Στόχοι της Ε.Ε.**

Σύμφωνα με ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής θεωρεί την θεσμοθέτηση αυστηρότερων διαδικασιών, τις οποίες οφείλουν να ακολουθούν οι εποπτικές αρχές των κρατών μελών κατά την αξιολόγηση των προτεινόμενων συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τομέα των τραπεζών, των ασφαλίσεων και των κινητών αξιών αναγκαία. Οι ισχύοντες νόμοι της ΕΕ επιτρέπουν στις εποπτικές αρχές να αντιταχθούν σε μια προτεινόμενη συγχώνευση ή εξαγορά εάν θεωρήσουν ότι διακυβεύεται η «υγιής και συνετή διαχείριση» της προς εξαγορά επιχείρησης. Η Επιτροπή προτείνει νέα οδηγία, η οποία τροποποιεί ορισμένες οδηγίες που ισχύουν στον ανωτέρω τομέα, θα διευκρινίσει ιδίως τα κριτήρια που πρέπει να χρησιμοποιούν οι εποπτικές αρχές για να αξιολογήσουν τις προτεινόμενες συγχωνεύσεις και

εξαγορές. Το μέτρο αυτό θα βελτιώσει τη σαφήνεια και τη διαφάνεια των αξιολογήσεων που διενεργούν οι εποπτικές αρχές και θα συμβάλει στην εναρμόνιση του χειρισμού των αιτήσεων για συγχωνεύσεις και για εξαγορές σε όλη την ΕΕ.

Ο κ. Charlie McCreevy, αρμόδιος Επίτροπος για θέματα εσωτερικής αγοράς και υπηρεσιών, προέβη στην ακόλουθη δήλωση: «Οι νέοι αυτοί κανόνες σημαίνουν ότι οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να είναι σαφείς, διαφανείς και συνεπείς όταν αξιολογούν διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι κανόνες δεν αφήνουν περιθώριο για πολιτικές παρεμβάσεις ή προστατευτισμό. Αυτόν το δρόμο πρέπει να ακολουθήσουμε εάν επιθυμούμε πραγματικά να έχουμε μια πλήρως λειτουργική εσωτερική αγορά η οποία να επιτρέπει στις ευρωπαϊκές χρηματοπιστωτικές εταιρείες να είναι διεθνώς ανταγωνιστικές».

Η προτεινόμενη οδηγία παρέχει στις εποπτικές αρχές μια σαφή και διαφανή διαδικασία λήψης αποφάσεων και κοινοποίησης. Ιδίως, υπάρχει πλέον ένας διεξοδικός κατάλογος κριτηρίων βάσει των οποίων πρέπει να αξιολογείται η εταιρεία που προβαίνει στην εξαγορά, όπως η φήμη του προτεινόμενου αγοραστή, η φήμη και η πείρα κάθε προσώπου που ενδέχεται να διοικήσει τον οργανισμό ή την επιχείρηση που θα προκύψει μετά την εξαγορά, η οικονομική ευρωστία του προτεινόμενου αγοραστή, η συμμόρφωση με τις σχετικές οδηγίες της ΕΕ και ο κίνδυνος να πρόκειται για ξέπλυμα βρώμικου χρήματος ή για χρηματοδότηση της τρομοκρατίας. Επίσης, η οδηγία περιορίζει τη χρονική περίοδο αξιολόγησης από 3 μήνες σε 30 ημέρες και δεν επιτρέπει στην εποπτεύουσα αρχή να αναστείλει την προθεσμία παρά μία μόνο φορά, υπό σαφείς όρους.

Η οδηγία τροποποιεί τις ακόλουθες ισχύουσες οδηγίες: την οδηγία για τα πιστωτικά ιδρύματα (2006/48/EK), την τρίτη οδηγία για την πρωτασφάλιση, εκτός της ασφάλισης ζωής, (92/49/EOK), την οδηγία για την ασφάλιση ζωής (αναδιατύπωση) (2002/83/EK), την οδηγία για τις αντασφαλίσεις (2005/68/EK) και την οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (2004/39/EK).

## 5.6 Συμμόρφωση με το Ευρωπαϊκό Δίκαιο (Ν. 2578/98)

Με το νόμο αυτό και συγκεκριμένα τα άρθρα 1 έως και 7 γίνεται προσπάθεια εναρμόνισης της ελληνικής νομοθεσίας με τις διατάξεις της Οδηγίας του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων 90/434/ΕΟΚ, (L.225/20.8.1190 Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών κοινοτήτων), όσον αφορά το κοινό φορολογικό καθεστώς για τις συγχωνεύσεις, διασπάσεις, εισφορές ενεργητικού και ανταλλαγές τίτλων που αφορούν εταιρίες διαφορετικών κρατών - μελών. Δηλαδή, ο νόμος αυτός εφαρμόζεται σε πράξεις που πραγματοποιούνται μεταξύ εταιριών διαφορετικών κρατών- μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και εφόσον τα μεταβιβαζόμενα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού προσαρτώνται σε υφιστάμενη ήδη μόνιμη εγκατάσταση της εξαγοράζουσας εταιρίας στην Ελλάδα και συμβάλλουν στη διαμόρφωση αποτελεσμάτων, τα οποία λαμβάνονται υπόψη για την επιβολή φόρου εισοδήματος στην Ελλάδα. Σκοπός του νόμου είναι η ρύθμιση με τρόπο εναρμονισμένο σημαντικών ζητημάτων διπλής φορολόγησης εταιριών διαφορετικών κρατών - μελών

Προκειμένου να γίνει ενεργοποίηση του συγκεκριμένου νόμου θα πρέπει να συντρέχουν κάποια από τις συνθήκες που ακολουθούν:

- α) Συγχώνευση ή πράξη με την οποία μια ή περισσότερες εταιρίες μεταβιβάζουν το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων, οπότε και λύνονται χωρίς εκκαθάριση, τόσο του ενεργητικού όσο και του παθητικού, σε άλλη προϋπάρχουσα εταιρία, έναντι παροχής στους εταίρους τους εκδιδόμενων παραστατικών τίτλων του εταιρικού κεφαλαίου της νέας εταιρίας και, ενδεχομένως, έναντι καταβολής προς αυτούς ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό των τίτλων που δικαιούνται, το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των τίτλων αυτών ή της λογιστικής αξίας τους.
- β) Συγχώνευση ή πράξη με την οποία μια εταιρία, συνεπεία λύσης και κατά τη στιγμή κατά την οποία λύεται χωρίς εκκαθάριση, μεταβιβάζει το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων, τόσο του ενεργητικού όσο και του παθητικού, στην εταιρία η οποία κατέχει το σύνολο των παραστατικών τίτλων του εταιρικού κεφαλαίου.
- γ) Διάσπαση κατά την οποία μία εταιρία λύεται χωρίς εκκαθάριση, μεταβιβάζοντας το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων, τόσο του ενεργητικού όσο και του παθητικού, σε δυο ή περισσότερες προϋπάρχουσες ή νέες εταιρίες, έναντι αναλογικής διανομής στους εταίρους της εκδιδόμενων παραστατικών τίτλων του εταιρικού κεφαλαίου των προϋπαρχουσών ή των νέων εταιριών, κατά περίπτωση και, ενδεχομένως, έναντι καταβολής προς αυτούς ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά

προς συμψηφισμό των τίτλων που δικαιούνται, το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 105 της ονομαστικής αξίας των τίτλων αυτών ή της λογιστικής αξίας τους.

δ) Εισφορά ενεργητικού, κατά την οποία μία εταιρία χωρίς να λυθεί εισφέρει το σύνολο ή έναν ή περισσότερους κλάδους της δραστηριότητάς της σε μια άλλη εταιρία, έναντι παράδοσης εκδιδόμενων παραστατικών τίτλων του εταιρικού κεφαλαίου της λήπτριας εταιρίας.

ε) Κλάδος Δραστηριότητας, πράξη κατά την οποία μεταβιβάζονται το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων, τόσο του ενεργητικού όσο και του παθητικού, ενός τμήματος της εταιρίας που μπορεί από οργανωτικής πλευράς να λειτουργήσει αυτόνομα.

στ) Ανταλλαγή τίτλων, πράξη με την οποία μια εταιρία αποκτά συμμετοχή στο κεφάλαιο άλλης εταιρίας, σε ποσοστό το οποίο της παρέχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρίας αυτής, έναντι παροχής στους εταίρους της δεύτερης αυτής εταιρίας(αποκτώμενης) των τίτλων τους, παραστατικών τίτλων του εταιρικού κεφαλαίου της πρώτης και, ενδεχομένως, έναντι καταβολής συμψηφιστικού ποσού σε μετρητά, το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των τίτλων αυτών ή της λογιστικής αξίας τους.

Οι φορολογικές ρυθμίσεις του νόμου αφορούν α) τα διανεμόμενα κέρδη, που εισπράττουν ημεδαπές ανώνυμες εταιρίες από τη συμμετοχή τους σε θυγατρικές εταιρίες, των οποίων η έδρα βρίσκεται σε Κράτος - Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης. β) στα κέρδη τα οποία διανέμουν ημεδαπές ανώνυμες εταιρίες άλλων Κρατών - Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης των οποίων οι πιο πάνω ελληνικές εταιρίες είναι θυγατρικές.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του νόμου η υπεραξία που προκύπτει κατά τη συγχώνευση, διάσπαση ή εισφορά ενεργητικού υπέρ της εισφέρουσας ημεδαπής ανώνυμης εταιρίας, δηλαδή η εταιρία που μεταβιβάζει τα περιουσιακά της στοιχεία ή που εισφέρει το σύνολο ή έναν ή περισσότερους κλάδους της δραστηριότητάς της, δεν υπόκειται σε φόρο εισοδήματος στην Ελλάδα κατά το χρόνο που λαμβάνουν χώρα οι ανωτέρω πράξεις. Με την προϋπόθεση η ημεδαπή ανώνυμη εταιρία να προσφέρει εγκατάστασή της στο εσωτερικό της Ελλάδας, ακόμη και αν η εταιρία που λειτουργεί στην ημεδαπή είναι εταιρία Χώρας- Μέλους. Ως υπεραξία νοείται η θετική διαφορά μεταξύ της πραγματικής αξίας των μεταβιβαζόμενων στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού της εισφέρουσας ημεδαπής ανώνυμης εταιρίας και της καθαρής λογιστικής αξίας τους, όπως οι αξίες αυτές προκύπτουν κατά το χρόνο

μεταβίβασης. Σε περίπτωση κατά την οποία προκύπτει αρνητική διαφορά, αυτή δεν εκπίπτει από τα ακαθάριστα έσοδα της εισφέρουσας ημεδαπής ανώνυμης εταιρίας.

Επιπλέον αφορολόγητες εκπτώσεις και αποθεματικά που έχουν σχηματισθεί από την εισφέρουσα ημεδαπή ανώνυμη εταιρία ή από την ευρισκόμενη στην Ελλάδα μόνιμη εγκατάσταση αλλοδαπής εταιρίας Κράτους - Μέλους της Ένωσης, δεν υπόκεινται σε φορολογία κατά το χρόνο της συγχώνευσης ή της διάσπασης ή της εισφοράς του ενεργητικού στο όνομα της εισφέρουσας ημεδαπής εταιρίας ή της μόνιμης εγκατάστασης, με την προϋπόθεση ότι μεταφέρονται και εμφανίζονται αυτούσιες σε ειδικούς λογαριασμούς στα βιβλία της λήπτριας μόνιμης εγκατάστασης ή της ημεδαπής ανώνυμης εταιρίας. Σε περίπτωση μη τήρησης της προϋπόθεσης αυτής οι αφορολόγητες εκπτώσεις και αποθεματικά φορολογούνται στο όνομα της λήπτριας μόνιμης εγκατάστασης ή ημεδαπής εταιρίας κατά το χρόνο της συγχώνευσης ή της διάσπασης ή της εισφοράς ενεργητικού.

Όσον αφορά τη φορολογία της αλλοδαπής λήπτριας εταιρίας, φορολογείται για την υπεραξία που προκύπτει στις ακόλουθες περιπτώσεις: α) όταν παύσει να υφίσταται η μόνιμη εγκατάσταση της αλλοδαπής εταιρίας, β) κατά το χρόνο που αναλαμβάνεται ή εξάγεται στην αλλοδαπή η εν λόγω υπεραξία και γ) όταν πιστώνεται με αυτή η ευρισκόμενη στην αλλοδαπή έδρα.

Επιπλέον η αλλοδαπή λήπτρια εταιρία υποχρεούται να υπολογίζει τις αποσβέσεις επί των εισφερθέντων στη μόνιμη εγκατάστασή της περιουσιακών στοιχείων με τους ίδιους όρους που θα υπολόγιζε αυτές η εισφέρουσα εταιρία αν δεν είχε πραγματοποιηθεί η συγχώνευση ή η διάσπαση ή η εισφορά του ενεργητικού (όχι δηλαδή σε μεγαλύτερη αξία, την υπεραξία).

Η συγχώνευση διάσπαση ή ανταλλαγή παραστατικών τίτλων του εταιρικού κεφαλαίου της λήπτριας σε εταίρο της εισφέρουσας εταιρίας δεν έχει ως αποτέλεσμα αυτή καθαυτή τη φορολόγηση του εταίρου για την υπεραξία που προκύπτει υπέρ αυτού. Αυτό ισχύει με την προϋπόθεση ότι δε θα αποδώσει σε αυτούς μεγαλύτερη φορολογική αξία από όση είχαν οι τίτλοι που ανταλλάσσει πριν από τη συγχώνευση, τη διάσπαση ή την ανταλλαγή τίτλων

## **Μέρος Γ΄**

### **Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα- Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο**

## Κεφάλαιο 7°

### Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα

#### 7.1 Εισαγωγή

Στην ενότητα αυτή γίνεται μία ιστορική αναδρομή στην πορεία των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα. Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να βοηθήσει στην αξιολόγηση του ελληνικού θεσμικού πλαισίου, που ακολουθεί, κατά πόσο, δηλαδή προωθεί τις εξαγορές και να γίνει μία αντιπαραβολή της κατάστασης στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπως αναπτύχθηκε παραπάνω με την ελληνική πραγματικότητα.

#### 7.2. Ιστορική αναδρομή στις εξαγορές και συγχωνεύσεις στην Ελλάδα

Η δεκαετία του 1990 χαρακτηρίζεται από ένα σημαντικό κύμα συγχωνεύσεων παγκοσμίως. Στην Ελλάδα, όμως, η επιρροή αυτού του κύματος έγινε εμφανής στην περίοδο 1998-1999. Αυτό γιατί την περίοδο αυτή ελληνικές επιχειρήσεις καλούνται να αντιμετωπίσουν τον αυξανόμενο ανταγωνισμό, ο οποίος εντείνεται από την παγκοσμιοποίηση της αγοράς και από την επικείμενη είσοδο της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Εώς την περίοδο αυτή οι εξαγορές ήταν υπό τον έλεγχο του κράτους, καθώς ο ιδιωτικός τομέας έδειχνε απροθυμία για τέτοιου είδους επιχειρηματικά εγχειρήματα. Επιπλέον, οι λίγες απόπειρες που έλαβαν χώρα αντιμετώπισαν την έλλειψη ολοκληρωμένου νομοθετικού πλαισίου, ιδιαίτερα όσον αφορά της εχθρικές εξαγορές (Koumanakos *et al.*, 2002).

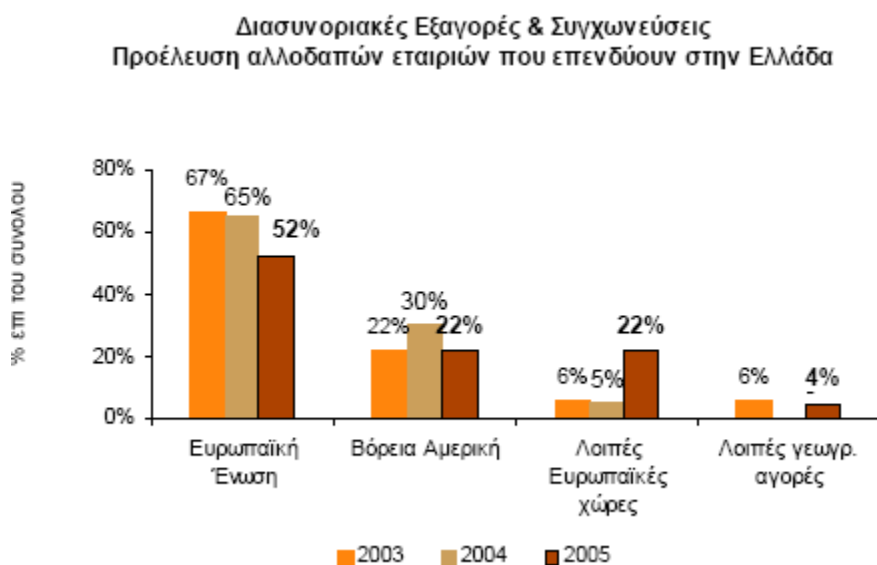
Από το 1999 ο ιδιωτικός τομέας ενεργοποιείται με εξαγορές στην περιοχή των Βαλκανίων, γενικότερα αυξάνονται οι εξαγωγές στις χώρες αυτές και η Ελλάδα αναλαμβάνει ηγετικό ρόλο. Οι τομείς που κυριαρχούν είναι ο τραπεζικός και οι κατασκευές. Στη συνέχεια όμως αυτό το ρεύμα δε θα συνεχιστεί, λόγω γενικευμένης οικονομικής ύφεσης. Επιπλέον, σημαντικό είναι ότι κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών η Ελλάδα αποτελεί τον τελευταίο προορισμό επένδυσης κεφαλαίων στην Ευρώπη των 18. Παρόλ' αυτά θεωρείται αναγκαίο για το μέλλον της οικονομίας στην Ελλάδα η αύξηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων, καθώς το μεγαλύτερο μέρος της ελληνικής επιχειρηματικότητας ασκείται από οικογενειακές, μικρομεσαίες



επιχειρήσεις, η βιωσιμότητα των οποίων μπορεί να υποβοηθηθεί με τον τρόπο των εξαγορών και συγχωνεύσεων και να μετατραπούν σε σημαντικές σύγχρονες τεχνολογικά οικονομικές μονάδες (Κουμανακός *et al.*, 2002).

Στον Πίνακα. 7.1 ενδιαφέρον παρουσιάζει η προέλευση των εταιριών που επενδύουν στην Ελλάδα με εξαγορές και συγχωνεύσεις στα έτη 2003 έως 2005. Όπως ήταν αναμενόμενο η πλειοψηφία των εταιριών που επενδύουν στην Ελλάδα με εξαγορές προέρχονται από χώρες τις Ε.Ε., λόγω των υψηλών κινήτρων που δίνονται σε αυτές.

Πίνακας 7.1: Προέλευση αλλοδαπών εταιριών που επενδύουν στην Ελλάδα

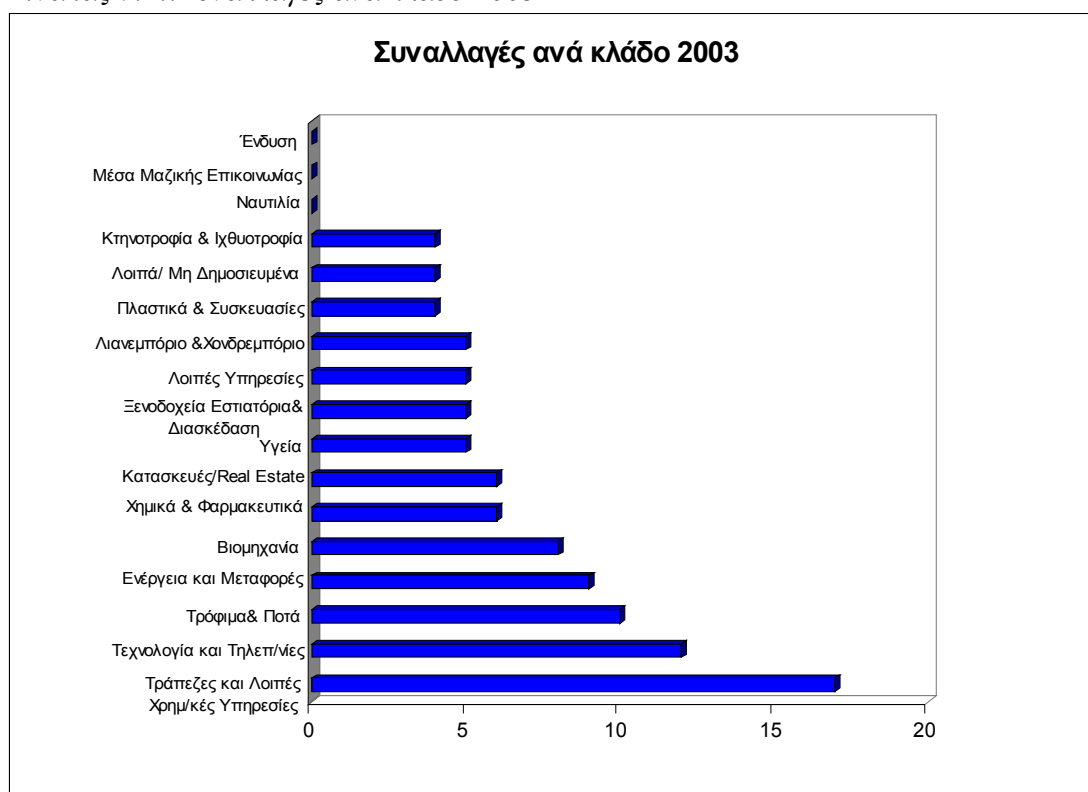


#### Πηγή: PriceWaterHouseCoopers 2005

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με έρευνα του PriceWaterhouseCoopers για την δραστηριότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην ελληνική επικράτεια το 2002 ο συνολικός αριθμός των εταιρικών συναλλαγών στην Ελλάδα ανήλθε σε 328 με τα 3/4 να αφορούν εγχώριες συναλλαγές. Στην πλειοψηφία τους οι επενδύτριες εταιρίες ήταν κυρίως μεγάλες επιχειρήσεις με κύκλο εργασιών υψηλότερο των € 50 εκ. Κατά μέσο όρο η αξία των συναλλαγών διατηρήθηκε σε χαμηλά επίπεδα, αφού το καταβληθέν τίμημα για τις μισές από αυτές δεν ξεπέρασε τα € 4εκ. Η συνολική αξία των συναλλαγών για τις οποίες το τίμημα έχει δημοσιευτεί (41% επί του συνόλου), ανήλθε σε € 2,5 δις. Σημαντικότερη δραστηριότητα παρουσιάστηκε στους κλάδους των Κατασκευών, Υπηρεσιών, Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνιών, Τραπεζών & Λοιπών Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών και Λιανεμπορίου & Χονδρεμπορίου.

Το 2003 ο αριθμός των εξαγορών & συγχωνεύσεων παρουσίασε 48% μείωση σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, φτάνοντας τις 169 συναλλαγές. Με τα 2/3 να αφορούν εγχώριες συναλλαγές. Όπως και το 2002, η πλειοψηφία των επενδυτριών εταιριών ήταν μεγάλες επιχειρήσεις των οποίων ο κύκλος εργασιών ξεπερνούσε τα €50εκ. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η αύξηση του μέσου όρου της αξίας των συναλλαγών, ο οποίος περίπου τριπλασιάστηκε φτάνοντας τα €56εκ. Παρά τη μείωση του αριθμού συναλλαγών το 2003, η συνολική αξία τους αυξήθηκε κατά 20% σε σχέση με το 2002, φτάνοντας τα €3δισ. Εξαιρώντας τον κλάδο των κατασκευών, ο οποίος κατά το 2002 παρουσίασε το μεγαλύτερο αριθμό συναλλαγών λόγω των νομοθετικών ρυθμίσεων στο χώρο αυτό, τόσο το 2003 όσο και το 2002 οι κλάδοι με τη μεγαλύτερη δραστηριότητα ήταν οι Τράπεζες & Λοιπές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες και η Τεχνολογία & Τηλεπικοινωνίες, κάτι που παρουσιάζεται από τον πίνακα 7.2

Πίνακας 7.2.: Συναλλαγές ανά κλάδο 2003

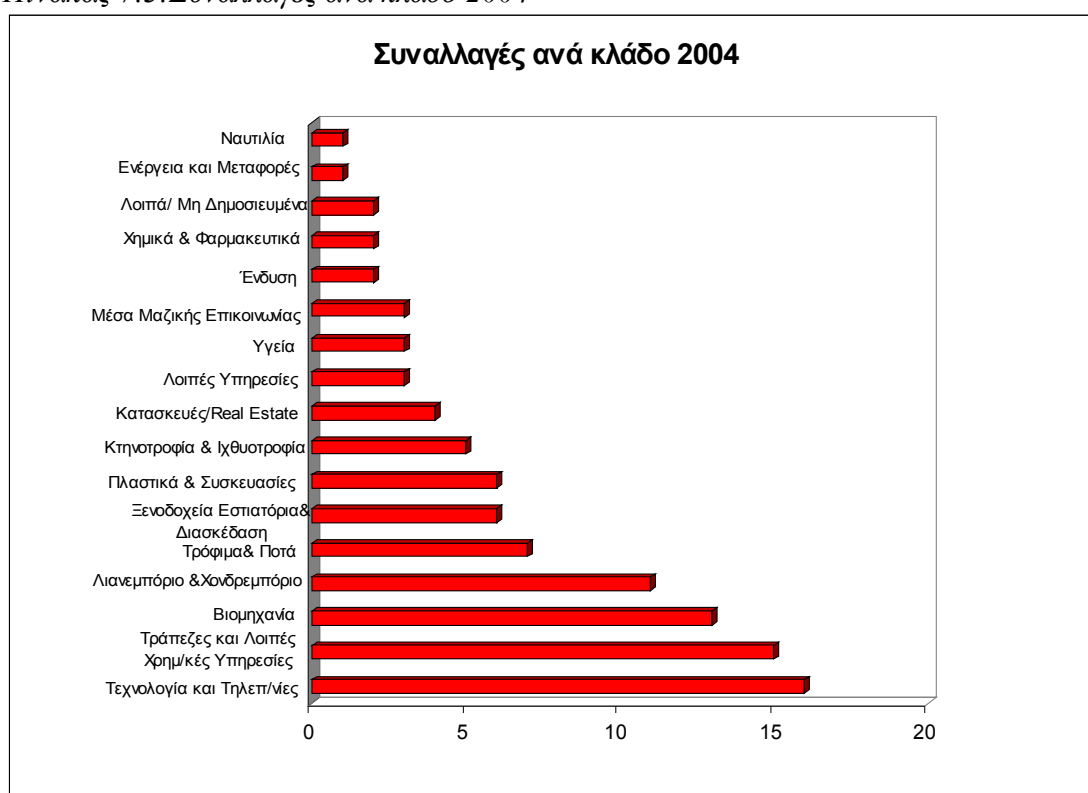


**Πηγή: PriceWaterHouseCoopers 2005**

Το 2004 ο αριθμός των εξαγορών & συγχωνεύσεων αυξήθηκε κατά 24% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, φτάνοντας τις 209 συναλλαγές. Από αυτές, τα 2/3 περίπου αντιστοιχούν σε συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ εταιριών

ελληνικών συμφερόντων. Η συνολική αξία των συναλλαγών μειώθηκε στα €2 δις από €3 δις το 2003. Η μέση αξία συναλλαγής μειώθηκε στα €28 εκατ. απ €56 εκατ. το 2003. Η πλειοψηφία των επενδυτριών εταιριών ήταν μεγάλες επιχειρήσεις των οποίων ο κύκλος εργασιών ξεπερνούσε τα €50εκ., εν οι κλάδοι που εμφάνισαν τη σημαντικότερη κινητικότητα σε εξαγορές & συγχωνεύσεις το 2004 ήταν αυτοί των τραπεζών & λοιπών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, της τεχνολογίας & τηλεπικοινωνιών και της βιομηχανίας, οι οποίοι πραγματοποίησαν το 44% των συνόλου του συναλλαγών, γεγονός που φαίνεται στον πίνακα.7.3.

Πίνακας 7.3: Συναλλαγές ανά κλάδο 2004

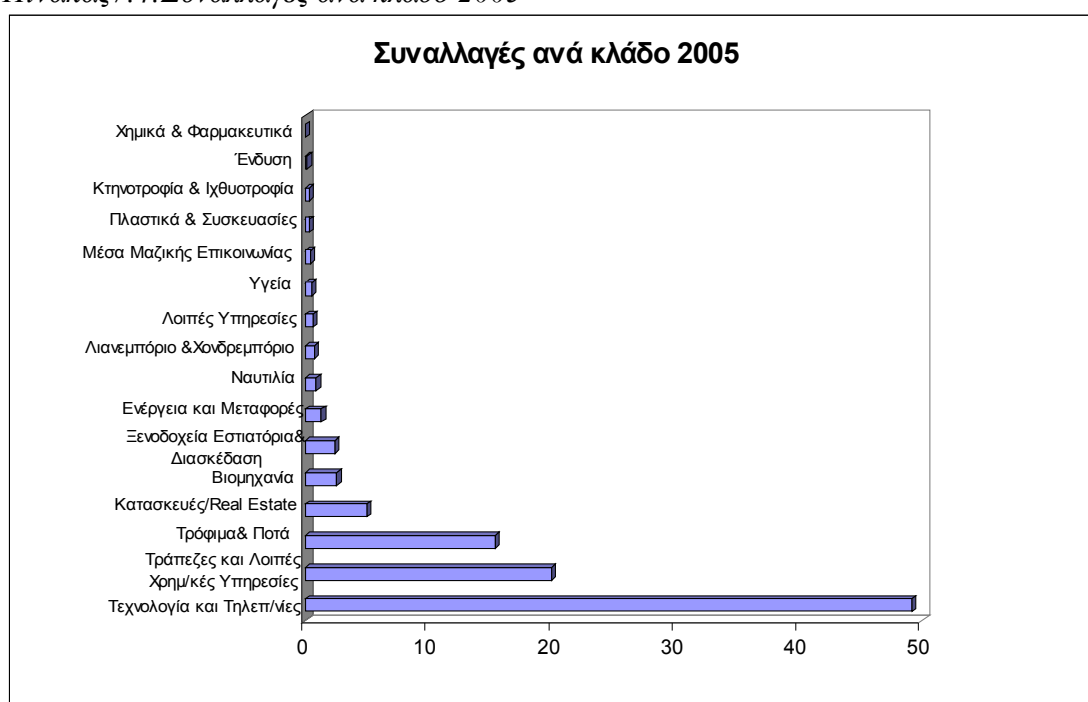


Πηγή: PriceWaterHouseCoopers 2005

Το 2005 ο αριθμός των εξαγορών & συγχωνεύσεων αυξήθηκε κατά 4% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, φτάνοντας τις 217 συναλλαγές. Από αυτές, τα 2/3 περπου αντιστοιχούν σε συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ εταιριών ελληνικών συμφερόντων. Η συνολική αξία των συναλλαγών μειώθηκε στα €4,3 δις από €2 δις το 2004. Η μέση αξία συναλλαγής μειώθηκε στα €28 εκατ. από €56 εκατ. το 2004 Η πλειοψηφία των επενδυτριών εταιριών (69%) ήταν μεγάλες επιχειρήσεις των οποίων ο κύκλος εργασιών ξεπερνούσε τα €50εκ., εν οι κλάδοι που εμφάνισαν τη

σημαντικότερη κινητικότητα σε εξαγορές & συγχωνεύσεις το 2005 ήταν αυτοί των τραπεζών & λοιπών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, της τεχνολογίας & τηλεπικοινωνιών. Σύμφωνα με τον Πίνακα 7.4 ο μεγαλύτερος όγκος συναλλαγών με ποσοστό 49% εμφανίστηκε στον κλάδο των συναλλαγών, μέγεθος ιδιαίτερα αυξημένο, ίσως από τις τρεις πιο σημαντικές εξαγορές που έγιναν στον κλάδο αυτό, με πρωταγωνιστή την εξαγορά της TIM Ελλάς από τις εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών Arax Partners και Texas Pacific για 1,4,δισ αξία μετοχών, ποσό που αποτελεί το 32% του συνόλου των συναλλαγών για το 2005.

Πίνακας 7.4: Συναλλαγές ανά κλάδο 2005



Πηγή: PriceWaterHouseCoopers 2005

## Κεφάλαιο 8°

### Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο

#### 8.1 Εισαγωγή

Η διευθέτηση και πραγματοποίηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον ελληνικό χώρο κωδικοποιούνται σε ένα σύνολο νόμων και νομικών μεταρρυθμίσεων, ώστε να επιτυγχάνεται η εύρυθμη και ομαλή λειτουργία της αγοράς. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές συνεπάγονται μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων και η μεταβίβαση αυτή ως φορολογική πηγή θα μπορούσε να είναι σημαντική για τα έσοδα του κράτους. Κάτι τέτοιο, όμως, θα δυσχέραινε την ενοποίηση των οικονομικών μονάδων και τη δημιουργία μεγάλων, υγιών επιχειρήσεων, που θα βοηθούσαν την ανάπτυξη της χώρας. Για το λόγο αυτό το κράτος δίνει φορολογικά κίνητρα στις επιχειρήσεις με απαλλαγή φόρων και απλούστευση των διαδικασιών. Έτσι, δημιουργούνται κίνητρα επενδύσεων για εγχώριους και μη επενδυτές, αναπτύσσονται μεγάλες οικονομικές μονάδες, τις οποίες το κράτος μπορεί να εκμεταλλευτεί φορολογικά στο μέλλον. Αυτόν τον τρόπο φορολογικής αντιμετώπισης των συγχωνεύσεων και εξαγορών εισήγαγαν οι Η.Π.Α. στο δεύτερο μισό του 20<sup>ου</sup> αιώνα και στη συνέχεια μετατράπηκε σε διεθνή πρακτική (Ashta, 2003).

Στην ενότητα αυτή θα αναλυθούν οι μορφές των συγχωνεύσεων, ο τρόπος πραγματοποίησης, τα κίνητρα και τα οφέλη που αναγνωρίζονται από το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο.

Οι διατάξεις που αναφέρονται σε συνενώσεις εταιριών ξεκινούν από το ν.2190/20 και ακολουθούν μεταρρυθμίσεις και νέοι νόμοι μέχρι και τη σύγχρονη νομολογία, γεγονός που αποδεικνύει πόσο πολύ απασχολεί την οικονομία και τις επιχειρήσεις οι συνενώσεις εταιριών και η δημιουργία υγιών παραγωγικών μονάδων. Πολλοί είναι οι νόμοι που έχουν τροποποιήσει τον αρχικό ν. 2190/20 όσον αφορά τις συγχωνεύσεις. Με το ν.3190/1955 ρυθμίζονται με τα άρθρα 54-55 οι μετατροπές των ΕΠΕ σε ΑΕ, το άρθρο 7 ν.2386/1996 δίνονται νέα κίνητρα συγχωνεύσεων μικρομεσαίων επιχειρήσεων, ενώ με το ν.δ.1297/72, το ν.2166/93 και 2992/2002 (Pazarksis *et al*, 2006) και τον πιο πρόσφατο ν. 3296/2004 ρυθμίζονται συγκεντρωτικά οι μετατροπές εταιριών σε ΑΕ και οι συνενώσεις αυτών, δίνοντας στις

επιχειρήσεις νέα κίνητρα επενδύσεων και διευρύνοντας τα ήδη υπάρχοντα.. Επιπλέον, σχετικά με συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων ενδιαφέρει ο ν.2515/1997, στο πλαίσιο του ν.2076/92 περί πιστωτικών ιδρυμάτων. Με το ΠΔ 498/1987 τονίζεται η επιτακτική ανάγκη προσαρμογής του ελληνικού δικαίου στο κοινοτικό,(Pazarksis *et al*, 2006). Για το λόγο αυτό σημαντικός νόμος θεωρείται ο ν. 2578/98, ο οποίος θέτει τα θεμέλια συμμόρφωσης με το κοινοτικό θεσμικό πλαίσιο.

Σήμερα το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο διαμορφώνεται από τις διατάξεις των ν. 2166/93, του ν.δ. 1297/72 και του άρθρου 18 του ν. 3296/2004, ανάλογα με τη μορφή της συγχώνευσης και τους στόχους των εταιριών, ως μεταρρυθμιστικές διατάξεις του ν. 2190/20. Θα πρέπει να τονιστεί ότι οι νόμοι αυτοί είναι κυρίως φορολογικοί και επεξηγούν τα κίνητρα, τις φορολογικές αλλαγές που επέρχονται από μία τέτοια αλλαγή ιδιοκτησιακού καθεστώτος στην εταιρία. Επιπλέον, η εφαρμογή των νόμων αυτών αφορά μόνο συγκεκριμένους μετασχηματισμούς που ορίζονται σε κάθε περίπτωση και φυσικά προβλέπονται από το εταιρικό δίκαιο.

## **8.2 Παρουσίαση διαδικασίας συγχώνευσης σύμφωνα με το ν. 2190/20**

Ο αρχικός νόμος, όπου αναφέρονται οι έννοιες των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ο ν.2190/20 περί ΑΕ, όπου ως μορφές συγχώνευσης σύμφωνα με τα άρθρα 68 (το οποίο αντικαταστάθηκε από το ΠΔ 498/1987)§ 1 και 79 § 1 θεωρούνται οι εξής:

α) η απορρόφηση μιας ή περισσότερων ΑΕ από άλλη ΑΕ. Στην περίπτωση αυτή η συγχώνευση δεν επιφέρει τη διάλυση της απορροφούσας, η οποία διατηρεί τη νομική της μορφή, αλλά μόνο της απορροφούμενης. Η απορροφούμενη εταιρία λύεται χωρίς όμως να εκκαθαρίζεται και μεταβιβάζει το σύνολο της περιουσίας της (ενεργητικό και παθητικό) στην απορροφούσα, έναντι απόδοσης στους μετόχους της απορροφούμενης μετοχές της απορροφούσας ή χρηματικό πόσο. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που αποδίδονται στους μετόχους των απορροφούμενων εταιριών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιριών.

Ειδικότερη μορφή συγχώνευσης με απορρόφηση αποτελεί η περίπτωση που η απορροφούσα κατέχει το 100% των μετοχών της απορροφούμενης. Στην περίπτωση αυτή κατά παρέκκλιση δεν απαιτείται απόφαση της ΓΣ των συγχωνευόμενων

εταιριών, ενώ η δημοσιότητα του σχεδίου σύμβασης πραγματοποιείται από κάθε εταιρία ξεχωριστά ένα μήνα πριν την απορρόφηση. Οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα ένα μήνα πριν την απορρόφηση να λαμβάνουν γνώση των εγγραφών που προβλέπονται από το άρθρο 73.

β) η συγχώνευση με τη λύση δύο ή περισσότερων ΑΕ και τη σύσταση νέας ΑΕ. Στην περίπτωση αυτή λύνονται χωρίς εκκαθάριση οι συγχωνευόμενες εταιρίες και μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους στη συνιστώμενη νέα εταιρία, έναντι απόδοσης στους μετόχους τους μετοχών που εκδίδονται από τη νέα εταιρία ή κάποιου χρηματικού ποσού προς συμψηφισμό μετοχών που δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που αποδίδονται στους μετόχους των λυόμενων εταιριών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιριών.

γ) η εξαγορά μιας ή περισσότερων ΑΕ από άλλη ΑΕ, που εξομοιώνεται με απορρόφηση. Στην περίπτωση αυτή η εξαγοραζόμενη εταιρία μεταβιβάζει μετά τη λύση της, χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, το σύνολο της περιουσίας της (ενεργητικό και παθητικό) στην εξαγοράζουσα έναντι απόδοσης στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρίας του αντιτίμου των δικαιωμάτων τους. Η απορροφούμενη εταιρία είναι και εδώ αυτή που εξαφανίζεται, η εξαγοραζόμενη.

Το σημείο της διαφοράς μεταξύ εξαγοράς και συγχώνευσης με απορρόφηση είναι ότι οι μέτοχοι της «απορροφούμενης» δε λαμβάνουν μετοχές μετά την εξαγορά και συνεπώς δε μετέχουν στην απορροφούσα, αλλά μόνο χρήματα.

Στο άρθρο 69 έως 74 ν.2190/20 ορίζονται οι ενέργειες που πρέπει να γίνουν για την ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης με απορρόφηση και οι σχετικές διευθετήσεις. Σύμφωνα με τις παραγράφους αυτές στο πρώτο στάδιο έναρξης της διαδικασίας συγχώνευσης απαραίτητες είναι οι ενέργειες:

α) Αρχικά θα πρέπει τα ΔΣ των εταιριών να πάρουν απόφαση της διαδικασίας συγχώνευσης και να ορίσουν με ποιο νομοθετικό πλαίσιο θα συμμορφωθούν, ανάλογα με τα πλεονεκτήματα που θέλουν να εκμεταλλευτούν.

β) Στη συνέχεια θα πρέπει να καταρτισθεί ένα σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης από τα ΔΣ των εταιριών. Στο στάδιο αυτό το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης δεν είναι εκτελεστό, καθώς απαιτείται η έγκρισή του από τη ΓΣ, η οποία θα συγκληθεί στο τέλος της διαδικασίας. Έτσι το σχέδιο αυτό συντάσσεται από το ΔΣ και υπογράφεται από ανθρώπους που αυτό εξουσιοδοτεί, ενώ η ΓΣ με το πέρας

της διαδικασίας μπορεί να το τροποποιήσει ή διαφοροποιήσει, ακόμη κι αν αυτό έχει υπογραφεί και εγκριθεί από τη Διοίκηση, καθώς και δημοσιευτεί στην οικονομική εφημερίδα και στο ΦΕΚ.

Όσον αφορά το περιεχόμενο του σχεδίου σύμβασης συγχωνεύσεων πρέπει να περιλαμβάνει συγκεκριμένα στοιχεία, σύμφωνα με την § 2 του νόμου. Συγκεκριμένα πρέπει να αναγράφονται

- Η ειδικότερη μορφή της συγχώνευσης, η επωνυμία και η έδρα των εταιριών.
- Η σχέση ανταλλαγής των μετόχων και ενδεχομένως το ύψος του χρηματικού ποσού που προβλέπει το άρθρο 68 του ίδιου νόμου.
- Τις διατυπώσεις παράδοσης των νέων μετοχών που εκδίδει η απορροφούσα εταιρία.
- Την ημερομηνία από την οποία οι μετοχές που παραδίδονται στους μετόχους της απορροφόμενης εταιρίας παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της απορροφούσας, καθώς και κάθε ειδικό όρο σχετικό με το δικαίωμα αυτό.
- Την ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της απορροφούμενης εταιρίας θεωρούνται, από λογιστική άποψη, ότι γίνονται για λογαριασμό της απορροφούσας εταιρίας και την τύχη των οικονομικών αποτελεσμάτων της απορροφούμενης εταιρίας που θα προκύψουν από την ημερομηνία αυτή μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης, η οποία προβλέπεται στα άρθρα 74 και 75.
- Τα δικαιώματα που εξασφαλίζει η απορροφούσα εταιρία στους μετόχους που έχουν ειδικά δικαιώματα στην απορροφούμενη εταιρία, καθώς και στους κατόχους άλλων τίτλων, πλην μετοχών, ή αν υπάρχουν τα μέτρα που προτείνονται γι' αυτούς.
- Όλα τα ιδιαίτερα πλεονεκτήματα που, ενδεχομένως, παρέχονται στα μέλη του ΔΣ και στους τακτικούς ελεγκτές των συγχωνευμένων εταιριών.

γ) Έπειτα, απαιτείται η δημοσίευση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης στο ΦΕΚ. Συγκεκριμένα η § 3 του άρθρου 69 ορίζει ότι: «Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας που προβλέπει το άρθρο 7β από κάθε μία από τις συγχωνευόμενες εταιρίες δύο τουλάχιστον μήνες πριν από την ημερομηνία της γενικής συνέλευσης, που καλείται να αποφασίσει για το σχέδιο αυτό». Επιπλέον, στα πλαίσια της δημοσιότητας, αναγκαία είναι και η δημοσίευση περίληψης του σχεδίου σε οικονομική εφημερίδα μέσα σε δέκα μέρες από την



ολοκλήρωση των παραπάνω διατυπώσεων δημοσιότητας με ευθύνη του ΔΣ της κάθε εταιρίας και αφού το Εθνικό Τυπογραφείο έχει δώσει αριθμό ΦΕΚ. Οι συγχωνευόμενες εταιρίες πρέπει να υποβάλλουν αντίγραφο της εφημερίδας, όπου έγινε η δημοσίευση.

δ) Σύμφωνα με την § 4 άρθρο 69 το ΔΣ κάθε μιας των συγχωνευόμενων εταιριών καταρτίζει λεπτομερή έκθεση, στην οποία επεξηγεί και δικαιολογεί από νομική και οικονομική άποψη το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης και ειδικότερα τη σχέση ανταλλαγής μετοχών της απορροφούμενης εταιρίας προς τις μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα εταιρία. Η έκθεση αυτή καταχωρείται στο μητρώο ανωνύμων εταιριών και υποβάλλεται στη ΓΣ όταν αυτή συγκληθεί.

Το δεύτερο στάδιο αφορά την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιριών. Απαραίτητες ενέργειες είναι:

α) Σύνταξη ισολογισμού μετασηματισμού, σε περίπτωση που ο ισολογισμός χρήσης έχει ημερομηνία που απέχει περισσότερο από έξι μήνες από την ημερομηνία του κοινού σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης. Ο ισολογισμός αυτός εμφανίζει τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού των μετασηματιζόμενων εταιριών. Με την ενοποίηση των παραπάνω στοιχείων πραγματοποιείται ο μετασηματισμός, δηλαδή η συγχώνευση. Τα στοιχεία του, μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, μεταφέρονται ενοποιημένα ως στοιχεία ισολογισμού έναρξης της απορροφούσας εταιρίας. Συγκεκριμένα, στις διατάξεις του ν.2190/20 αναφέρεται ο ισολογισμός αυτός ως «...μία λογιστική κατάσταση (προσωρινού ισολογισμού) της εταιρίας...».

β) Έκθεση εκτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9 του ν. 2190/20, συντάσσεται έκθεση προς τη ΓΣ των εταιριών προς συγχώνευση, όπου γίνεται εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων αυτών των εταιριών από επιτροπή εμπειρογνομόνων. Η επιτροπή αυτή, που ορίζεται έπειτα από κοινή αίτηση των συγχωνευόμενων εταιριών, εξετάζει επίσης και τους όρους που περιλαμβάνονται στο σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης.

Στην έκθεση αυτή η επιτροπή υποχρεούται να αναφέρει αν, κατά τη γνώμη της, η σχέση ανταλλαγής των μετοχών της απορροφούμενης εταιρίας προς τις μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα είναι δίκαιη και λογική. Επιπλέον, στην έκθεση πρέπει να περιλαμβάνονται οι εξής πληροφορίες:

- Η αξία της της εισφερόμενης εταιρικής παρουσίας στο σύνολό της (ενεργητικό και παθητικό) για τη μεταβολή του κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρίας την οποία συνεπάγεται η συγχώνευση

- Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για τον καθορισμό της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών
- Δήλωση για το αν η μέθοδος που εφαρμόστηκε είναι κατάλληλη για τη συγκεκριμένη περίπτωση, τις αξίες που προέκυψαν, γνώμη για τη μέθοδο ή τις μεθόδους που υιοθετήθηκαν, καθώς και περιγραφή τυχόν δυσκολιών κατά την εκτίμηση.

Οι εμπειρογνώμονες έχουν το δικαίωμα να προβαίνουν σε οποιοδήποτε έλεγχο κρίνουν αυτοί σημαντικό.

γ) Μόνο η απορροφούμενη εταιρία μεταβιβάζει την περιουσία της στην απορροφούσα, δηλαδή μετασχηματίζεται και κατά συνέπεια μόνο αυτή χρειάζεται να συντάξει ισολογισμό μετασχηματισμού, βάσει του οποίου συντάσσεται ύστερα η έκθεση εκτίμησης περιουσιακής αξίας. Αυτό δεν απαιτείται από την απορροφούσα εταιρία, καθώς δε μεταβιβάζει την περιουσία της.

δ) Η μεταβατική περίοδος που μεσολαβεί από την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού της απορροφούμενης εταιρίας μέχρι την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, όπως αυτή ορίζεται από το νόμο, οι συγχωνευόμενες εταιρίες συνεχίζουν τη δραστηριότητά τους από την οποία προκύπτει ένα αποτέλεσμα. Σύμφωνα με το άρθρο 2 § 6 ν. 2166/93 (οι διατάξεις του οποίου θα αναλυθούν στη συνέχεια) ορίζεται ότι από την επόμενη μέρα του ισολογισμού με βάση τα στοιχεία του οποίου γίνεται η απορρόφηση (εκεί βασίζεται η έκθεση εκτίμησης περιουσιακών στοιχείων) όλες οι πράξεις και συναλλαγές της απορροφούμενης θεωρούνται από λογιστική άποψη ότι διενεργούνται για λογαριασμό της απορροφούσας. Όλα τα οικονομικά αποτελέσματα αυτής της μεταβατικής περιόδου ωφελούν ή βαρύνουν την απορροφούσα.

Επομένως η απορροφούμενη συνεχίζει τη δραστηριότητα μετά τη σύνταξη του ισολογισμού, διενεργώντας συναλλαγές στο όνομα της, για φορολογικούς σκοπούς όμως θεωρούνται ότι διενεργούνται στο όνομα της απορροφούσας εταιρίας. Συνεπώς δε χρειάζεται κατάρτιση ισολογισμού και προσδιορισμός αποτελέσματος της μεταβατικής περιόδου κατά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης.

Σημαντικό μέρος του νόμου αναφέρεται στην προστασία των πιστωτών. Συγκεκριμένα, οι διατάξεις του ν.2190/20 ορίζουν:

α) Σύμφωνα με το άρθρο 70 (το οποίο έχει τροποποιηθεί όπως ακολουθεί με το Π.Δ. 498/1987) § 2 μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση του σχεδίου

σύμβασης συγχώνευσης οι πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιριών οι απαιτήσεις των οποίων δημιουργήθηκαν πριν από τη δημοσίευση αυτή και δεν είχαν καταστεί ληξιπρόθεσμες σ' αυτό το διάστημα, έχουν το δικαίωμα να ζητήσουν επαρκείς εγγυήσεις, αν η οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιριών καθιστά μία τέτοια προστασία αναγκαία και εφόσον οι πιστωτές αυτοί δεν είχαν λάβει στο παρελθόν τέτοιες εγγυήσεις. Οι εγγυήσεις που θα δωθούν στους πιστωτές της απορροφώσας εταιρίας από τις εγγυήσεις των πιστωτών της απορροφόμενης. Οι πιστωτές, σε περίπτωση διαφοράς που μπορεί να προκύψει έχουν το δικαίωμα να προβάλλουν εγγράφως τις αντιρρήσεις τους στην επικείμενη συγχώνευση και να τις κοινοποιήσουν στις συγχωνευόμενες εταιρίες μέσα στο μήνα που προβλέπεται στην § 1 του ίδιου άρθρου όπως αναφέρθηκε παραπάνω. Έπειτα από απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου, οι αντιρρήσεις των πιστωτών μπορεί να μη θεωρηθούν σημαντικές, καθώς το Δικαστήριο μπορεί να κρίνει ότι η οικονομική κατάσταση των εταιριών και οι εγγυήσεις που έχουν λάβει οι πιστωτές δε δικαιολογούν αυτές τις αντιρρήσεις.

Σύμφωνα με το § 4 του ίδιου άρθρου αν υπάρχουν ομολογιούχοι δανειστές, τουλάχιστον σε μια από τις συγχωνευόμενες εταιρίες, η απόφαση για συγχώνευση απαιτεί έγκριση των δανειστών αυτών. Η έγκριση παρέχεται με απόφαση που λαμβάνεται σε συγκροτούμενη μόνο για την παροχή της έγκρισης αυτής συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών.

Στην § 5 ορίζεται ότι στους κομιστές άλλων, εκτός μετοχών, τίτλων, από τους οποίους απορρέουν ειδικά δικαιώματα, παρέχονται από την απορροφούσα εταιρία δικαιώματα τουλάχιστον ισοδύναμα με εκείνα που είχαν στην απορροφούμενη εταιρία εκτός εάν κάθε κομιστής ενέκρινε την τροποποίηση των δικαιωμάτων του.

β) Το άρθρο 73 καθιερώνει ένα μέτρο διαφάνειας των όρων της συγχώνευσης, πριν από την απόφαση της ΓΣ των συγχωνευόμενων εταιριών. Παρέχονται στους μετόχους, ύστερα από σχετικό αίτημά τους, συγκεκριμένα έγγραφα, από τα οποία αυτοί θα αποκτήσουν πλήρη και τεκμηριωμένη γνώμη για την επικείμενη συγχώνευση.

Τα έγγραφα που έχει δικαίωμα να λαμβάνει κάθε μέτοχος είναι:

- Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης
- Τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, καθώς και τις εκθέσεις διαχείρισης του ΔΣ των τριών τελευταίων χρήσεων των προς συγχώνευση εταιριών

- Τον ισολογισμό μετασηματισμού της απορροφόμενης
- Των εκθέσεων ΔΣ
- Της έκθεσης της επιτροπής(άρθρο 71 ν. 2190/20)

Επιπλέον, κάθε μέλος του ΔΣ και της Επιτροπής ευθύνεται έναντι των μετόχων για κάθε πταίσμα που μπορεί να διαπραχθεί κατά τη διάρκεια της διαδικασίας συγχώνευσης.

Το επόμενο στάδιο ενεργειών προς την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχώνευσης αφορά την έγκριση της ΓΣ κάθε μίας των συγχωνευόμενων εταιριών. Η απόφαση αυτή της ΓΣ αφορά έγκριση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης.

Η υπογραφή της σύμβασης συγχώνευσης, που καταρτίζεται με συμβολαιογραφικό έγγραφο, σε συνδυασμό με την απόφαση της ΓΣ και μετά από έγκριση του υπουργού Εμπορίου υποβάλλονται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β ν.2190/20 για κάθε μία από τις συγχωνευόμενες εταιρίες.

Η σύμβαση συγχώνευσης έτσι εγκρίνεται από τη Διοίκηση, καταχωρείται αμέσως μετά στο μητρώο ανωνύμων εταιριών και δημοσιεύεται στο ΦΕΚ. Από την ημερομηνία καταχώρησης στο μητρώο ανωνύμων εταιριών θεωρείται ότι έχει ολοκληρωθεί η συγχώνευση και από τη στιγμή αυτή επέρχονται για τις συγχωνευόμενες εταιρίες, άλλα και για τρίτους τα εξής αποτελέσματα:

- Η απορροφούσα εταιρία υποκαθίσταται σε όλα γενικά τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της απορροφούμενης και η μεταβίβαση αυτή εξομοιώνεται με καθολική διαδοχή
- Οι μέτοχοι της απορροφούμενης γίνονται μέτοχοι της απορροφούσας
- Η απορροφούμενη εταιρία παύει να υπάρχει.

Σχετικά με την ακυρότητα της συγχώνευσης αποφασίζεται από το Μονομελές Πρωτοδικείο σε περίπτωση που δεν έχει τηρηθεί ο τύπος ή σε περίπτωση που απόφαση της ΓΣ κάποιας εταιρίας είναι άκυρη ή ακυρώσιμη.

Σύμφωνα με το άρθρο 80 ν. 2190/20 ρυθμίζεται η περίπτωση της συγχώνευσης με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας. Το άρθρο αυτό δηλώνει ότι τα άρθρα 69 έως 77 του ίδιου νόμου εφαρμόζονται και στη συγχώνευση με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρίας. Για την εφαρμογή της διάταξης αυτής ως απορροφούμενες εταιρίες εννοούνται οι εταιρίες που εξαφανίζονται και ως απορροφούσα η νέα εταιρία.

### **8.3 Συμπεράσματα ανάλυσης ν.2190/20**

Από τα παραπάνω φαίνεται ότι ο νόμος αυτός ορίζει λεπτομερώς τις συνενώσεις εταιριών που αναγνωρίζονται ως συγχωνεύσεις και διαμορφώνει το εταιρικό δίκαιο στην Ελλάδα. Σε αυτόν τον νόμο βασίζονται όλοι οι μεταγενέστεροι, που ρυθμίζουν εκ νέου τη διαδικασία συγχώνευσης και δίνουν νέα φορολογικά κίνητρα, χωρίς όμως να διαμορφώνουν εκ νέου το εταιρικό δίκαιο. Ο ν.2190/20 θεωρήθηκε στο μέλλον ιδιαίτερα πολύπλοκος και χρονοβόρος, όσον αφορά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και για το λόγο αυτό έχει δεχθεί πολλές τροποποιήσεις στον τομέα αυτόν.

## Κεφάλαιο 9<sup>ο</sup>

### Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο-Ν.Δ. 1297/72

#### 9.1.Ν.Δ.1297/72

Το Νομοθετικό Διάταγμα 1297/72 αφορά την παροχή φορολογικών κινήτρων σε επιχειρήσεις με σκοπό τη δημιουργία μεγάλων οικονομικών μονάδων. Στόχος αποτελούσε ο μετασχηματισμός προσωπικών εταιριών και συνεταιρισμών σε ΕΠΕ και ΕΠΕ σε ΑΕ. Για το λόγο αυτό τα όρια εφαρμογής των κινήτρων είναι χαμηλά με κατώτατο όριο ενεργητικού για τη συγχωνευμένη εταιρία ΕΠΕ που θα προκύψει 50 εκατομμύρια δραχμές (143.735 ευρώ) ή 100 εκατομμύρια (293.470) για την προκύπτουσα ΑΕ. Το διάταγμα αυτό ίσχυε με συνεχείς ανανεώσεις μέχρι και την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2002.

Με το σκοπό που θέτει το διάταγμα γίνεται φανερό ότι η προσπάθεια για μία ανταγωνιστική αγορά με μεγάλες οικονομικές μονάδες, ικανές να ανταποκριθούν σε αύξηση της παραγωγικότητας, μείωση του κόστους, βελτίωση της ανταγωνιστικής τους θέσης, ορθολογικότερη οργάνωση της παραγωγής και της διανομής (Ηλιόκαυτος, 2007), και με σημαντικές επενδύσεις έχει ξεκινήσει πολλές δεκαετίες πριν. Για την επίτευξη αυτού του σκοπού ο νόμος ορίζει φορολογικά κίνητρα, τα οποία είναι από τα πλέον σημαντικότερα, προκειμένου μία επιχείρηση να προβεί στο εγχείρημα της συνένωσης.

Το ν.δ. 1297/72 εφαρμόζεται επί συγχώνευσης ή μετατροπής επιχειρήσεων οποιασδήποτε μορφής σε ανώνυμη εταιρία, καθώς και επί συγχώνευσης ή μετατροπής επιχειρήσεων οποιασδήποτε μορφής πλην ΑΕ σε εταιρία περιορισμένης ευθύνης. Το πεδίο εφαρμογής του νόμου παύει σε περιπτώσεις, όπου έχουμε διάσπαση ΑΕ, ακόμη και αν η διάσπαση αυτή πραγματοποιείται με απορρόφηση και σύσταση νέων εταιριών. Αυτό γιατί στην περίπτωση αυτή μεταβιβάζεται το σύνολο της περιουσίας της διασπώμενης σε πολλές ανώνυμες εταιρίες και όχι σε μία, προκειμένου να δημιουργηθεί μεγάλη οικονομική μονάδα. Οι επιχειρήσεις μπορούν να μετασχηματισθούν ανεξάρτητα από το εάν τηρούν βιβλία Α', Β' ή Γ' κατηγορίας.

Σημαντικές είναι οι δεσμεύσεις που θέτει το ν.δ. με το άρθρο 4, σύμφωνα με το οποίο όλες οι εταιρίες που ενώνονται για να συστήσουν ανώνυμες εταιρίες θα

πρέπει να εκδίδουν ονομαστικές μετοχές μη μεταβιβάσιμες κατά το 75% για μία πενταετία από το χρόνο της συγχώνευσης και επιπλέον το κεφάλαιο με τα κατώτατα όρια που αναφέρθηκαν παραπάνω πρέπει να είναι καταβεβλημένο.

Ο νόμος αυτός, με τα άρθρα 7 έως 10, προβλέπει ειδικότερες διατάξεις για συγκεκριμένους κλάδους, όπως το βιομηχανικό και βιοτεχνικό και επεξηγεί συγκεκριμένες ιδιαιτερότητες που προκύπτουν από συγχωνεύσεις τέτοιων επιχειρήσεων. Επιπλέον με το νόμο αυτόν γίνεται εισαγωγή της έννοιας «απόσχισης κλάδου», η οποία αναφέρεται σε συγχώνευση ή απορρόφηση ενός τμήματος της επιχείρησης. Η έννοια αυτή συνεχίζεται να προβλέπεται και στο ν. 2166/93 όπως αναφέρεται και στη συνέχεια. Παρολ' αυτά δεν υπάρχει εταιρικής φύσεως ρύθμιση της έννοιας αυτής, αλλά είναι κυρίως φορολογική ρύθμιση.

Σχετικά με την εκτίμηση της περιουσιακής κατάστασης, εκτός από Επιτροπή που έχει στη σύνθεσή της δύο υπαλλήλους του Υπουργείου Ανάπτυξης και έναν του Εμπορικού- Βιοτεχνικού Επιμελητηρίου, δίνεται η εναλλακτική να γίνει με δαπάνες της εταιρίας και χωρίς παρέμβαση αρμόδιας Αρχής από δύο ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές, αρκεί να μην υπάρχουν κωλύματα ή ασυμβίβαστα που θα απέκλειαν τη διενέργεια τακτικού ελέγχου από τα πρόσωπα αυτά και επιπλέον να μην έχουν αναλάβει τον τακτικό έλεγχο της εταιρίας την τελευταία τριετία.

Βάσει της εκτίμησης της περιουσιακής κατάστασης μπορεί να προκύψει υπεραξία, η οποία δε φορολογείται με την προϋπόθεση ότι εμφανίζεται σε ιδιαίτερους λογαριασμούς μέχρι διαλύσεως αυτής, ενώ μπορεί να κεφαλαιοποιηθεί μέρος ή όλη η υπεραξία. Το Ε.Γ.Λ.Σ. ορίζει, ότι η υπεραξία που δημιουργείται κατά την εξαγορά ή συγχώνευση ολόκληρης οικονομικής μονάδας και η οποία είναι ίση με τη διαφορά μεταξύ του ολικού τιμήματος αγοράς και της πραγματικής αξίας των επιμέρους περιουσιακών της στοιχείων, παρακολουθείται στο λογαριασμό 16.00 "υπεραξία επιχείρησης (goodwill)" και αποσβένεται είτε εφάπαξ, είτε τμηματικά και ισόποσα σε περισσότερες από μία χρήσεις, οι οποίες δεν είναι δυνατόν να υπερβαίνουν τα πέντε έτη. Επιπλέον, οι αποσβέσεις της υπεραξίας δεν εκπίπτουν από τα ακαθάριστα έσοδα της νέας εταιρίας για τον υπολογισμό των καθαρών κερδών, σύμφωνα με το άρθρο 2 του ν.δ.

Όσον αφορά το απαιτούμενο κεφάλαιο ισχύει ό,τι και στο ν. 2166/93 (παρατίθεται παρακάτω). Σημαντικό σημείο είναι ότι στο διάστημα που μεσολαβεί από την κατάρτιση του ισολογισμού μετασηματισμού έως την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, οι συναλλαγές που διεκπεραιώνει η μετασηματιζόμενη εταιρία

γίνονται στο όνομά της, και όχι στο όνομα της νέας εταιρίας. Για το λόγο αυτό είναι απαραίτητη η σύνταξη οριστικού ισολογισμού στο τέλος της μετατροπής.

Συγκεντρωτικά σύμφωνα με το νόμο αυτόν ισχύουν οι κάτωθι φορολογικές απαλλαγές:

α) απαλλαγή από φόρο μεταβιβάσεως ακινήτων με τις προϋποθέσεις που θέτει το ν.δ. 1297/72, οι οποίες ορίζουν ότι τα ακίνητα να ανήκουν στην κυριότητα της επιχείρησης και να χρησιμοποιούνται για τις ανάγκες της επιχείρησης επί μία πενταετία μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Επιπλέον, τα ακίνητα αυτά μπορούν να ενοικιαστούν μέσα στην πενταετία ή ακόμη και να πωληθούν, αρκεί η πώληση να γίνει με σκοπό την αγορά παγίων ή την εξόφληση οφειλών σε τράπεζες και στο Δημόσιο.

β) απαλλαγή από φόρο εισοδήματος υπεραξίας, που προκύπτει από την υπερεκτίμηση του ενεργητικού μέχρι να ρευστοποιηθεί η εταιρία

γ) απαλλαγή από κάθε εισφορά ή δικαίωμα υπέρ τρίτων. Σε περίπτωση διάλυσης της συγχωνευμένης εταιρίας πριν το πέρας της πενταετίας οι εισφορές αυτές (διάφορα τέλη και φόροι) καταβάλλονται αναδρομικά με τις ισχύουσες διατάξεις κατά το χρόνο της συγχώνευσης. Εξαιρέση αποτελεί η περίπτωση διάλυσης με σκοπό νέα συγχώνευση, απορρόφηση ή απόσχιση κλάδου, όπου ισχύουν οι παραπάνω απαλλαγές.

δ) αναστολή φορολόγησης στη μεταβίβαση αφορολόγητων αποθεματικών

## **9.2 Συμπεράσματα ανάλυσης ν.δ. 1297/72**

Συμπερασματικά, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι αυτό το ν.δ. αυτό αποτελούσε μία σημαντική αρχή για την ενθάρρυνση των συγχωνεύσεων και εξαγορών και τη δημιουργία ισχυρών οικονομικών μονάδων, δίνοντας φορολογικά κίνητρα. Παρολ' αυτά στο διάταγμα αυτό δεν τίθεται κανένα ζήτημα μεταφοράς ζημίας, κάτι που την ελληνική αγορά απασχολεί ιδιαίτερα. Αυτό γιατί όπως αποδείχθηκε στην πορεία πολλές συγχωνεύσεις και εξαγορές στην ελληνική αγορά υπαγορεύτηκαν από τη δυνατότητα συμψηφισμού των κερδών της απορροφώσας επιχείρησης με τις ζημίες της απορροφώμενης (Χρυσάνθης, ). Αυτή η διευκόλυνση εισάγεται στο νόμο 2166/93, που θεωρείται άλλωστε και ο πιο ρηξικέλευθος και η ανάλυση του οποίου ακολουθεί.



## Κεφάλαιο 10<sup>ο</sup>

### Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο-Ν. 2166/93

#### 10.1 Ν.2166/93

Ο νόμος αυτός αποτελεί πολύ σημαντικό βήμα της νομοθεσίας προς τη δημιουργία ενός πλαισίου με φορολογικές και διαδικαστικές απαλλαγές, γεγονός που τον κατέστησε έναν από τους πλέον δημοφιλείς. Ο νόμος αυτός απλουστεύει τις διαδικασίες και δίνει ιδιαίτερα ευεργετήματα στις επιχειρήσεις. Κύριος σκοπός του νόμου αποτελεί η ενίσχυση της ιδιωτικής πρωτοβουλίας για τη δημιουργία στη χώρα ισχυρών οικονομικών μονάδων ικανών να ανταποκριθούν στα ζητήματα που προκύπτουν από τη σύγχρονη τεχνική και οικονομική εξέλιξη (αύξηση παραγωγικότητας, μείωση του κόστους, αύξηση της παραγωγής και βελτίωση της ανταγωνιστικής θέσεως των επιχειρήσεων, ορθολογικότερη οργάνωση της παραγωγής και διανομής κ.τ.λ.). Με το νόμο αυτό έγινε προσπάθεια δημιουργίας ενός καινούργιου θεσμικού πλαισίου για τη διευκόλυνση των επιχειρήσεων που θέλουν να συγχωνευθούν ή να μετατραπούν σε ανώνυμη εταιρία ή εταιρία περιορισμένης ευθύνης. Σύμφωνα με τη Δ/ση Εταιριών Θεσ/νίκης αποτελεί μέχρι και σήμερα τον πιο δημοφιλή και «φιλικό» για τις επιχειρήσεις νόμο, που διακρίνεται για την απλότητά του, τη συντομία του και την εξάλειψη των χρονοβόρων διαδικασιών.

Σχετικά με το πεδίο εφαρμογής του νόμου, οι διατάξεις των άρθρων 1 έως 5 του Ν.2166/93 έχουν εφαρμογή επί όλων των εν γένει επιχειρήσεων που μετατρέπονται σε ΑΕ ή ΕΠΕ (με απορρόφηση ή συγχώνευση), ανεξάρτητα από το αντικείμενο εργασιών τους. Προϋπόθεση απαραίτητη είναι οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις να τηρούν βιβλία Γ'κατηγορίας του Κ.Β.Σ. και να έχουν συντάξει τουλάχιστον έναν ισολογισμό για δωδεκάμηνο ή μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Συγκεκριμένα, το πεδίο εφαρμογής του νόμου αποτελεί το εξής:

**α.** Μετατροπής ή συγχώνευσης επιχειρήσεων εγκατεστημένων στην Ελλάδα οιασδήποτε μορφής, σε ημεδαπή ανώνυμη εταιρία ή εταιρία περιορισμένης ευθύνης.

β. Απορρόφησης επιχειρήσεων οποιασδήποτε μορφής από υφιστάμενη ημεδαπή ανώνυμη εταιρία ή εταιρία περιορισμένης ευθύνης.

γ. Συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών κατά την έννοια των άρθρων 68 παρ.1 και 79 του κ.ν. 2190/1920.

δ. Διάσπασης ανωνύμων εταιριών με την προϋπόθεση ότι οι διασπώμενες απορροφούνται από υφιστάμενες ανώνυμες εταιρίες.

ε. Εισφορά από λειτουργούσα επιχείρηση, οποιασδήποτε νομικής μορφής, ενός ή περισσοτέρων κλάδων ή τμημάτων της σε λειτουργούσα ή νεοϊδρυόμενη ανώνυμη εταιρία. Στην περίπτωση αυτή, τόσο η ανώνυμη εταιρία στην οποία θα εισφερθεί ο κλάδος (ή κλάδοι) ή το τμήμα όσο και η εταιρία από την οποία αποσπάται ο κλάδος ή το τμήμα πρέπει, σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου αυτού να έχουν ήδη συντάξει πριν από το χρόνο εισφοράς τουλάχιστον έναν ισολογισμό για δωδεκάμηνο ή μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Επίσης, μετά την εισφορά, η επιχείρηση που εισέφερε τον κλάδο ή τμήμα θα εξακολουθεί να λειτουργεί με τους υπόλοιπους κλάδους ή τμήματα αυτής.

Το κεφάλαιο που απαιτείται για το μετασχηματισμό σύμφωνα με το νόμο αυτόν είναι αυξημένο σε σχέση με εκείνο που προέβλεπε ο ν.2190/20 για τη σύσταση ΑΕ και ΕΠΕ και είναι 300.000 και 146.735 ευρώ αντίστοιχα. Οι μετοχές της νέας εταιρίας μπορεί να είναι ανώνυμες ή ονομαστικές και δεν υπάρχει χρονικός περιορισμός για τη μεταβίβαση αυτών.

Σύμφωνα με την εγκύκλιο, πολυγραφημένη 1131/9-5-1995 προκειμένου να γίνει ο μετασχηματισμός των επιχειρήσεων, πρέπει κατ' αρχήν, να ληφθεί σχετική απόφαση από τα αρμόδια οργανά τους για το μετασχηματισμό τους και το χρόνο κατάρτισης του ισολογισμού μετασχηματισμού. Στη συνέχεια, μετά τη λήψη της σχετικής απόφασης, θα πρέπει οι επιχειρήσεις που αποφάσισαν να συγχωνευθούν ή να μετατραπούν να προβούν σε απογραφή της περιουσιακής τους κατάστασης, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από τις διατάξεις του ΚΒΣ και στη σύνταξη ισολογισμού με ημερομηνία το χρόνο που αποφάσισαν τα αρμόδια όργανα των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων. Επιπλέον, με τις διατάξεις της παρ. 6 του ίδιου άρθρου ορίζεται ότι, όλες οι πράξεις που διενεργούνται από τις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις μέσα στο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ του χρόνου σύνταξης του ισολογισμού μετασχηματισμού και του χρόνου ολοκλήρωσης της μετατροπής η συγχώνευσης, θεωρούνται ότι ενεργούνται για λογαριασμό της νέας εταιρίας. προερχόμενη από μετασχηματισμό) έχει όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις για

την εφαρμογή των διατάξεων του Κώδικα που είχε οποιαδήποτε από τις επιχειρήσεις ή κλάδους που μετασχηματίστηκαν. Με βάση τις διατάξεις του ν. 2166/1993, ο χρόνος σύνταξης του ισολογισμού μετασχηματισμού ταυτίζεται με το χρόνο έναρξης της πρώτης διαχειριστικής περιόδου. Η νέα εταιρία δεν έχει δικαίωμα υπερδωδεκάμηνης διαχειριστικής περιόδου για την πρώτη μετά τον μετασχηματισμό διαχειριστική της περίοδο, εφόσον το δικαίωμα αυτό έχει ασκηθεί από οποιαδήποτε από τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις.

Η πιστοποίηση της περιουσιακής κατάστασης της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης γίνεται, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9 ν.2190/20 όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, από Επιτροπή ή ορκωτό λογιστή ή τον Προϊστάμενο της Δ.Ο.Υ. Μετά τη λήψη της απόφασης της επιτροπής συντάσσεται ισολογισμός και γίνεται απογραφή της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης. Τα στοιχεία του ισολογισμού θα αποτελέσουν στοιχεία ισολογισμού έναρξης της νέας εταιρίας. Όλες οι συναλλαγές που διεκπεραιώνονται μετά τον ισολογισμό μετασχηματισμού γίνονται στο όνομα της νέας εταιρίας και για το αποτέλεσμα που προκύπτει βάσει του παραπάνω ισολογισμού θα φορολογηθεί η νέα εταιρία. Επιπλέον, ορίζεται, ότι οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις πρέπει να τηρούν βιβλία Γ' κατηγορίας του Κ.Β.Σ. και να έχουν συντάξει τουλάχιστον ένα ισολογισμό για δωδεκάμηνο ή μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Σκοπός των πιο πάνω διατάξεων είναι μέσω του ισολογισμού να παρέχονται επαρκείς πληροφορίες για την περιουσιακή κατάσταση των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων, καθόσον για τα εισφερόμενα πάγια δεν γίνεται εκτίμηση από την εκτιμητική επιτροπή του άρθρου 9 του ν. 2190/1920.

Ο μετασχηματισμός, πραγματοποιείται κατά παρέκκλιση των διατάξεων του κ.ν.2190/1920 και ν.3190/1955 με ενοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων, όπως αυτά εμφανίζονται σε ισολογισμούς αυτών συντασσόμενους για το σκοπό του μετασχηματισμού και μεταφέρονται ως στοιχεία ισολογισμού της νέας εταιρίας. Ως εισφερόμενο κεφάλαιο θεωρείται το εταιρικό ή μετοχικό κεφάλαιο της μετασχηματιζόμενης ή το άθροισμα αυτών των κεφαλαίων, των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων. Το μετοχικό κεφάλαιο, δηλαδή, της απορροφούσας εταιρίας μετά την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού θα αποτελείται από το άθροισμα των μετοχικών κεφαλαίων των συγχωνευμένων εταιριών. Για το λόγο αυτό δεν υπάρχει επανεκτίμηση της περιουσίας, οπότε δεν προκύπτει και υπεραξία, όπως θα συνέβαινε με το ν.δ. 1297/72. Στους μετασχηματισμούς που γίνονται στα πλαίσια αυτού του νόμου,

δηλαδή, δεν προκύπτει υπεραξία, αφού γίνεται διαπίστωση της περιουσιακής κατάστασης.

Εφόσον μεταξύ των στοιχείων του παθητικού των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων, υφίσταται υπόλοιπο ζημιών τρέχουσας ή προηγούμενων χρήσεων, αυτό εμφανίζεται σε ιδιαίτερο λογαριασμό στον ισολογισμό τους και στον ισολογισμό της νέας εταιρίας. Ειδικότερα, σύμφωνα με τη πολυγραφημένη ΠΟΛ.1080/94 ερμηνεύοντας τις διατάξεις του νόμου, εάν η μετασχηματιζόμενη επιχείρηση κατά το χρόνο του μετασχηματισμού, έχει ζημία, η οποία μπορεί να προέρχεται είτε από τη χρήση του μετασχηματισμού, είτε από προηγούμενες χρήσεις, έχει υποχρέωση η μετασχηματιζόμενη επιχείρηση να εμφανίσει το ποσό αυτό της ζημίας σε ιδιαίτερο λογαριασμό στον ισολογισμό μετασχηματισμού που θα συντάξει η μετατρεπόμενη επιχείρηση (Λογ/σμοί Ε.Γ.Λ.Σ. "42.01 Υπόλοιπο ζημιών χρήσεως εις νέο" και "42.02 Υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων"). Η ίδια υποχρέωση εμφάνισης του ποσού της ζημίας σε ιδιαίτερους λογ/σμούς στον ισολογισμό της έχει και η νέα εταιρία που προέρχεται από τον μετασχηματισμό. Περαιτέρω, προβλέπεται ότι η μεταφερόμενη στον ισολογισμό της νέας εταιρίας ζημία συμψηφίζεται κατ' αρχήν με τα τυχόν κέρδη που υφίστανται κατά το μετασχηματισμό. Το ποσό της ζημίας αυτής θα συμψηφισθεί με τα τυχόν κέρδη που έχουν φορολογηθεί και εμφανίζονται στο λογαριασμό "42.00 Υπόλοιπο κερδών εις νέο" της νέας εταιρίας κατά το χρόνο του μετασχηματισμού. Για το μέρος της ζημίας που δεν αναγνωρίζεται φορολογικά ο συμψηφισμός αυτής με κέρδη επομένων χρήσεων, γίνεται απόσβεση του ποσού αυτού, μειώνοντας τα κέρδη των επομένων χρήσεων, χωρίς όμως η απόσβεση αυτή να επηρεάζει τα φορολογητέα κέρδη της εταιρίας.

Έτσι, παρέχεται το δικαίωμα μεταφοράς ακάλυπτου ποσού ζημίας των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων στη νέα εταιρία. Έως το 2002 η ζημιά αυτή δε μπορούσε να συμψηφιστεί με τα κέρδη που θα προέκυπταν από τις εργασίες της νέας εταιρίας. Με το άρθρο 1 έως 5, όμως, του ν.2166/93 η μεταφερόμενη στον ισολογισμό της νέας εταιρίας ζημιά συμψηφίζεται με τα προκύπτοντα κέρδη των επομένων δύο χρήσεων, μόνο κατά το μέρος που αναγνωρίζεται φορολογικά, σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις περί φορολογίας εισοδήματος. Οι διατάξεις αυτές εφαρμόζονται για ισολογισμούς μετασχηματισμού που συντάχθηκαν μετά τις 20/3/2002.

Επιπλέον, η μετατρεπόμενη ή συγχωνευόμενη επιχείρηση δεν θα προβεί σε κατάρτιση ισολογισμού κατά το χρόνο που ολοκληρώνεται η διαδικασία του

μετασχηματισμού (σύσταση της νέας ανώνυμης εταιρίας ή ΕΠΕ), όπως αυτό γίνεται σε περίπτωση εφαρμογής των διατάξεων του ν.δ. 1297/1972. Οι μετατρεπόμενες ή συγχωνευόμενες ή απορροφούμενες επιχειρήσεις φορολογούνται για τα τυχόν κέρδη που προκύπτουν μέχρι του χρόνου σύνταξης από μέρους τους του ισολογισμού μετασχηματισμού, ενώ τα κέρδη που θα προκύψουν από τις συναλλαγές που θα διενεργηθούν μετά το χρόνο σύνταξης του ισολογισμού μετασχηματισμού και μέχρι της ολοκλήρωσής του, φορολογούνται στο όνομα της προερχόμενης από το μετασχηματισμό εταιρίας.

Οι προς μετασχηματισμό επιχειρήσεις μπορούν με αίτηση τους προς τον αρμόδιο για τη φορολογία τους προϊστάμενο Δημόσιας Οικονομικής Υπηρεσίας (Δ.Ο.Υ.) να ζητήσουν την διενέργεια φορολογικού ελέγχου. Στην περίπτωση αυτή το αποτέλεσμα του ελέγχου πρέπει να κοινοποιηθεί στην εταιρία, εντός τριμήνου από την ημερομηνία της αιτήσεώς της. Οι εκθέσεις ελέγχου φορολογίας εισοδήματος των φοροτεχνικών εμπειρογνομώνων, που θα συνταγούν για καθεμία μετασχηματιζόμενη επιχείρηση, θα περιέχουν για το σκοπό του μετασχηματισμού ειδικό κεφάλαιο περί του ύψους της λογισμικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Εάν δεν ζητηθεί η διενέργεια ελέγχου κατά τα ανωτέρω η διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων ενεργείται από Ορκωτό ελεγκτή ή από την κατά το άρθρο 9 του κωδ. ν.2190/1920 προβλεπόμενη επιτροπή εμπειρογνομώνων.

Οι φοροαπαλλαγές που αναγνωρίζονται στα πλαίσια αυτού του νόμου είναι:

- α) φόρος μεταβίβασης ακινήτων
- β) απαλλαγή από κάθε εισφορά ή δικαιώματα υπέρ τρίτου
- γ) απαλλαγή από φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου (Σύμφωνα με το άρθρο 5 Ν.2954/2001,ΦΕΚ Α 255/2.11.2001), κάτι που δεν ισχύει με το ν.δ. 1297/72. Ειδικότερα, φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίου μετά από συγχωνεύσεις και μετατροπές θα οφείλεται μόνο εφόσον συντελείται συγκέντρωση κεφαλαίων, εφόσον δηλαδή λαμβάνει χώρα εισφορά περιουσιακού στοιχείου. Τέτοια εισφορά έχουμε: α) εάν μετατρέπεται πρόσωπο που δεν ήταν υποκείμενο του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων, β) εάν συγχωνεύεται πρόσωπο που δεν ήταν υποκείμενο του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων με πρόσωπο υποκείμενο στο φόρο αυτό, γ) εάν προκύπτει διαφορά κεφαλαίου με κάθε είδους νέα εισφορά.
- δ) απαλλαγή από τέλη χαρτοσήμου
- ε) φόρος εισοδήματος αυτοκινήτων

στ) τα παρεχόμενα φορολογικά ευεργετήματα στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις από τους αναπτυξιακούς νόμους ισχύουν και τις συνενωμένες εταιρίες, κατά το μέτρο που οι επιχειρήσεις αυτές δεν έκαναν χρήση των κινήτρων αυτών

ζ) οι αφορολόγητες κρατήσεις εκ των κερδών ή τα ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά των μη διανεμόμενων κερδών που υφίστανται στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις, εφόσον μεταφέρονται και εμφανίζονται αυτούσια σε ειδικούς λογαριασμούς στη νέα εταιρεία, δεν υπόκεινται σε φορολογία κατά το χρόνο του μετασχηματισμού.

## **10.2 Συμπεράσματα ανάλυσης ν.2166/93**

Ο νόμος αυτός, όπως φαίνεται και από τα παραπάνω, εισάγει πολλές καινοτομίες με κύριο σκοπό την επίσπευση και απλούστευση των διαδικασιών, προκειμένου να ενθαρρύνει ακόμη περισσότερο τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Από τις πιο σημαντικές τομές του νόμου αυτού είναι η λογιστική ενοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των δύο εταιριών, χωρίς κατ' ανάγκη απογραφή εταιρικής περιουσίας από την εκτιμητική επιτροπή του άρθρου 9 του ν.2190/20 και διαπίστωση υπεραξίας. Επιπλέον, επίσης σημαντικό είναι το γεγονός της ενίσχυσης της ιδιωτικής πρωτοβουλίας, καθώς στο άρθρο 4 παρ.2 ο νόμος ορίζει ότι με αποφάσεις των μετόχων καθορίζεται η σχέση ανταλλαγής, γεγονός που κατά άλλη άποψη διακυβεύει τα συμφέροντα της μειοψηφίας.

Οι δύο παραπάνω τομές του νόμου αποτέλεσαν αντικείμενο σφοδρής κριτικής, καθώς πέρα από τα προβλήματα προστασίας της μειοψηφίας που δημιουργούσε, δεν ακολουθούσε κοινοτική οδηγία που απαιτούσε αποτίμηση της πραγματικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων. Παρολ' αυτά ο νόμος αυτός είναι ο πιο ευρέως διαδεδομένος και εφαρμόζεται από το μεγαλύτερο μέρος των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιούνται τα τελευταία χρόνια.

## Κεφάλαιο 11<sup>ο</sup>

### Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο- Άρθρο 18 Ν 3296/2004

#### 11.1 Άρθρο 18 Ν 3296/2004

Οι διατάξεις 2 έως 8 του άρθρου αυτού εφαρμόζονται επί συγχωνεύσεων επιχειρήσεων οποιασδήποτε νομικής μορφής ανεξάρτητα του αντικειμένου εργασιών τους, εφόσον σε αυτές δεν περιλαμβάνεται ΑΕ και σκοπός είναι η δημιουργία προσωπικής εταιρίας, ΕΠΕ ή ΑΕ. Οι μετασχηματιζόμενες εταιρίες μπορούν να τηρούν οποιασδήποτε κατηγορίας βιβλία, ενώ η νέα θα πρέπει να τηρεί βιβλία Γ' κατηγορίας.

Όπως και στο ν.δ. 1297/72 συντάσσεται προσωρινός ισολογισμός μετασχηματισμού και οριστικός ισολογισμός με το πέρας της συγχώνευσης, αφού οι πράξεις στο μεσοδιάστημα αυτό θεωρούνται ότι γίνονται για λογαριασμό των επιμέρους εταιριών. Κατά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης συντάσσεται απογραφή έναρξης της νέας εταιρίας, βάσει του οριστικού ισολογισμού και της έκθεσης της επιτροπής.

Τα καθαρά κέρδη που δηλώνονται με βάση την εμπρόθεσμη δήλωση φορολογίας εισοδήματος και τα οποία προκύπτουν από τα τηρούμενα βιβλία Γ' κατηγορίας της νέας εταιρείας φορολογούνται για το πρώτο οικονομικό έτος με τον ισχύοντα κατά το χρόνο υποβολής της οικείας δήλωσης συντελεστή φορολογίας, μειωμένο κατά δέκα (10) μονάδες και για το επόμενο οικονομικό έτος με συντελεστή μειωμένο κατά πέντε (5) μονάδες.

Με τις διατάξεις της § 3 του άρθρου ορίζεται ότι για τη φορολογία των κερδών της νέας προκύπτουσας εταιρίας θα πρέπει να ισχύουν οι εξής προϋποθέσεις για να είναι μειωμένη τα δύο πρώτα χρόνια κατά 10 μονάδες:

- Η νέα εταιρία μετά το πέρας της συγχώνευσης να έχει κατώτατο όριο κεφαλαίων ανάλογα με τη νομική της μορφή: α) για προσωπική εταιρία τουλάχιστον 60.000 ευρώ, εκ των οποίων ένα τρίτο καταβλημένο σε μετρητά, β) για ΕΠΕ τουλάχιστον 120.000 ευρώ και γ) για ΑΕ τουλάχιστον 200.000 ευρώ.

Ενώ για μείωση 5 μονάδων τα δύο πρώτα χρόνια θα πρέπει να ισχύει η προϋπόθεση:

- Οι συγχωνευμένες εταιρίες να βρίσκονται σε λειτουργία τουλάχιστον 4 χρόνια πριν τη συγχώνευση.

Βάσει της εκτίμησης περιουσιακής κατάστασης από την επιτροπή του άρθρου 9 η υπεραξία που ενδεχόμενα προκύπτει δεν φορολογείται, αρκεί να εμφανίζεται σε ιδιαίτερους λογαριασμούς τάξης.

Οι φορολογικές ελαφρύνσεις του άρθρου συμπίπτουν με αυτές του ν.δ. 1297/72 (απαλλαγή από το φόρο Εισοδήματος, της υπεραξίας που προκύπτει από την εκτίμηση της επιτροπής του άρθρου 9 του Κ.Ν 2190/1920, με την προϋπόθεση ότι θα εμφανίζεται σε λογαριασμούς τάξεως, από ΦΜΑ και λοιπούς φόρους, τέλη κλπ. με τις προϋποθέσεις βέβαια που ορίζονται από το εν λόγω διάταγμα), ενώ ορίζεται ότι η ισχύς του νόμου θα παρέλθει μετά τη 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2008.

Με τις διατάξεις του άρθρου αυτού παρέχονται φορολογικά κίνητρα στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις προκειμένου να συγχωνευθούν μεταξύ τους και να ιδρύσουν νέα προσωπική εταιρεία ή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης ή ανώνυμη εταιρεία. Μεταξύ των συγχωνευμένων επιχειρήσεων δεν περιλαμβάνονται οι ανώνυμες εταιρείες. Από τη συγχώνευση, πρέπει πάντοτε να προέρχεται εταιρεία ανώτερης νομικής μορφής από αυτή των συγχωνευμένων ή τουλάχιστον της ίδιας νομικής μορφής με αυτή που έχει την ανώτερη νομική μορφή από τις συγχωνευμένες. Επομένως, μια Ε.Π.Ε. δεν μπορεί να συγχωνευθεί με άλλη Ε.Π.Ε. ή άλλης μορφής επιχείρηση και να συστήσουν μια προσωπική εταιρεία (Ο.Ε. ή Ε.Ε.), αλλά η προερχόμενη από τη συγχώνευση εταιρεία πρέπει να έχει υποχρεωτικά τον τύπο της Ε.Π.Ε. ή της ανώνυμης εταιρείας. Περαιτέρω, ο νόμος δεν θέτει καμία προϋπόθεση ως προς την κατηγορία των βιβλίων που πρέπει να τηρούν οι υπό συγχώνευση επιχειρήσεις (με εξαίρεση βεβαίως τις Ε.Π.Ε. που τηρούν υποχρεωτικά από το νόμο βιβλία Γ' κατηγορίας).

Πιο συγκεκριμένα στο νόμο αυτόν δε μπορούν να υπαχθούν:

- α) συγχωνεύσεις επιχειρήσεων, όταν μεταξύ αυτών περιλαμβάνονται ανώνυμες εταιρίες,
- β) συγχωνεύσεις επιχειρήσεων, όταν μεταξύ αυτών περιλαμβάνονται υποκαταστήματα αλλοδαπής. Αυτό γιατί ο νόμος ορίζει συγκεκριμένες νομικές μορφές και τα υποκαταστήματα δε μπορούν να ικανοποιήσουν.
- γ) συγχωνεύσεις επιχειρήσεων, όταν αυτές έχουν ως αντικείμενο εργασιών κατασκευή ή εκμετάλλευση ακινήτων.



Συνοπτικά τα φορολογικά κίνητρα που προσφέρει το άρθρο αυτό συνίστανται στα εξής:

α) μείωση συντελεστή φορολογίας με τον τρόπο και τις προϋποθέσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω.

β) απαλλαγή από τα τέλη χαρτοσήμου, από κάθε εισφορά ή δικαίωμα υπέρ οποιουδήποτε τρίτου, από φόρο μεταβίβασης ακινήτων, από φόρο εισοδήματος των μεταβιβαζόμενων αυτοκινήτων, από ΦΠΑ. Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά το φόρο μεταβίβασης ακινήτων αναφέρεται στα εισφερόμενα ακίνητα των συγχωνευμένων εταιριών κατά το χρόνο που γίνεται ο μετασηματισμός. Προκειμένου για την απαλλαγή αυτή ισχύουν οι προϋποθέσεις του άρθρου 3 του ν.δ. 1297/72. Επιπλέον, όσον αφορά την απαλλαγή ΦΠΑ, σύμφωνα και με το Ν 2859/2000, η μεταβίβαση αγαθών επιχείρησης από επαχθή ή χαριστική αιτία ή με τη μορφή εισφοράς σε υφιστάμενο ή συνιστώμενο πρόσωπο δε θεωρείται παράδοση, εφόσον το νέο νομικό πρόσωπο συνεχίζει τις εργασίες του προκατόχου.

## **11.2. Συμπεράσματα ανάλυσης άρθρου 18 Ν 3296/2004**

Το άρθρο αυτό, όπως φαίνεται από τα παραπάνω, δίνει φορολογικά κίνητρα για συγχώνευση μικρομεσαίων επιχειρήσεων, προκειμένου να δημιουργηθούν επιχειρήσεις υψηλών νομικών μορφών με αυξημένο κεφάλαιο. Δηλαδή, φαίνεται η βούληση του κράτους για την αναβάθμιση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και για το λόγο αυτό το άρθρο αποκλείει από την εφαρμογή του της ανώνυμες εταιρίες.

Το πιο σημαντικό φορολογικό κίνητρο του άρθρου αποτελεί τη μείωση του συντελεστή φορολογίας, όπως παρουσιάστηκε παραπάνω, ακριβώς γιατί απευθύνεται σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις και ο φορολογικός συντελεστής θα αποτελούσε το κύριο γι' αυτές κίνητρο μιας συγχώνευσης. Επιπλέον, θα μπορούσε να υποστηριχτεί ότι η σημαντικότητα του άρθρου αυτού έγκειται στη λήψη μέτρων υπέρ ενοποίησης εταιριών μικρού μεγέθους, καθώς τα φορολογικά κίνητρα των προηγούμενων νόμων εστίαζαν το ενδιαφέρον τους σε μεγαλύτερες οικονομικές μονάδες, και δείχνει την ανάγκη εκσυγχρονισμού αυτών των μικρών επιχειρήσεων.

## Κεφάλαιο 12<sup>ο</sup>

### Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο- Άρθρο 7 Ν.2386/1996- Ν.2515/97- Ν.2992/02

#### 12.1 Εισαγωγή

Στη ενότητα αυτή παρουσιάζονται οι ενδιάμεσοι νόμοι (άρθρο 7 ν.2386/1996 και ν.2292/02), που δεν ισχύουν πλέον, και ο ν. 2517/97, ο οποίος ρυθμίζει θέματα συγχωνεύσεων πιστωτικών ιδρυμάτων. Σκοπός της ενότητας αυτής είναι η ανάλυση της διαχρονικής εξέλιξης του θεσμικού πλαισίου των συγχωνεύσεων και εξαγορών, προκειμένου να ολοκληρωθεί η εικόνα της αντιμετώπισης του ελληνικού κράτους των συγχωνεύσεων.

#### 12.2 Άρθρο 7 Ν.2386/1996

Το άρθρο αυτό εισήγαγε κίνητρα συγχώνευσης μικρομεσαίων επιχειρήσεων και μετασχηματισμών επιχειρήσεων. Το πεδίο εφαρμογής του νόμου αυτού επεκτείνεται σε συγχωνεύσεις επιχειρήσεων οποιασδήποτε νομικής μορφής και ανεξάρτητα του αντικειμένου των εργασιών τους, εφόσον σε αυτές δεν συμπεριλαμβάνεται ανώνυμη εταιρία, με σκοπό την ίδρυση προσωπικής εταιρίας ή εταιρίας περιορισμένης ευθύνης ή ανώνυμης εταιρίας.

Το άρθρο προβλέπει για τα πρώτα πέντε οικονομικά έτη της νέας εταιρίας απαλλαγή φορολογίας των καθαρών κερδών κατά 25% μέχρι είκοσι εκατομμύρια δραχμές κέρδη και 20% για τα επόμενα κέρδη πέρα τα είκοσι εκατομμύρια δραχμές. Αυτό μπορεί να ισχύσει αν συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις:

- α) Προκειμένου για σύσταση προσωπικής εταιρία, να υπάρχει κεφάλαιο τουλάχιστον είκοσι εκατομμύρια δραχμές εκ των οποίων το ένα τρίτο (1/3) θα είναι καταβεβλημένο σε μετρητά. Προκειμένου για σύσταση εταιρίας περιορισμένης ευθύνης, τουλάχιστον σαράντα εκατομμύρια δραχμές. Προκειμένου για σύσταση ανώνυμης εταιρίας, τουλάχιστον εκατό εκατομμύρια δραχμές.
- β) Οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις να βρίσκονται σε λειτουργία τουλάχιστον τέσσερα χρόνια πριν από το χρόνο της συγχώνευσης.

γ) Το απαλλασσόμενο της φορολογίας εισοδήματος ποσό κερδών πρέπει εμφανίζεται στο βιβλίο της συνιστώμενης εταιρίας σε ειδικό λογαριασμό αφορολόγητου αποθεματικού, ώστε σε περίπτωση διάλυσης της νέας να μπορεί να φορολογηθεί

Σχετικά με τη μέθοδο αποτίμησης των εισφερόμενων περιουσιακών στοιχείων, εφαρμόζεται το άρθρο 9 του ν. 2190/1920 της Επιτροπής. Επιπλέον, η υπεραξία αντιμετωπίζεται σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.δ.1297/72, δηλαδή δε φορολογείται αρκεί να εμφανίζεται σε συγκεκριμένους λογαριασμούς του ισολογισμού, ενώ επιβάλλεται φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίου.

### **12.3 Ν.2992/02**

Στο ν.2992/02 παρατίθενται σημαντικά κίνητρα συγχωνεύσεων επιχειρήσεων, κυρίως φορολογικά, προκειμένου να εντατικοποιηθεί ο ανταγωνισμός των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με το άρθρο 9 του νόμου αυτού οι ανώνυμες εταιρείες με μετοχές εισηγμένες ή μη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, που προέρχονται από συγχώνευση ή απορροφούν άλλες εταιρείες, οποιασδήποτε νομικής μορφής, φορολογούνται για τα κέρδη που προκύπτουν από τον πρώτο μετά την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού ισολογισμό με τον ισχύοντα κατά το χρόνο υποβολής της οικείας δήλωσης συντελεστή φορολογίας μειωμένο κατά δέκα (10) ποσοστιαίες μονάδες και για τα κέρδη που προκύπτουν από το δεύτερο ισολογισμό με τον ισχύοντα κατά το χρόνο υποβολής της οικείας δήλωσης συντελεστή φορολογίας μειωμένο κατά πέντε (5) ποσοστιαίες μονάδες.

Ο μετασχηματισμός γίνεται με τις διατάξεις του ν.δ. 1297/1972 ή του ν. 2166/1993 ή του άρθρου 16 του ν. 2515/1997

Στην περίπτωση της απορρόφησης, τα ίδια κεφάλαια καθεμιάς από τις εταιρείες που απορροφώνται ανέρχονται τουλάχιστον στο ένα πέμπτο των ιδίων κεφαλαίων της απορροφώσας εταιρείας, όπως αυτά εμφανίζονται στον ισολογισμό μετασχηματισμού ή στον ισολογισμό που υποβάλλεται για εκτίμηση από την Επιτροπή του άρθρου 9 του ν.2190/1920. Αυτό τίθεται για την αποφυγή συγχωνεύσεων μεγάλων επιχειρήσεων με υψηλές φορολογικές υποχρεώσεις με εταιρίες μικρότερες, προκειμένου να εκμεταλλευτούν απλώς τα φορολογικά κίνητρα.

Σε περίπτωση απορρόφησης εταιρείας με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από άλλη ανώνυμη εταιρεία με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, τα ίδια κεφάλαια κάθε εταιρείας που

απορροφάται πρέπει να ανέρχονται τουλάχιστον στο ένα δέκατο των ιδίων κεφαλαίων της απορροφώσας εταιρείας, όπως αυτά εμφανίζονται στον ισολογισμό μετασχηματισμού ή στον ισολογισμό που υποβάλλεται για εκτίμηση από την Επιτροπή του άρθρου 9 του ν. 2190/1920.

Κατά το μετασχηματισμό επιχειρήσεων με βάση τις διατάξεις των άρθρων 1 έως και 5 του ν. 2166/1993 ή της παραγράφου 5 του άρθρου 16 του ν. 2515/1997 η μεταφερόμενη στον ισολογισμό της νέας εταιρείας ζημία και κατά το ποσό που τυχόν δεν συμψηφίζεται με κέρδη υφιστάμενα κατά το μετασχηματισμό, συμψηφίζεται με τα προκύπτοντα κέρδη αυτής των επόμενων δυο (2) χρήσεων, μόνο κατά το μέρος που αναγνωρίζεται φορολογικώς, σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις περί φορολογίας του εισοδήματος.

Επιπλέον σύμφωνα με άρθρο 7 του νόμου αυτού στις εταιρίες (ανώνυμες ή περιορισμένης ευθύνης) που προέρχονται από μετασχηματισμό άλλων επιχειρήσεων με βάση τις διατάξεις του παρόντος νόμου, του ν.δ. 1297/1972 ή του ν. 2166/1993, που θα ολοκληρωνόταν μέχρι την 31η Δεκεμβρίου 2004, δικαιούνται, εφόσον υπάγοντο στις διατάξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 3 του αναπτυξιακού ν. 2601/1998 να σχηματίζουν από τα αδιανέμητα κέρδη των χρήσεων 2002 έως 2005 (οικονομικών ετών 2003 έως 2006), το ειδικό αφορολόγητο αποθεματικό επενδύσεων. Το αποθεματικό αυτό χρησιμοποιείται για την πραγματοποίηση νέων παραγωγικών επενδύσεων, Οι οποίες επρόκειτο να αρχίσουν μέσα στα έτη 2003, 2004, 2005 και 2006 αντιστοίχως και να ολοκληρωθούν μέσα σε μια τριετία από το σχηματισμό του αφορολόγητου αποθεματικού. Ως παραγωγικές επενδύσεις νοούνται Οι επενδυτικές και λοιπές δαπάνες που αναφέρονται για κάθε κατηγορία δραστηριότητας στην παράγραφο 1 του άρθρου 3 του ν. 2601/1998.

#### **12.4 Ν.2515/97**

Ο ν.2515/97 αναφέρεται σε συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων και ακολουθεί το πνεύμα των διατάξεων του ν. 2166/93. Οι συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων πραγματοποιούνται είτε με απορρόφηση (όπου έχουμε εξομοίωση με τις διατάξεις του αρθρ.79 ν 2190/20) είτε με σύσταση νέας εταιρίας.

Για την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων τω πιστωτικών ιδρυμάτων συντάσσεται έκθεση προς τη Γ.Σ. των μετόχων απο την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων (αρθρ.71 ν. 2190/20) ή εναλλακτικά μπορεί να γίνει απευθείας ενοποίηση του

ενεργητικού και παθητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως εμφανίζονται στους ισολογισμούς μετασχηματισμού των ιδρυμάτων. Στην δεύτερη περίπτωση η διενέργεια του ελέγχου για τη διαπίστωση της λογιστικής αξίας των πιστωτικών ιδρυμάτων γίνεται από έναν τουλάχιστον ορκωτό λογιστή, ο οποίος συντάσσει σχετική έκθεση. Στις εκθέσεις των ορκωτών ελεγκτών περιλαμβάνεται δήλωση ότι έγινε έλεγχος του σχεδίου συμβάσεως συγχώνευσης, καθώς και διατύπωση γνώμης για το αν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι δίκαιη και λογική και για το αν προέκυψαν δυσκολίες στην εκτίμηση της σχέσης αυτής. Στις ίδιες εκθέσεις πρέπει να περιλαμβάνονται τουλάχιστον οι εξής πληροφορίες: α) η μέθοδος ή οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν για τον καθορισμό της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών και β) δήλωση για το αν η μέθοδος ή οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση, τις αξίες που προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθόδου και γνώμη για τη βαρύτητα που αποδόθηκε σε ορισμένες μεθόδους για τον προσδιορισμό των αξιών αυτών.

Όλες οι πράξεις που διενεργούνται από τα συγχωνευόμενα πιστωτικά ιδρύματα μετά την ημερομηνία των ισολογισμών συγχώνευσης θεωρούνται ότι διενεργήθηκαν για λογαριασμό του προερχόμενου από τη συγχώνευση πιστωτικού ιδρύματος και τα ποσά αυτών μεταφέρονται με συγκεντρωτική εγγραφή στα βιβλία αυτού. Άλλωστε, σύμφωνα και με τη 294/1999 γνωμοδότηση του Ν.Σ.Κ. κρίθηκε ότι όταν μία τράπεζα απορροφά άλλη τράπεζα με βάση τις διατάξεις του ν. 2515/1997 και με ενοποίηση, χωρίς εκτίμηση, των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού τους και εφόσον η απορρόφηση ολοκληρώνεται εντός της τετράμηνης προθεσμίας για την κατάρτιση και πριν την κατάρτιση του ισολογισμού της απορροφώσας τράπεζας οι πράξεις της απορροφώμενης της διαχειριστικής περιόδου μετά τον ισολογισμό μετασχηματισμού γίνονται για λογαριασμό της απορροφώσας. Έτσι, η απορροφώσα θα επηρεαστεί νομίμως, λογιστικά και φορολογικά, από τις πράξεις που διενεργεί η απορροφώμενη πριν την ολοκλήρωση της συνένωσης. Αν, για παράδειγμα, υπάρχει ζημία τρέχουσας ή προηγούμενης χρήσεως σε ισολογισμό κάποιου από τα πιστωτικά ιδρύματα προς συγχώνευση, τότε τα ποσά αυτά καταχωρούνται σε ειδικό λογαριασμό του νέου κοινού ισολογισμού.

Ένα από τα σημαντικά στοιχεία που διαφοροποιεί τις συγχωνεύσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων από άλλες επιχειρήσεις είναι ότι πρόκειται για εταιρίες παροχής υπηρεσιών. Τα παραπάνω είναι λοιπόν δυνατό να γίνουν χωρίς παρενέργειες, γιατί η απορροφώμενη τράπεζα είναι επιχείρηση που παρέχει

αποκλειστικά υπηρεσίες και δεν διαθέτει αποθέματα, δηλαδή εμπορεύματα, προϊόντα (έτοιμα ή ημιτελή κτλ.), α' και β' ύλης κτλ. Έτσι, με τη μεταφορά των δεδομένων του ισολογισμού μετασχηματισμού της και των πράξεών μέχρι την ολοκλήρωση της συνένωσης στα βιβλία της απορροφώσας δεν επέρχεται αλλοίωση στα αποτελέσματα από τη μεταφορά όλων των οικονομικών αποτελεσμάτων.

Οι φορολογικές απαλλαγές του νόμου αυτού είναι ιδιαίτερα σημαντικές και κινούνται στο κλίμα του ν.2166/93. Έτσι, απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους χαρτοσήμου ή άλλου τέλους: η σύμβαση συγχώνευσης, το καταστατικό, η εισφορά και μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευομένων πιστωτικών ιδρυμάτων, κάθε σχετική πράξη ή συμφωνία που αφορά την εισφορά ή μεταβίβαση στοιχείων ενεργητικού ή παθητικού ή άλλων δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, καθώς και κάθε εμπράγματος ενοχικού ή άλλου δικαιώματος, οι μετοχές, που θα εκδοθούν, οι αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων των συγχωνευομένων πιστωτικών ιδρυμάτων, η σχέση συμμετοχής στο κεφάλαιο του νέου πιστωτικού ιδρύματος, καθώς και κάθε άλλη συμφωνία ή πράξη που απαιτείται για τη συγχώνευση, τη σύσταση και το καταστατικό του νέου πιστωτικού ιδρύματος, η δημοσίευση αυτών στο τεύχος Ανώνυμων Εταιρειών και Εταιρειών Περιορισμένης Ευθύνης της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως και η μεταγραφή στα βιβλία μεταγραφών εμπράγματων δικαιωμάτων. Ειδικά το φόρο συγκέντρωσης (το οποίο έχει αντικατασταθεί από το Ειδικό Τέλος Κεφαλαίου, Ε.Τα.Κ.) κεφαλαίου οφείλουν να το κατβάλλουν σύμφωνα με το άρθρο 18 του ν.1676/1986.

Επιπλέον, δε δημιουργείται φορολογική υποχρέωση για το νέο πιστωτικό ίδρυμα που συνιστάται με τη συγχώνευση ή για το απορροφόν και το απορροφώμενο πιστωτικό ίδρυμα, καθώς και για τους μετόχους τους, μετά τη συγχώνευση, ιδίως για τυχόν εμφανιζόμενες υπεραξίες που προκύπτουν από τη συγχώνευση. Η απαλλαγή αυτή είναι ιδιαίτερα ευεργετική για τα συγχωνεύομενα ιδρύματα, καθώς ...

Ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά εκ των μη διανεμόμενων κερδών ή άλλα αφορολόγητα αποθεματικά ή αφορολόγητες κρατήσεις επί των κερδών που υφίστανται στα συγχωνεύομενα πιστωτικά ιδρύματα δεν υπόκεινται σε φορολόγηση κατά το χρόνο της συγχώνευσης, εφόσον μεταφέρονται και εμφανίζονται αυτούσια σε αντίστοιχους ειδικούς λογαριασμούς του απορροφώντος ή του νέου πιστωτικού ιδρύματος.

## **12.5 Συμπεράσματα ανάλυσης Άρθρου 7 Ν.2386/1996- Ν.2515/97- Ν.2992/02**

Σύμφωνα με τα παραπάνω οι διατάξεις των νόμων αυτών βρίσκονται στο κλίμα του γενικότερου νομοθετικού πλαισίου, όπως αναλύθηκε στα προηγούμενα κεφάλαια της ενότητας αυτής, και τα φορολογικά κίνητρα που προσφέρουν και οι διαδικασίες που ορίζουν είναι σχετικά με αυτά των νόμων ν.2190/20, ν.2166/93, ν.δ.1297/72. Θα μπορούσε να υποστηριχτεί ότι οι νόμοι αυτοί είναι ενδιάμεσοι και ορίζουν συγκεκριμένες περιπτώσεις συγχωνεύσεων και ο περιορισμένος χρόνος εφαρμογής τους υποδεικνύει ότι σχεδιάστηκαν με σκοπό να δώσουν ώθηση στην οικονομία σε συγκεκριμένες περιόδους με την αύξηση των συγχωνεύσεων.

## Κεφάλαιο 13<sup>ο</sup>

### **Ισχύον νομοθετικό πλαίσιο Ν. 2166/93-άρθρο 18 του Ν 3296/2004-ν.δ. 1297/72**

#### **13.1 Ισχύον νομοθετικό πλαίσιο Ν. 2166/93-άρθρο 18 του Ν 3296/2004-ν.δ. 1297/72**

Χωρίς την πρόβλεψη φορολογικών ελαφρύνσεων ο μετασχηματισμός θα ήταν ιδιαίτερα δαπανηρή διαδικασία. Φορολογικές διευκολύνσεις παρέχουν τα ισχύοντα ν.δ. 1297/72, ο ν. 2166/93, το άρθρο 18 του ν. 3296/2004. καθώς επίσης μεταρρυθμίζουν σημεία του ν.2190/20, ανάλογα στις μετατροπές που αναφέρονται και ορίζουν. Οι φορολογικές ελαφρύνσεις συνοπτικά συνίστανται σε:

- Απαλλαγή της προκύπτουσας υπαραξίας από το φόρο εισοδήματος
- Απαλλαγή από φόρο μεταβίβασης ακινήτων
- Απαλλαγή όλων των συναφών και επερχόμενων πράξεων της μετατροπής από κάθε τέλος, χαρτόσημο, δικαίωμα ή φόρο
- Απαλλαγή από κάθε φόρο σε τυχόν ήδη σχηματισμένων αποθεματικών ή κρατήσεων που υφίστανται στις εταιρίες προς συγχώνευση, υπό τον όρο ότι μεταφέρονται σε λογαριασμούς αποθεματικών που υπάρχουν στις ενεργείες εταιρίες μετά τη συγχώνευση.

Η ευνοϊκή φορολογική αντιμετώπιση των συγχωνεύσεων υποβοηθείται και από την καθολική μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της απορροφόμενης εταιρίας με μία πράξη, σύμφωνα με τα σχετικά άρθρα που αναλύθηκαν παραπάνω του ν.2190/20.

Επιπλέον, σημαντικό είναι και το πλαίσιο που διαμορφώνεται με την εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ), το οποίο θεωρείται αναγκαίο να συμπεριληφθεί στο ισχύον νομοθετικό πλαίσιο. Το ΔΛΠ 3 είναι αυτό που αφορά συγχωνεύσεις και εξαγορές και σύμφωνα με αυτό διαμορφώνεται το πλαίσιο της συνολικής διαδικασίας.

Παρακάτω παρατίθενται τα κύρια σημεία των τριών αυτών νομοθετικών πλαισίων.



**Συνοπτικός Πίνακας ομοιοτήτων και διαφορών μεταξύ Ν. 2166/93, Ν.Α 1297/72,  
άρθρο 18 του Ν 3296/2004**

	<b>Ν.2166/93</b>	<b>Ν.Α.1297/72</b>	<b>Ν.3296/2004</b>
1.Πεδίο εφαρμογής	Μετατροπή ή συγχώνευση όλων των επιχειρήσεων σε ΑΕ ή ΕΠΕ	Μετατροπή ή συγχώνευση των επιχειρήσεων σε ΑΕ ή ΕΠΕ	Συγχώνευση επιχειρήσεων εφόσον δε συμπεριλαμβάνονται ΑΕ με σκοπό την ίδρυση προσωπικής εταιρίας ή ΕΠΕ ή ΑΕ
Σύμφωνα με το ΔΛΠ 3 δεν υπάρχει κανένας περιορισμός στο είδος των επιχειρήσεων που συνενώνονται και στο είδος των συνενωμένων επιχειρήσεων			
2.Τήρηση Βιβλίων	Οι μετασχηματιζόμενες θα πρέπει να τηρούν Γ'κατηγορίας. Η νέα εταιρία τηρεί βιβλία Γ'κατηγορίας	Μπορούν να μετατραπούν ή συγχωνευθούν ανεξάρτητα από την κατηγορία βιβλίων που τηρούν. Η νέα τηρεί υποχρεωτικά Γ'κατηγορίας	Μπορούν να μετατραπούν ή συγχωνευθούν ανεξάρτητα από την κατηγορία βιβλίων που τηρούν. Η νέα τηρεί υποχρεωτικά Γ'κατηγορίας
Στο ΔΛΠ 3 δε γίνεται αναφορά σχετικά με την κατηγορία βιβλίων			
3. Εκτίμηση των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων	Επιτροπή άρθρου 9 ή Ορκωτό Λογιστή ή Προϊστάμενο ΔΟΥ	Επιτροπή άρθρου 9	Επιτροπή άρθρου 9
Σύμφωνα με το ΔΛΠ 3 η αναγνώριση αποτίμηση στην εύλογη αξία των περιουσιακών στοιχείων, των υποχρεώσεων και των ενδεχόμενων υποχρεώσεων των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων γίνεται από τη νέα εταιρία που θα προκύψει. Οι εκτιμήσεις της Επιτροπής του άρθρου 9 δεν είναι δεσμευτικές			
4.Απαιτούμενο κεφάλαιο	Για την ΑΕ 300.000 ευρώ και την ΕΠΕ 146.735 ευρώ	Για την ΑΕ 300.000 ευρώ και την ΕΠΕ 146.735 ευρώ	ΑΕ 200.000 ευρώ ΕΠΕ 120.000 ευρώ ΟΕ,ΕΕ 60.000 ευρώ
5.Περιορισμός στη μεταβίβαση και το είδος των μετοχών	Κανένας περιορισμός	Οι μετοχές της νέας εταιρίας θα είναι ονομαστικές και μη μεταβιβάσιμες σε ποσοστό 75% επί μία πενταετία από	Κανένας περιορισμός

		συγχώνευση ή μετατροπή	
6.Πράξεις μεσοδιαστήματος του ισολογισμού μετασχηματισμού έως την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού	Θεωρούνται ως πράξεις της νέας εταιρίας	Θεωρούνται ως πράξεις των μετασχηματιζόμενων εταιριών	Θεωρούνται ως πράξεις των συγχωνευόμενων εταιριών
<p>Σύμφωνα με το ΔΛΠ 3 η εφαρμογή της μεθόδου της αγοράς αρχίζει από την ημερομηνία της απόκτησης που είναι η ημερομηνία κατά την οποία η νέα εταιρία αποκτά τον έλεγχο της μετασχηματιζόμενης, κάτι που συμβαίνει προτού κλείσει ή οριστικοποιηθεί μία συναλλαγή.</p>			
8.Υπεραξία	Δεν προκύπτει υπεραξία	Προκύπτει, όμως δε φορολογείται αν καταχωρηθεί στα βιβλία της νέας εταιρίας	Προκύπτει, όμως δε φορολογείται αν καταχωρηθεί στα βιβλία της νέας εταιρίας
<p>Σύμφωνα με το ΔΛΠ 3 η υπεραξία που θα προκύψει μπορεί να είναι χρεωστική (δεν αποσβένεται αλλά γίνεται έλεγχος απομείωσης ) είτε πιστωτική (καταχωρείται στα Α.Χ.) Οι διαφορές μεταξύ της φορολογικής και λογιστικής βάσης των περιουσιακών στοιχείων θα προκαλέσει αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις ή απαιτήσεις(ΔΛΠ 12)</p>			
9.Φορολογικές απαλλαγές και κίνητρα	Απαλλαγή από Φόρο Μεταβίβασης Ακινήτων(χωρίς τις προϋποθέσεις του Ν.Δ.1297/72), τελη χαρτ/μου, ταξινόμησης αυτ/των κλπ	Απαλλαγή από Φόρο Μεταβίβασης Ακινήτων τελη χαρτ/μου, ταξινόμησης αυτ/των κλπ. Επιπλέον για την απαλλαγη από Φ.Μ.Α. απαιτούνται οι προϋποθέσεις του άρθρου 3 Ν.Δ.1297/72, αρκεί δηλαδή τα εισφερόμενα ακίνητα να χρησιμοποιηθούν	Απαλλαγή από Φόρο Μεταβίβασης Ακινήτων τελη χαρτ/μου, ταξινόμησης αυτ/των κλπ. Επιπλέον για την απαλλαγη από Φ.Μ.Α. απαιτούνται οι προϋποθέσεις του άρθρου 3 Ν.Δ.1297/72, αρκεί δηλαδή τα εισφερόμενα ακίνητα να χρησιμοποιηθούν από τη νέα εταιρία (λήπτρια) για τουλάχιστον μία

		από τη νέα εταιρία (λήπτρια) για τουλάχιστον μία πενταετία από τη συγχώνευση.	πενταετία από τη συγχώνευση.
Σχετικά με τα ΔΛΠ το ανωτέρω δεν τα αφορούν, ούτε σχετίζονται με αναβαλλόμενη φορολογία			

### 13.2 Συμπεράσματα ανάλυσης ισχύοντος νομοθετικού πλαισίου

Η επίδραση των παραπάνω νομοθετημάτων συνίσταται κυρίως στη φορολογική απαλλαγή και διευκόλυση των εταιριών που συμμετέχουν στους μετασχηματισμούς. Παρόλο το ρόλο αυτόν, τα τρία ισχύοντα νομοθετήματα εισάγουν την καινοτομία ότι αντιμετωπίζουν ενιαία τόσο τους γνήσιους όσο και τους μη γνήσιους μετασχηματισμούς (όπου περιλαμβάνονται πολλαπλοί μετασχηματισμοί για την τελική μετατροπή σε ΑΕ), υπό τη έννοια ότι υπάγουν όλους τους μετασχηματισμούς εταιριών οποιασδήποτε νομικής μορφής σε ΑΕ στο ίδιο νομοθετικό πλαίσιο. Το γεγονός αυτό διευκολύνει πολύ τις συναλλαγές και θα μπορούσε να υποστηριχτεί ότι αν και αυτοί οι νόμοι αποτελούν φορολογικές ρυθμίσεις, μολαταύτα έχουν επιφέρει σημαντικές τροποποιήσεις του εταιρικού δικαίου.

Ιδιαίτερα ο ν. 2166/93 εισάγει την καινοτομία ότι δεν απαιτείται κατ'ανάγκη απογραφή της εταιρικής περιουσίας από την Επιτροπή του άρθρου 9 του ν.2190/20, αλλά αρκεί η λογιστική ενοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού που διενεργείται είτε από την αρμόδια οικονομική εφορία κατ'αίτηση των μετασχηματιζόμενων εταιριών είτε από ορκωτούς ελεγκτές. Επιπλέον, δίνει αυτονομία ιδιωτικής πρωτοβουλίας, καθώς ορίζει στο άρθρο 2 ότι με αποφάσεις των εταίρων ή των ΓΣ των μετόχων των συγχωνευόμενων εταιριών μπορεί να καθοριστεί η σχέση συμμετοχής αυτών στο κεφάλαιο της νέας εταιρίας. Ουσιαστικά, δηλαδή, επιτρέπει το μετασχηματισμό χωρίς μεσολάβηση της Επιτροπής του άρθρου 9 του ν.2190/20 και ως εκ τούτου χωρίς πραγματική αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων και διαπίστωση υπεραξίας.

## Κεφάλαιο 14<sup>ο</sup>

### Υποχρεώσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

#### 14.1 Εισαγωγή

Η ενοποίηση των εταιριών σε μεγαλύτερες οικονομικές μονάδες δεν έχει συνέπειες μόνο για τις ίδιες τις επιχειρήσεις και την οικονομία. Οι συνέπειες μιας τέτοιας αλλαγής επεκτείνονται και στους μετόχους των εταιριών που συγχωνεύονται, αλλά και στους μετόχους άλλων εταιριών, ιδιαίτερα όταν η συγχωνευμένη εταιρία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Για το λόγο αυτό υπάρχουν συγκεκριμένες υποχρεώσεις προς το ΧΑΑ σε περίπτωση συγχώνευσης, οι οποίες θεωρείται αναγκαίο να αναφερθούν στο κεφάλαιο αυτό, προκειμένου να ολοκληρωθεί το πλαίσιο στο οποίο εξελίσσονται οι συγχωνεύσεις στην Ελλάδα.

#### 14.2 Υποχρεώσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Στο παραπάνω νομοθετικό πλαίσιο σημαντικό είναι να καταχωρηθούν και οι υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιριών προς το ΧΑΑ, που περιγράφονται στην απόφαση αριθμ. 94/2003 του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών «Υποχρεώσεις εισηγμένων εταιριών σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων -εξαγορών - αλλαγής της κύριας δραστηριότητας- απόσχισης κλάδου», όπως τροποποίησε και αντικατέστησε την απόφαση 19/1999.

Στην απόφαση αυτή το ΧΑΑ ορίζει τις προϋποθέσεις που πρέπει να συντρέχουν σε περιπτώσεις:

**Α.** Αύξησης μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένης εταιρείας, με σκοπό τη συγχώνευση με απορρόφηση εταιρείας της οποίας οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο Χ.Α.

Στην περίπτωση αυτή απαιτείται έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των νέων μετοχών, αφού πρώτα έχει γίνει αποτίμηση εταιριών και σχέση ανταλλαγής μετοχών, που προκύπτουν από εκθέσεις που έχουν συνταχθεί από δύο τουλάχιστον ελεγκτικούς και λογιστικούς οίκους διεθνούς κύρους, ανεξάρτητους από τις συγχωνευόμενες εταιρίες κατά την τελευταία πριν την

συγχώνευση πενταετία, με δύο τουλάχιστον διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης. Οι παραπάνω αποτιμήσεις δεν απαιτούνται όταν γίνεται χρήση ειδικών νόμων και εφαρμόζονται οι διατάξεις του άρθ. 9, σχετικά με αποτίμηση από την Επιτροπή.

Το ενημερωτικό δελτίο περιλαμβάνει σύμφωνα με το Π.Δ. 348/1985: Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις (συνενωμένες των απορροφούμενων εταιρειών από την απορροφούσα εταιρεία) με βάση τους ισολογισμούς μετασχηματισμού των συγχωνευόμενων εταιριών, ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή, συνοπτική παράθεση των μεθόδων αποτίμησης και δήλωση των αρμόδιων ελεγκτικών οίκων ότι αυτή η μέθοδος κρίνεται απαραίτητη για τη συγκεκριμένη περίπτωση, γνώμη του κάθε ελεγκτικού οίκου για τη σχέση ανταλλαγής, αναφορά από τον κάθε ελεγκτικό οίκο σχετικά με τις επιπτώσεις που θα έχει στην περιουσιακή κατάσταση της απορροφώσας η συγχώνευση, πορίσματα φορολογικού ελέγχου.

Επιπλέον, όσον αφορά το φορολογικό έλεγχο η απορροφώμενη μη εισηγμένη εταιρία πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά από την αρμόδια Δ.Ο.Υ. για όλες τις ανέλεγκτες χρήσεις, συμπεριλαμβανομένου και του ισολογισμού μετασχηματισμού. Στην περίπτωση που η απορροφώμενη μη εισηγμένη εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, πρέπει να έχουν ελεγχθεί φορολογικά και οι εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση κατά την τελευταία χρήση. Η ίδια υποχρέωση ισχύει και για τις εταιρίες που ενοποιούνται στην απορροφώμενη εταιρεία έμμεσα μέσω ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων θυγατρικής της.

Όσον αφορά τη διασπορά των μετοχών της απορροφώσας στο κοινό, αυτή θα πρέπει να είναι επαρκής σε σχέση με το σύνολο των μετοχών της ίδιας κατηγορίας μετά τη συγχώνευση. Επιπλέον, ειδικές διατάξεις εφαρμόζονται, όταν η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ξεπερνάει το 50% του κεφαλαίου της απορροφώσας ή οι μέτοχοι της απορροφούμενης μετά τη συγχώνευση κατέχουν ύψος κεφαλαίου μεγαλύτερο του 50% της ενοποιημένης εταιρίας.

**Β.** Αύξησης μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένης εταιρίας, με σκοπό τη συγχώνευση με απορρόφηση άλλης εισηγμένης εταιρίας.

Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να ισχύουν οι προϋποθέσεις της πρώτης περίπτωσης, εκτός από τον φορολογικό έλεγχο και το ενημερωτικό δελτίο.

**Γ.** Αύξησης μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένης εταιρίας, λόγω αναδοχής κλάδου ή εισφοράς περιουσίας.

Αναλογικά και στην περίπτωση αυτή ακολουθούνται οι διατάξεις της πρώτης αναφερθείσας περίπτωσης. Πολλές φορές, λόγω αναδοχής κλάδου, περιέχονται στην εισηγμένη εταιρία και μη εισηγμένες εταιρίες, οι οποίες πρέπει να έχουν ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά τον χρόνο εισφοράς έχουν δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις. Τα πορίσματα του φορολογικού ελέγχου περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο. Επιπλέον, η διασπορά στο κοινό των μετοχών της εταιρίας μετά την αναδοχή του κλάδου ή την εισφορά περιουσίας, πρέπει να είναι επαρκής σε σχέση με το σύνολο των μετοχών της ίδιας κατηγορίας μετά την αναδοχή ή εισφορά.

**Δ.** Αύξησης μετοχικού κεφαλαίου εταιρίας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο με σκοπό την εξαγορά άλλης εταιρίας, της οποίας οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες.

Η εξαγορά αυτή αναφέρεται σε περιπτώσεις όπου εισηγμένη εταιρία εξαγοράζει μη εισηγμένη, η οποία όμως έχει κοινή βάση, κοινούς βασικούς μετόχους, με την εξαγοράζουσα. Σε τέτοιες εξαγορές απαιτείται δήλωση των ελεγκτικών οίκων ότι το τίμημα εξαγοράς είναι εύλογο και δίκαιο.

**Ε.** Εξαγοράς μη εισηγμένης εταιρίας από εισηγμένη η οποία πραγματοποιείται χωρίς αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Σε εξαγορά μη εισηγμένης εταιρίας από εισηγμένη, κατά την οποία το τίμημα εξαγοράς υπερβαίνει το 20% των ιδίων κεφαλαίων της εισηγμένης εταιρίας, σύμφωνα με την πλέον πρόσφατη δημοσιευμένη κατά το χρόνο της απόφασης του αρμοδίου οργάνου της εκδότριας λογιστική κατάσταση, η εταιρεία υποχρεούται μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς να γνωστοποιήσει στο ΔΣ του Χ.Α. και να διανείμει στο επενδυτικό κοινό σχετικό πληροφοριακό δελτίο.

Το πληροφοριακό δελτίο περιλαμβάνει υποχρεωτικά χρήσιμες πληροφορίες για το επενδυτικό κοινό και για το ΧΑΑ. Τέτοιες πληροφορίες είναι: α) πλήρης περιγραφή της εξαγοράς και των όρων που πραγματοποιείται (ποσοστό της εταιρείας που εξαγοράζεται, τίμημα, τρόπος που αποτιμήθηκε η εξαγοραζόμενη, τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίστηκε το τίμημα, τρόπος καταβολής του τιμήματος, χρηματοδότηση της εξαγοράς καθώς και αναφορά στην Επιτροπή Ανταγωνισμού), β) προοπτικές της εξαγοραζόμενης εταιρίας και μεταβολή στην οικονομική κατάσταση της εξαγοράζουσας, γ) ιστορικό της εξαγοράζουσας, αντικείμενο εργασιών, μετοχική σύνθεση, δ) ιστορικό εξαγοραζόμενης, ε) περιγραφή κλάδου

#### **ΣΤ. Μεταβολής δραστηριότητας.**

Η μεταβολή των υπαρχουσών δραστηριοτήτων εισηγμένης εταιρίας ή και προσθήκης νέων δραστηριοτήτων, οι οποίες θα διαφοροποιήσουν σημαντικά τη σημερινή οικονομική κατάσταση της εκδότριας και την περιουσιακή της διάρθρωση συνοδεύεται υποχρεωτικά με σχετική γνωστοποίηση στο ΔΣ του ΧΑΑ με πληροφοριακό δελτίο που διανέμεται στο επενδυτικό κοινό. Επιπλέον όταν αυτή η μεταβολή συνδυάζεται με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, απαιτείται σχετικό ενημερωτικό δελτίο, όπως αυτό περιγράφηκε στην πρώτη περίπτωση.

#### **Ζ. Απόσχισης κλάδου εταιρίας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.**

Η απόσχιση κλάδου εταιρίας, της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες και αντιπροσωπεύει τουλάχιστον το 25% του κύκλου εργασιών της κατά την τελευταία απολογιστική χρήση, συνοδεύεται με σχετική γνωστοποίηση στο ΔΣ του ΧΑΑ με πληροφοριακό δελτίο που διανέμεται στο επενδυτικό κοινό.

### **Συμπεράσματα**

Σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση μπορεί να συμπεράνει κανείς ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις έχουν απασχολήσει ιδιαίτερα τις κυβερνήσεις και τις επιχειρήσεις, γεγονός που υποδεικνύει τη σημαντικότητά τους και για τις δύο

πλευρές. Παρόλο που πολλές κριτικές έχουν αμφισβητήσει το γεγονός ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις δημιουργούν αξία, θεωρώντας ότι απλά είναι αναδιανομή πλούτου (κάποιος κερδίζει και κάποιος χάνει) και ένας αγώνας για περισσότερο εταιρικό έλεγχο (Jarell *et al*, 1988), οι εξαγορές και συγχωνεύσεις φαίνεται ότι αποτελούν κύριο μέλημα των κρατών, καθώς επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την ανάπτυξη και τη δημιουργία μεγάλων οικονομικών μονάδων.

Η συγκέντρωση αυτή κεφαλαίων, εργασίας και τεχνικών μέσων μπορεί να αποβεί εξυγιαντική για οικονομίες που βρίσκονται σε ύφεση, δηλαδή να ενισχύσει την παραγωγικότητα των συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Αυτό γιατί η σύγχρονη παραγωγή βασίζεται στην τεχνολογία, τον καταμερισμό, την εξειδίκευση της εργασίας, στοιχεία που ευνοούνται από την υψηλή συγκέντρωση κεφαλαίου.

Επιπλέον, τα κίνητρα που οδηγούν μία επιχείρηση σε μία τέτοια επενδυτική λύση είναι ποικίλα, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, εκ των οποίων κάποια μπορούν να διαμορφωθούν από το κράτος. Για παράδειγμα, ο έλεγχος της αγοράς, η φορολογία και φυσικά η οικονομική κατάσταση είναι κίνητρα συγχωνεύσεων, που αναπτύχθηκαν στο α' μέρος της εργασίας, και μπορούν να υποβοηθηθούν από τη νομολογία του κράτους. Επίσης, η ανάλυση του κοινοτικού πλαισίου στο β' μέρος έδειξε ότι υπάρχει μία τάση ελέγχου των συγχωνεύσεων, προκειμένου να αποφευχθεί ο έλεγχος της αγοράς από συγκεκριμένες επιχειρήσεις και να υπάρξουν φαινόμενα μονοπωλίου. Έτσι, το κίνητρο αυτό του ελέγχου της αγοράς φαίνεται να περιορίζεται για τις επιχειρήσεις, καθώς υπάρχουν ασφαλιστικές δικλείδες που δεν τις αφήνουν να εξαγοράσουν ανταγωνιστές τους, όπως ίσως θα επιθυμούσαν. Αυτό εξάλλου είναι φανερό και από το γεγονός ότι στο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο οι περισσότεροι νόμοι έχουν ημερομηνίες λήξης ισχύος, προκειμένου οι συνενώσεις να είναι υπό τον έλεγχο του κράτους.

Όσον αφορά τη φορολογία είναι το κίνητρο το οποίο μπορεί να επηρεάσει περισσότερο το κράτος και ως εκ τούτου να δώσει στις συγχωνεύσεις το ρυθμό που θέλει. Το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο ξεκινά με το ν.2190/20 και με διάφορους φορολογικούς νόμους φτάνει έως σήμερα να ρυθμίζει τις συγχωνεύσεις. Η πλούσια αυτή νομολογία δίνει σημαντικά κίνητρα στις επιχειρήσεις τα οποία συνοπτικά είναι κυρίως: α) απαλλαγή προκύπτουσας υπεραξίας από το φόρο εισοδήματος, β) απαλλαγή από φόρο μεταβίβασης ακινήτων, γ) απαλλαγή από κάθε τέλος, χαρτόσημο, φόρο ή δικαίωμα τρίτου κάθε πράξης του μετασχηματισμού, δ) απαλλαγή από κάθε φόρο σχηματισμένων αποθεματικών υπό την προϋπόθεση της



τήρησης σε ιδιαίτερους λογαριασμούς. Επιπλέον, στη ελληνική νομολογία πάνω στις συγχωνεύσεις συμπεριλαμβάνεται ο ρηξικέλευθος νόμος 2166/93, ο οποίος υπεραπλουστεύει τη διαδικασία σε σημείο που να έρχεται σε αντίθεση με το κοινοτικό δίκαιο και δίνει με αυτόν τον τρόπο σημαντικά φορολογικά κίνητρα στη συνένωση εταιριών.

Παρολ' αυτά η παραπάνω ανάλυση δείχνει ότι το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο έχει διαμορφωθεί από ένα σύνολο νόμων και τροποποιήσεων, χωρίς όμως να διαγράφεται μία σαφής στάση απέναντι στις συνενώσεις εταιριών. Δε διακρίνεται, δηλαδή μία συγκεκριμένη τακτική με σχεδιασμό και συγκεκριμένους στόχους, παρά μόνο υπάρχουν ανά διαστήματα νόμοι που έχουν σκοπό την ενίσχυση συγκεκριμένων τύπων συγχωνεύσεων, ανάλογα με τη οικονομική κατάσταση της χώρας τη δεδομένη περίοδο. Για το λόγο αυτό θα μπορούσε να προταθεί μία συγκεκριμένη στρατηγική προσέγγισης των συγχωνεύσεων σε βάθος χρόνου ικανή να διαμορφώσει το θεσμικό πλαίσιο και τα φορολογικά κίνητρα που θα δοθούν, υπό το πρίσμα του κοινοτικού δικαίου και των τάσεων της οικονομίας. Κάτι τέτοιο θα δημιουργούσε μία σταθερότητα στη ρύθμιση των συγχωνεύσεων, γεγονός που θα προσέλκυε στη χώρα ξένα κεφάλαια, θα ενθάρρυνε τις συνενώσεις εταιριών και θα δημιουργούσε ισχυρές οικονομικές μονάδες.

## **Βιβλιογραφία**

Bishop M. and Kay J. 1993. "European Mergers and Merger Policy", Oxford University Press, UK

Brown RL 2007. “The concise guide to Mergers and Acquisitions and divestitures: Business, Legal, Finance, Accounting, Tax and Process Aspects”, Palgrave-Macmillan, New York

Buckley A. 1995. “The essence of Mergers and Acquisitions”, Prentice Hall International, London

Galpin JT and Herndon M. 1999. “The complete guide to Mergers and Acquisitions: Process tools to support M&A Intergration at any level”, Jossey- Bass, USA

Lajoux AR 2006. “**The Art of M&A Integration: A Guide to Merging Resources, Processes, and Responsibilities**”, McGraw- Hill Professional,

Reed SF. and Lajoux AR 1999. “The Art of M&A: A Merger, Acquisition, Buyout Guide”, McGraw- Hill Professional

Reed SF Lajoux AR 1999. “The Art of M&A Integration”, McGraw- Hill Professional

## **Αρθογραφία**

Aktas N, De Bodt E. and Roll R. 2007. “Is European M&A regulation protectionist?”, *The Economic Journal*, **117**:1096–1121

Allen and Overy 2006. “Financial Institutions: Mergers & Acquisitions in Central and Eastern Europe: Key legal issues and Allen & Overy’s experience”

Amy LP 1994. “Determinants of acquisition integration level: A decision making-perspective”, *Academy of Management Journal*, **37**(4): 803-836.

Ang JS and Cheng Y. 2006. “Direct Evidence on the Market driven Acquisition Theory”, *The Journal of Financial Research*, **24**(2):199-216

Ashta A. 2003. “The Taxation of Mergers Directive (90/434/EEC)”, *Cahier du CEREN*, **3**: 2-11

Berkovitch E. and Narayanan MP 1993. “Motives for takeovers: An empirical investigation”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **28** (3):347-361

Brouthers KD, van Hastenburg and van den Ven J. 1998. “If most mergers fail why are they so popular?” *Long Range Planning*, **31**(3): 347-353

Bruner RF 1988. “The use of excess cash and debt capacity as a motive for merger”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **23**(2): 199-216

Bruner RF 2001. “Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Make”, Batten Institute, pp1-26

Capron L 1999. “The long term performance of Horizontal Acquisitions”, *Strategic Management Journal*, **20**: 987–1018

Chatterjee S. 1986. “Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms”, *Strategic Management Journal*, **7**: 119-139

Cosh A. and Hughes A. 1995. “Failures, Acquisitions and Post-merger success: The comparative financial characteristics of large and small companies”, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No 8

De Noble AF, Gustafson LT and Hergert M. 1988. “Planning for Post-merger Integration Eight Lessons for Merger Success”, *Long Range Planning*, **21**(4):82-85

Djurović-Todorović J 2002. “Corporate income tax in EU countries comparative analysis”, *Economics and Organization*, **1**(10):57- 66

Epstein MJ 2004. “The Drivers of Success in Post-Merger Integration”, *Organizational Dynamics*, **33**(2):174–189

Fridolfsson SO and Stennek J. 2005 “Why mergers reduce profits and raise share price-A theory of preemptive mergers”, *Journal of the European Economic Association*, **3**(5):1083–1104

Garcia JB and Torre-Enciso IM 1995. “Mergers and acquisitions in the European Union frame”, *International Advances in Economic Research*, **1**(4): 339-348

Giacomazzi F, Panella C, Pernici B, Sansoni M 1997. “Information systems integration in mergers and acquisitions: A normative model”, *Information & Management*, **32**:289-302

Gugler K, Mueller DC, Yurtoglu BB, Zulehner C 2003. “The effects of mergers: an international comparison”, *International Journal of Industrial Organization*, **21**:625–653

Holthausen RW, Larcker DF 1996. “The financial performance of reverse leveraged buyouts”, *Journal of Financial Economics*, **42**: 293 332

Homburg C. and Bucerius M 2006. “Is speed of Integration really a success factor of Mergers and Acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness”, *Strategic Management Journal*, **27**: 347–367

Hopkins DH 1999. “Cross-border mergers and acquisitions: Global and regional perspectives” *Journal of International Management*, **5**: 207–239

Jarrell GA, Brickley JA, and Netter MJ 1980. “The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980”, *Journal of Economic Perspectives*, **2**(1):49-68

Jensen MC 1988. “Takeovers: Their Causes and Consequences”, *Journal of Economic Perspectives*, **2**(1):21-48

Karim S. 2006. “Modularity in Organizational Structure: The reconfiguration of internally developed and acquired business units”, *Strategic Management Journal*, **27**: 799–823

Koumanakos E., Siriopoulos C and Georgopoulos A. 2005. “Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece”, *Managerial Auditing Journal*, **20** 7:663-678

Larson R. and Lubatkin M. 2001. “Achieving acculturation in mergers and acquisitions: An international case survey”, *Human Relations*, **54**(12): 1573–1607

Lubatkin M. 1987. “Mergers strategies and stockholder value”, *Strategic Management Journal*, **8**:39-53

Martin JK 1996, “The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership”, *The Journal of Finance*, **13**(4):1227-1244

Melicher RW and Rush DF. “Evidence on the acquisition- related performance of conglomerated firms”, *Journal of Finance*, pp 141-149

Palepu KG 1990. “Consequences of leveraged buyouts”, *Journal of Financial Economics*, **27**:247-262.

Parvinen P and Tikkanen H 2007. “Incentive Asymmetries in the Mergers and Acquisitions Process”, *Journal of Management Studies*, **44**(5): 759-783

Pautler AP 2001. “Evidence on Mergers and Acquisitions”, *Bureau of Economics, Federal Trade Commission*

Pazarskis M., Vogiatzoglou M, Christodoulou P and Drogalas G 2006. “Exploring the Improvement of Corporate Performance after Mergers – the Case of Greece”, *International Research Journal of Finance and Economics*, **6**:184-191

Romano R. 1992. "Rethinking takeover regulation", *Journal of Applied Corporate Finance*, **5**(3):49-53

Schwert GW 1996 "Mark-up pricing in mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, **41**: 153-192

Seth A. 1990. "Value creation of acquisitions: A re-examination of performance issues", *Strategic Management Journal*, **11**:99-115

Shleifer A. Vishny RW 2003." Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics*, **70**: 295–311

Singh H. and Montgomery C. 1987. "Corporate Acquisition strategies and economic performance", *Strategic Management Journal*, **8**: 377-386

Soubeniotis D, Mylonakis J, Fotiadis T, Chatzithomas L. , Metzimekis C. 2006. "Evaluation of Mergers & Acquisitions in Greece" *International Research Journal of Finance and Economics*, **4**: 93-103

Stoughton NM 1988. "The Information Content of Corporate Merger and Acquisition Offers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **23**(2), 175-197

Tichy G. 2001. "What do we know about success and failure of mergers", *Journal of Industry, Competition and Trade*, **1**(4): 347-394

Trautwein F 1990. "Merger motives and Merger Prescription", *Strategic Management Journal*, **11**: 283-295

Villalonga B. and McGahan AM 2005. "The choice among Acquisitions, Alliances and Divestitures", *Strategic Management Journal*, **26**: 1183–1208

Walsh PJ 1989. "Doing a deal: Merger and Acquisition Negotiations and their impact upon target company top management turnover", *Strategic Management Journal*, **10**: 307-322

Walter GA 1990. “Research notes and communications management objectives in mergers and acquisitions”, *Strategic Management Journal*, **11**, 79-86

Wansley JW, Lane RW, and Yang HC 1983. “Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment”, *Financial Management*, Autumn: 16-22

Wright P. Kroll M, Lado A. and Van Ness B. 2002. “The structure of ownership and corporate acquisition strategies”, *Strategic Management Journal*, **23**: 41–53

## Ηλεκτρονικές Πηγές

<http://ec.europa.eu/comm/competition/mergers/>

[http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/taxation/company\\_tax/mergers\\_directive/](http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/company_tax/mergers_directive/)

<http://www.pwc.com/gr>

<http://www.taxheaven.gr>

## Άλλες πηγές

Νόμος 2166/1993 «Κίνητρα ανάπτυξης επιχειρήσεων, διαρρυθμίσεις στην έμμεση και άμεση φορολογία και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ Α' 137/24.8.1993)

Νομοθετικό Διάταγμα 1297/1972 «Περί παροχής φορολογικών κινήτρων δια την συγχώνευση ή μετατροπήν επιχειρήσεων προς δημιουργίαν μεγάλων οικονομικών μονάδων», (ΦΕΚ Α' 217/8.12.1972).

Ν.2190/20, Άρθρα 68-80 «Περί Ανωνύμων Εταιριών»

Άρθρο 18 Ν.3296/2004 «Φορολογία εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων, φορολογικοί έλεγχοι και άλλες διατάξεις.»

Άρθρο 7 Ν.2386/1996- «Ρυθμίσεις θεμάτων εθνικών κληροδοτημάτων, δημοσίων και ανταλλαξίμων κτημάτων και άλλες διατάξεις», (ΦΕΚ 43/Α' 96)

Ν.2515/97, «Άσκηση επαγγέλματος Λογιστή Φοροτεχνικού», (ΦΕΚ 154/τ. Α'/1997)

Άρθρο 16 Ν.2992/02, «Συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων»

Ν.2578/98, «Φορολογικό καθεστώς συγχωνεύσεων, διασπάσεων, εισφοράς ενεργητικού και ανταλλαγή τίτλων μεταξύ εταιριών διαφορετικών Κρατών - Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και άλλες διατάξεις», (ΦΕΚ 30/ Α' / 1998)