



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

Νομικό Πλαίσιο και Οικονομικά των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

της
Γενοβέφας Ζάντου

Επιβλέπων Καθηγητής : Συμεών Παπαδόπουλος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη
Λογιστική και Χρηματοοικονομική

Οκτώβριος 2023

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ θερμά όλους τους καθηγητές μου και ιδιαίτερα τον κύριο Παπαδόπουλο Συμεών, Αναπληρωτή Καθηγητή του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, για την υποστήριξη και την συνδρομή του στην εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Επιπλέον, ευχαριστώ θερμά τους γονείς μου για την υποστήριξη τους σε κάθε μου όνειρο.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποφασίζονται και πραγματοποιούνται στα πλαίσια των στρατηγικών και οικονομικών επιλογών των επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις που αποφασίζουν να υλοποιήσουν μία συγχώνευση ή εξαγορά, για να επιτύχουν το επιθυμητό αποτέλεσμα, οφείλουν να ακολουθούν συγκεκριμένες διαδικασίες.

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι το νομικό πλαίσιο και τα οικονομικά των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η εργασία περιλαμβάνει την εισαγωγή και τέσσερα κεφάλαια.

Στο πρώτο κεφάλαιο αναφέρονται γενικά στοιχεία για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και πιο συγκεκριμένα οι ορισμοί των όρων, η ιστορική εξέλιξη, οι λόγοι και οι στόχοι υλοποίησης, καθώς και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Επίσης γίνεται αναφορά στη διάκρισή τους σε κατηγορίες και στα στάδια που πρέπει να ακολουθηθούν για την πραγματοποίησή τους με επεξήγηση συγκεκριμένων όρων των σταδίων.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η διαδικασία του ενδελχούς ελέγχου. Καταγράφονται στοιχεία, πέραν του ορισμού, που αφορούν ενδεχόμενους κινδύνους και προβλήματα, βέλτιστες πρακτικές και τη διάρκεια του ενδελχούς ελέγχου. Ακόμη γίνεται καταγραφή των σταδίων, των τύπων και του καταλόγου ελέγχου (checklist) του ενδελχούς ελέγχου. Επίσης γίνεται αναφορά στα εξεταζόμενα στοιχεία κατά τη διαδικασία του ενδελχούς ελέγχου, με ιδιαίτερη ανάλυση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών ως τμήμα του λογιστικού ενδελχούς ελέγχου. Τέλος, υπάρχει η αναφορά του ενδελχούς ελέγχου και η σύγκρισή του με τον χρηματοοικονομικό έλεγχο.

Στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζεται το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Στο κεφάλαιο αυτό, που περιλαμβάνει τρία τμήματα, περιγράφονται τα ισχύοντα βάσει νόμων και κανονισμών ως προς τις διαδικασίες, τα προαπαιτούμενα, τους περιορισμούς που υπάρχουν για την ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, στο Ηνωμένο Βασίλειο και στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.

Το τέταρτο κεφάλαιο πραγματεύεται μία μελέτη περίπτωσης, την εξαγορά στοιχείων της Liberty Global από την Vodafone επί ευρωπαϊκού εδάφους. Αναφέρονται γενικά στοιχεία για τις δύο εταιρείες και το ιστορικό των εξαγορών που έχουν πραγματοποιήσει, καθώς και το ιστορικό της συγκεκριμένης εξαγοράς με τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά της. Στην συνέχεια εξηγείται ο τρόπος χρηματοδότησης της συμφωνίας και γίνεται αναφορά στην μερισματική πολιτική της Vodafone. Τέλος αναλύεται η διαδικασία εξέτασης και έγκρισης της συναλλαγής από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Λέξεις κλειδιά: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Ενδελχής Έλεγχος, Νομικό Πλαίσιο, Ευρωπαϊκή Ένωση, Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, Ηνωμένο Βασίλειο, Due Diligence

ABSTRACT

Mergers and acquisitions are utilized by companies as part of their strategic and economic planning. The entities that use mergers and acquisitions as part of their growth strategy should follow certain rules and procedures in order to accomplish their goals.

The purpose of this thesis is to describe the legal framework and analyze the economic aspects of mergers and acquisitions. The paper is divided into the introduction and four chapters.

The first chapter contains general information about mergers and acquisitions. More specifically it contains the definitions of both terms, some historic facts, the reasons and the objectives that lie behind the use of mergers and acquisitions as a growth mechanism, including the advantages and disadvantages of said use. Additionally, this chapter presents the categories of mergers and acquisitions, as well as the stages that should be followed during their implementation. Finally, certain terms that are used in the aforementioned stages, get clarified.

The second chapter presents the entirety of the due diligence process. The chapter provides the definition of the term, supplemental information on potential risks and problems, the best practices, and the duration of the process. Furthermore, it presents the stages of the due diligence process, the most common types as well as the due diligence checklist. Additionally, the chapter examines the majority of the elements that are considered during the process, with specific reference to financial ratios as a part of it. At the end of the chapter, there is a comparison between the due diligence process and audit.

The third chapter presents the current legal framework for mergers and acquisitions. The chapter is divided into three sections, each of which identifies and explains the laws and regulations that govern the procedure, as well as the necessary requirements and restrictions for the completion of a merger or an acquisition in the European Union and the European Economic Area, the United Kingdom and the United States of America.

The fourth and final chapter is dedicated to a case study. More specifically, it showcases the acquisition of Liberty Global assets by Vodafone on European soil. This chapter makes reference to some general facts about the two companies and their long history of acquisitions, as well as the background for this particular transaction. Additionally, it marks out the advantages and disadvantages of the acquisition. Furthermore, it gives information on how the deal was financed and Vodafone's dividend policy. Finally, this chapter analyzes the proceedings of the European Commission, for the examination and approval of the transaction.

Key words: Mergers, Acquisitions, Due Diligence, Legal Framework, European Union, United States of America, United Kingdom

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	2
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ.....	2
Ορισμοί των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	2
Ιστορική Εξέλιξη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	2
Λόγοι και Στόχοι Υλοποίησης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	3
Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	4
Διάκριση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	5
Διάκριση Συγχωνεύσεων.....	5
Διάκριση Εξαγορών.....	6
Κοινές Κατηγορίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	7
Στάδια των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	8
Επεξήγηση των Επιμέρους Όρων των Σταδίων.....	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	18
ΕΝΔΕΛΕΧΗΣ ΕΛΕΓΧΟΣ (DUE DILIGENCE).....	18
Ορισμός του Ενδελεχούς Ελέγχου.....	18
Προβλήματα - Κίνδυνοι και Βέλτιστες Πρακτικές του Ενδελεχούς Ελέγχου.....	19
Διάρκεια του Ενδελεχούς Ελέγχου.....	20
Στάδια του Ενδελεχούς Ελέγχου.....	20
Τύποι Ενδελεχούς Ελέγχου.....	21
Με Βάση την Φύση του Ελέγχου (Επιβεβαιωτική ή Διερευνητική).....	21
Με Βάση το Είδος της Συναλλαγής για την οποία Διενεργείται ο Έλεγχος (νεοσύστατη, εξαγορά, επενδυτική αγορά, πώληση επιχείρησης, IPO ή/και στοιχεία του ενεργητικού).....	22
Με Βάση τα υπό Εξέταση Στοιχεία (χρηματοοικονομικά ή μη).....	23
Με Βάση Εξειδικευμένα Στοιχεία (χρηματοοικονομικά, φορολογικά, νομικά, εμπορικά, διοικητικά, επιχειρησιακά, τεχνολογικά, HR diligence κτλ.).....	23
Κατάλογος του Ενδελεχούς Ελέγχου (Due-Diligence Checklist).....	23
Εξεταζόμενα Στοιχεία κατά τον Ενδελεχτή Έλεγχο.....	24
Εμπορικός Ενδελεχής Έλεγχος (Commercial Due Diligence).....	24
Χρηματοοικονομικός Ενδελεχής Έλεγχος (Financial Due Diligence).....	26
Λογιστικός Ενδελεχής Έλεγχος (Accounting Due Diligence).....	28
Νομικός Ενδελεχής Έλεγχος.....	31
Ενδελεχής Έλεγχος Τεχνολογιών και Τμήματος Πληροφορικής (Technology and IT Due Diligence).....	32
Ενδελεχής Έλεγχος της Διοίκησης (Management Due Diligence).....	33

Περιβαλλοντικός Ενδελεχής Έλεγχος	33
Λοιποί Τύποι Ενδελεχούς Ελέγχου	33
Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Αριθμοδεικτών ως Τμήμα του Λογιστικού Ενδελεχούς Ελέγχου	33
Αναφορά (Έκθεση) του Ενδελεχούς Ελέγχου (Due Diligence Report)	38
Σύγκριση Ενδελεχούς Ελέγχου και Χρηματοοικονομικού Ελέγχου (Audit)	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	40
ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	40
Το Νομικό πλαίσιο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο	40
Ιστορικά Στοιχεία	40
Ορολογία.....	40
Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (FDIs- Foreign Direct Investments)	41
Γενικό Νομικό Πλαίσιο	42
Υποκείμενες σε Έλεγχο Συναλλαγές	44
Όρια Δικαιοδοσίας για την Εφαρμογή του Κανονισμού	45
Αλλαγή Δικαιοδοσίας	46
Ο Αριθμός Συναλλαγών και ο Έλεγχός τους.....	49
Κοινοποίηση Συγκεντρώσεων	50
Έντυπα Κοινοποίησης Συγκεντρώσεων	51
Χρονοδιάγραμμα Ελέγχου Συγκεντρώσεων	53
Απαίτηση Αναστολής	56
Εγκυρότητα Συναλλαγής	57
Ολοκλήρωση Διαδικασίας	58
Διορθωτικά Μέτρα	58
Τα Είδη των Διορθωτικών Μέτρων.....	59
Χρονοδιάγραμμα Υποβολής Διορθωτικών Μέτρων.....	61
Διαδικασία Υποβολής.....	62
Παραβίαση Όρων και Υποχρεώσεων.....	62
Προσβολή Απόφασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.....	63
Το Νομικό Πλαίσιο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο	64
Ιστορικά Στοιχεία	64
Δημόσιες και Ιδιωτικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές.....	64
Γενικό Νομικό Πλαίσιο	64
Αρμόδιες Αρχές.....	67
Γενικές Αρχές	68
Περιορισμοί Αλλοδαπών Επενδύσεων	69

Πριν από μία Δημόσια Προσφορά Εξαγοράς	70
Γνωστοποίηση της Μετοχικής Συμμετοχής – Δομής	72
Συναλλαγές μετά την Έναρξη της Περιόδου Προσφοράς.....	73
Πραγματοποίηση Εξαγοράς	73
Υποχρεωτικές Προσφορές	75
Προϋποθέσεις, Ορισμένα Κεφάλαια και Ελάχιστη Τιμή	75
Ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας-Στόχου.....	76
Τακτικές Εξαγοράς.....	77
Διαπραγμάτευση Βάσει Εμπιστευτικών Πληροφοριών και Κατάχρηση της Αγοράς....	78
Προστασία των Συμφωνιών και Ίση Μεταχείριση	78
Ανέκκλητες Δεσμεύσεις.....	79
Ιδιωτικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές	80
Το Νομικό Πλαίσιο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής	81
Ιστορικά Στοιχεία	81
Γενικές Πληροφορίες	81
Ορολογία	82
Γενικό Νομικό Πλαίσιο	84
Ρύθμιση των Ξένων Επενδύσεων – CFIUS	86
Πριν από μία Δημόσια Προσφορά Εξαγοράς	87
Υποχρεώσεις Γνωστοποίησης της Πραγματικής Κυριότητας των Μετοχών	90
Εσωτερικές Συναλλαγές και Κανόνες κατά της Χειραγώγησης	90
Πραγματοποίηση μιας Εξαγοράς	91
Μορφή της Αντιπαροχής και Κανόνες Τιμολόγησης	93
Προσφορές Υπό Όρους και Άνευ Όρων	94
Χρηματοδοτικές Απαιτήσεις	95
Φιλικές και Εχθρικές Προσφορές	96
Δικαιώματα Αξιολόγησης των Μετόχων Μειοψηφίας	96
Χρονοδιαγράμματα	96
Τακτικές Εξαγοράς	97
Προστασία Συμφωνιών	99
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	100
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ : Η ΕΞΑΓΟΡΑ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΗΣ LIBERTY GLOBAL ΑΠΟ ΤΗΝ VODAFONE ΕΠΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΕΛΑΦΟΥΣ	100
Η Εταιρεία Liberty Global	100
Ιστορικά Στοιχεία Εξαγορών της Liberty Global	100
Η Εταιρεία Vodafone	102

Ιστορικά Στοιχεία Εξαγορών της Vodafone	102
Εξαγορά Συγκεκριμένων Δραστηριοτήτων της Liberty Global από την Vodafone.....	104
Στρατηγικοί Λόγοι της Εξαγοράς	104
Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Εξαγοράς.....	105
Χρηματοδότηση της Συμφωνίας.....	106
Μερισματική Πολιτική	107
Η Εξέταση και η Έγκριση της Συναλλαγής από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή	108
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	112
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	114
 Βιβλία.....	114
 Άρθρα.....	114
 Έγγραφα από Ιστοσελίδες.....	115
 Ιστοσελίδες.....	117

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι επιχειρήσεις λειτουργούν με στόχο να επιτυγχάνουν τα κατά το δυνατόν καλύτερα αποτελέσματα. Οι συνενώσεις επιχειρήσεων μέσω συγχωνεύσεων ή εξαγορών πραγματοποιούνται για λόγους που ενδεχομένως διαφέρουν σε κάθε περίπτωση, ζητούμενο όμως παραμένει η επίτευξη των στόχων των επιχειρήσεων. Δεδομένου του οικονομικού, και όχι μόνον, περιβάλλοντος που συνεχώς μεταβάλλεται, καθώς και του ανταγωνισμού που υπάρχει, οι συνενώσεις επιχειρήσεων είναι μία επιλογή που μπορεί να σχετίζεται με την επιβίωση και τη διατήρηση της λειτουργίας μιας επιχείρησης, καθώς και με την εξέλιξη και ανάπτυξή της. Η ραγδαία τεχνολογική εξέλιξη και η παγκοσμιοποίηση είναι παράγοντες που επηρεάζουν το επιχειρηματικό γίνεσθαι και οδηγούν σε επιλογές συνενώσεων συχνότερα από ό,τι στο παρελθόν, γεγονός που προκύπτει από τα υπάρχοντα στοιχεία τόσο ως προς τον αριθμό όσο και ως προς την αξία τέτοιων συναλλαγών.

Τα εμπλεκόμενα μέρη κατά τη διαδικασία υλοποίησης μιας συνένωσης προσπαθούν να διασφαλίσουν τα συμφέροντά τους στοχεύοντας στα βέλτιστα αποτελέσματα. Απαραίτητη προϋπόθεση για τη διασφάλιση των συμφερόντων, ιδίως των ενδιαφερόμενων να προβούν σε αγορά, είναι η διενέργεια ενδελεχούς ελέγχου. Ο ενδελεχής έλεγχος, παρά το γεγονός ότι δεν επιβάλλεται, είναι εκ των ων ουκ άνευ για την υλοποίηση μιας τέτοιας συναλλαγής. Τα αποτελέσματά του μπορεί να επιβεβαιώσουν ως ορθή την επιλογή του ενδιαφερόμενου αγοραστή, αλλά είναι δυνατόν και να τον προστατεύσουν από κινδύνους ή και να τον αποτρέψουν από την συναλλαγή.

Οι συνενώσεις υπόκεινται σε κανόνες που περιλαμβάνονται σε υφιστάμενους νόμους και κανονισμούς. Αρμόδια όργανα για κάθε περίπτωση μεριμνούν για την εφαρμογή τους. Οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής αρχικά και το Ηνωμένο Βασίλειο στην συνέχεια έχουν θεσπίσει το εφαρμοζόμενο στις χώρες αυτές νομικό πλαίσιο και έχουν καθορίσει τις αρμόδιες αρχές για τον έλεγχο και την έγκριση ή απόρριψη αιτημάτων συνενώσεων, όταν αυτά προβλέπονται. Η Ευρωπαϊκή Ένωση ακολουθεί έχοντας νομοθετήσει σχετικά, πέραν των νόμων και των οργάνων που κάθε χώρα μέλος της διαθέτει. Το νομικό πλαίσιο σε κάθε περίπτωση μεταβάλλεται ανάλογα με τις εξελίξεις και τις επικρατούσες συνθήκες.

Γεγονός είναι πως ο ενδελεχής έλεγχος, χρηματοοικονομικός, λογιστικός και κάθε άλλος που συνεπικουρεί στην λήψη απόφασης για συνένωση και η εφαρμογή του εκάστοτε ισχύοντος νομικού πλαισίου είναι δύο κρίσιμοι παράγοντες των συναλλαγών που αφορούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Ορισμοί των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι έννοιες “Συγχώνευση” και “Εξαγορά”, ενώ διαφέρουν ως νομικοί όροι, στην πράξη χρησιμοποιούνται για να δηλώσουν την συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων υπό:

- ίδια διεύθυνση,
- ίδιο έλεγχο,
- ίδιους οικονομικούς στόχους και
- ίδια συμφέροντα

Οι διαφορές έγκεινται στον τρόπο υλοποίησης και στα αποτελέσματα που η συνένωση επιφέρει.

Συγχώνευση (merger) είναι ένα σύνολο ενεργειών και συναλλαγών που οδηγεί στην συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων όλων των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεών τους, και στην ενοποίηση όλων των συμβατικών τους δεσμεύσεων. Οι συγχωνεύσεις έχουν τα εξής αποτελέσματα : 1) παραμένει μία μόνον επιχείρηση, 2) η επιχείρηση αυτή συγχρόνως λαμβάνει όλα τα περιουσιακά στοιχεία και αναλαμβάνει όλες τις υποχρεώσεις όλων των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων, 3) όλες οι υπόλοιπες συμμετέχουσες στην συγχώνευση επιχειρήσεις παύουν να υπάρχουν, χωρίς να απαιτείται επίσημη διαδικασία ρευστοποίησης, που διαφορετικά οδηγεί σε διανομή των περιουσιακών στοιχείων σε πιστωτές και μετόχους και 4) με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης το σώμα των μετόχων απαρτίζεται από συνδυασμό του σώματος των μετόχων όλων των επιχειρήσεων που συγχωνεύθηκαν.

Εξαγορά (acquisition ή takeover) είναι η διαδικασία με την οποία μία επιχείρηση αποκτά, καταβάλλοντας το αντίστοιχο αντίτιμο μία άλλη επιχείρηση ή τμήμα αυτής. Το τίμημα της μεταβίβασης αφορά συνήθως την καταβολή μετρητών ή εναλλακτικά μετοχών ή στοιχείων του ενεργητικού κατόπιν εκ των προτέρων συμφωνίας (ένα είδος clearing). Σε περίπτωση εξαγοράς τμήματος μιας επιχείρησης η εξαγοραζόμενη επιχείρηση εξακολουθεί να υφίσταται.

Ιστορική Εξέλιξη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές παρουσιάζουν μια κυκλική δραστηριότητα. Υπάρχουν περίοδοι που, επηρεαζόμενη από διάφορους παράγοντες, αυτή αυξάνεται και περίοδοι που μειώνεται. Η περίοδος αύξησης της σχετικής δραστηριότητας, βάσει ποιοτικών και ποσοτικών δεδομένων, θεωρείται “merger wave” (κύμα συγχωνεύσεων). Παράγοντες που συντελούν στη δημιουργία ενός κύματος συγχωνεύσεων είναι : σημαντικές μεταβολές στο οικονομικό περιβάλλον, αλλαγές στο κανονιστικό / νομοθετικό πλαίσιο, τεχνολογική εξέλιξη και καινοτομία, ύπαρξη ρευστότητας κεφαλαίων.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής καταγράφονται έξι κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η διάκριση αυτή γίνεται λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες κάθε κύματος.

Το πρώτο κύμα διαρκεί από το 1883 έως το 1904. Χαρακτηρίζεται από οριζόντιες συνενώσεις και συγχωνεύσεις σε σημαντικές δραστηριότητες, όπως οι μεταφορές, η μεταλλουργία κ.α., με συνέπεια τη δημιουργία οριακά μονοπωλίων.

Το δεύτερο κύμα αρχίζει το 1916 και τελειώνει το 1929. Η νομοθεσία, που αποτρέπει τη δημιουργία μονοπωλίων, οδηγεί στην πραγματοποίηση κυρίως κάθετων συγχωνεύσεων.

Το τρίτο κύμα διαρκεί από το 1965 έως το 1975. Λόγω της υφιστάμενης νομοθεσίας κυριαρχούν τα conglomerate mergers, δηλαδή οι συγχωνεύσεις εταιρειών με εντελώς διαφορετικές δραστηριότητες.

Το τέταρτο κύμα ξεκινά το 1984 και λήγει το 1989. Οι εχθρικές εξαγορές, που θεωρείται ότι αποφέρουν σημαντικά κέρδη, κυριαρχούν την περίοδο αυτή. Είναι πολύ σημαντικό ότι παράλληλα αναπτύσσονται μέθοδοι άμυνας, ώστε να είναι δυνατή η απόκρουση των εχθρικών εξαγορών.

Το πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών διαρκεί επτά χρόνια αρχίζοντας το 1993. Η περίοδος διακρίνεται για τις διασυννοριακές και τις “mega” συγχωνεύσεις.

Το έκτο κύμα αρχίζει το 2003 με λήξη το 2008. Το διάστημα αυτό πραγματοποιούνται κυρίως consolidations (συγκεντρώσεις δραστηριοτήτων συγκεκριμένων κλάδων) και mega deals (συμφωνίες πολύ μεγάλης αξίας), που ευνοούνται από την παγκοσμιοποίηση και την νομοθεσία που αφορά συγκεκριμένες δραστηριότητες. Το κύμα αυτό λήγει με την έναρξη της οικονομικής κρίσης το 2007 και την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers το 2008.

Από το 2013 υπάρχει το έβδομο κύμα. Παράγοντες όπως η παγκοσμιοποίηση και η νομισματική πολιτική των κεντρικών τραπεζών συντελούν στην εξέλιξη και ανάπτυξη του.

Στην Ευρώπη η ανάπτυξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών εμφανίζεται αργότερα και συγκεκριμένα τη δεκαετία του 1990, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου συναντώνται από τη δεκαετία του 1960.

Το πρώτο κύμα (1987 – 1992) φθάνει στην κορύφωσή του το 1989, ενώ το δεύτερο κύμα (1995 – 2001) κορυφώνεται το 2000. Στην συνέχεια αναπτύσσεται το τρίτο κύμα με σημαντική δραστηριότητα και ως προς το μέγεθος και ως προς την γεωγραφική διασπορά. Μετά το 2001 και έως το 2007 υπάρχει αξιοσημείωτη αύξηση τόσο του αριθμού των συμφωνιών, όσο και του ύψους της αξίας τους. Παράγοντες που συντείνουν σε αυτό το αποτέλεσμα είναι η έναρξη ισχύος του ευρώ, αλλά και η παγκοσμιοποίηση και οι τεχνολογικές καινοτομίες (Campa & Moschieri, 2008).

Λόγοι και Στόχοι Υλοποίησης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Υπάρχουν πολλοί λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην επιλογή μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς και σε κάθε περίπτωση που μία τέτοια συναλλαγή υλοποιείται μπορεί να είναι διαφορετική η στόχευση των εμπλεκόμενων μερών.

Στρατηγικοί και οικονομικοί λόγοι κυριαρχούν στην λήψη μιας απόφασης για συγχώνευση ή εξαγορά, όπως η είσοδος της επιχείρησης σε νέες αγορές, στις οποίες δεν υπήρχε προηγουμένως πρόσβαση, ο περιορισμός του ανταγωνισμού, η ενίσχυση της φήμης και του εμπορικού της ονόματος, εφόσον η συμβαλλόμενη εταιρεία διαθέτει ένα ισχυρό όνομα, η

αύξηση του μεγέθους και της αξίας της κάνοντας την οικονομικότερη και συντομότερη χρονικά επιλογή, φορολογικοί λόγοι (κίνητρα), η δημιουργία υπεραξίας λόγω συγχώνευσης κ.α.

Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι αλλαγές στο ιδιοκτησιακό καθεστώς, καθώς και στην νομική και οικονομική δομή με την οποία οργανώνεται και ελέγχεται μία επιχείρηση, μπορεί να έχουν επιπτώσεις στην παραγωγικότητά της και συνεπώς στην αξία της. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι κατ'εξοχήν σημαντικές για την πρόκληση τέτοιων αλλαγών. Ιδανικά έχουν ως αποτέλεσμα την μεταβίβαση παραγωγικών στοιχείων από τον υφιστάμενο ιδιοκτήτη σε κάποιον που μπορεί να βελτιώσει τα αποτελέσματα. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν προοπτική να παράγουν αξία. Το ιδιωτικό δίκαιο σχεδόν παντού εκτιμά ότι όταν δύο μέρη συμμετέχουν σε μία συναλλαγή, από την πλέον απλή έως την πλέον περίπλοκη, το γεγονός και μόνον ότι καταλήγουν σε συμφωνία είναι επαρκής ένδειξη ότι η συναλλαγή θα οδηγήσει σε αύξηση αξίας ή/και αποδοτικότητας. Οι δύο κύριες πηγές αύξησης αξίας λόγω των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι αφενός οι συνέργειες και αφετέρου η βελτίωση της διοίκησης και του ελέγχου των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης (Patel, 2023).

Συνέργεια είναι η πρόσθετη αξία που παράγεται ή κερδίζεται μέσω μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, ούτως ώστε η αξία των συνδυασμένων επιχειρήσεων να είναι μεγαλύτερη από αυτήν που θα είχαν, εάν λειτουργούσαν ανεξάρτητα. Οι συνέργειες δημιουργούν ευκαιρίες που δεν θα ήταν διαθέσιμες σε καμία από τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, εάν δεν είχε προηγηθεί η συναλλαγή.

Οι συνέργειες προκύπτουν από διάφορους λόγους :

- Οικονομίες κλίμακος (economies of scale), όπως όταν για παράδειγμα μεγαλύτερες επιχειρήσεις μπορούν να αγοράζουν πρώτες ύλες φθηνότερα ή / και αποδοτικότερα. Οι οικονομίες κλίμακας μπορεί να αφορούν διάφορους τομείς (προμήθειες, προσωπικό κλπ.).
- Επενδύσεις σε έρευνα οι οποίες χρησιμοποιούνται από μεγαλύτερο εύρος δραστηριοτήτων, οπότε, μετά τον συνδυασμό – συνένωση, όλα τα μέρη που συμμετέχουν μπορούν να ωφεληθούν.
- Η διανομή και η προώθηση – προβολή (marketing) των προϊόντων περιλαμβάνει πάγια έξοδα και είναι επικερδές να κατανέμεται το έξοδο σε μεγαλύτερο χαρτοφυλάκιο.
- Μία τεχνολογία ή διαδικασία μπορεί να είναι πιο πολύτιμη σε μία μεγαλύτερη εταιρεία, από ό,τι σε εκείνην μόνον που την ανέπτυξε.
- Οικονομίες φάσματος (economies of scope), όταν παραδείγματος χάριν τα προϊόντα μιας εταιρείας είναι πιο ευπώλητα στους πελάτες μιας άλλης εταιρείας ως μέρος ή προσθήκη στις ήδη υπάρχουσες επιχειρηματικές της σχέσεις (Damodaran, 2005).

Μία συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να αυξήσει την αποδοτικότητα των επιχειρησιακών λειτουργιών των εμπλεκόμενων εταιρειών.

Η ύπαρξη συνεργειών σημαίνει ότι ο συνδυασμός επιχειρήσεων δεν έχει μηδενικό αποτέλεσμα, δηλαδή ότι το κέρδος της μίας ισούται με την απώλεια της άλλης. Αντίθετα οι συναλλαγές αυτές μπορεί να οδηγήσουν σε συνολική αύξηση αξίας.

Υπάρχουν όμως και ζητήματα που μπορεί να προκύψουν και πρέπει έγκαιρα να εντοπιστούν και αντιμετωπισθούν για να επιτευχθεί η αύξηση της αξίας μετά από συγχώνευση

ή εξαγορά. Ένα πρόβλημα μπορεί να είναι η ύπαρξη αντικρουόμενων στόχων. Οι στόχοι των μετόχων και της διοίκησης σχεδόν ποτέ δεν εναρμονίζονται απόλυτα. Ακόμη και σε μία εταιρεία, διαφορετικά τμήματα, τομείς ή μέλη της διοίκησης μπορεί να έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα που επιδρούν στην παρουσία και συμπεριφορά της εταιρείας στο σύνολό της.

Ένα άλλο πρόβλημα μπορεί να είναι η ύπαρξη διαφορετικής εταιρικής κουλτούρας, όπως και η δυνατότητα ενσωμάτωσης σε σύντομο χρόνο της μιας εταιρείας από την άλλη.

Επίσης μία εταιρεία αλληλεπιδρά με τον υπόλοιπο κόσμο, οπότε οι συγχωνεύσεις και εξαγορές συχνά επηρεάζουν τις σχέσεις της με πολλά εκτός αυτής ενδιαφερόμενα μέρη, όπως προμηθευτές, καταναλωτές και προσωπικό. Συνεπώς οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι δυνατόν να προκαλέσουν αρνητικές συνέπειες σε τρίτα μέρη, παρά το γεγονός ότι είναι συμφέρουσες για τους άμεσα εμπλεκόμενους στην συναλλαγή.

Ακόμη το νομικό πλαίσιο που διέπει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι περίπλοκο, κυρίως διότι γίνεται προσπάθεια εξισορρόπησης των συμφερόντων των εμπλεκόμενων μερών, αλλά συγχρόνως και εξάλειψης ή τουλάχιστον μείωσης των αρνητικών επιπτώσεων σε τρίτους, προσπαθώντας παράλληλα να διευκολύνει συμφωνίες που παράγουν αξία.

Διάκριση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Διάκριση Συγχωνεύσεων

Ως προς τον τρόπο πραγματοποίησης

- **Statutory merger (συγχώνευση με απορρόφηση)**

Πρόκειται για την ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων μετά από την οποία τα περιουσιακά στοιχεία των απορροφώμενων επιχειρήσεων μεταφέρονται στην απορροφώσα. Οι απορροφώμενες επιχειρήσεις παύουν να υπάρχουν και διατηρείται η απορροφώσα.

- **Subsidiary merger (συγχώνευση για ίδρυση θυγατρικής)**

Η μία επιχείρηση, συνήθως η μικρότερη, γίνεται θυγατρική της άλλης. Εντάσσεται η περίπτωση της Bristol-Myers Squibb με την Celgene το 2019 με αξία συναλλαγής 95 δισεκατομμύρια δολάρια Η.Π.Α.

- **Consolidation merger (συγχώνευση με ίδρυση νέας εταιρείας)**

Οι συγχωνευόμενες εταιρείες παύουν να υπάρχουν και συμμετέχουν σε μία εξ ολοκλήρου νέα εταιρεία που δημιουργείται, όπως στην συνένωση της Citigroup με την Travelers Insurance το 1998.

Ειδικές κατηγορίες

- **Concentric ή congeneric mergers (ομόκεντρες ή ομοειδείς συγχωνεύσεις)**

Συγχώνευση επιχειρήσεων με δραστηριότητες συσχετισμένες (ίδιος κλάδος, ίδιοι πελάτες, αλλά διαφορετικό προϊόν ή υπηρεσία) (Merritt, 2016).

- **Reverse merger ή reverse IPO (αντίστροφη συγχώνευση)**

Συγχώνευση μιας μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο επιχείρησης με μία εισηγμένη, ώστε η πρώτη να μετατραπεί σε εισηγμένη χωρίς να εμπλακεί στις διαδικασίες εισαγωγής στο χρηματιστήριο (INVESTOPEDIA, 2016). Παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της εταιρείας New York Stock Exchange (NYSE) με την Archipelago Holdings το 2006.

- **Reverse subsidiary merger ή reverse triangular merger (αντίστροφη τριγωνική συγχώνευση)**

Συγχωνεύεται μία εταιρεία – στόχος με θυγατρική της εταιρείας – υποψήφιου αγοραστή.

Διάκριση Εξαγορών

Ως προς τον σκοπό

Υπάρχουν πέντε βασικοί τύποι εξαγορών :

- **Value creating (δημιουργία πρόσθετης αξίας)**

Εξαγορά με στόχο το κέρδος από την πώληση της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

- **Consolidating (εδραίωση θέσης)**

Εξαγορά για αντιμετώπιση του ανταγωνισμού.

- **Accelerating (ταχεία πρόσβαση στην αγορά)**

Εξαγορά μιας μικρότερης εταιρείας με στόχο την επίτευξη γρήγορης πρόσβασης στην αγορά των προϊόντων αυτής. Παράδειγμα αποτελεί η εξαγορά από την Banco Santander των Banco del Hogar Argen, Banco Mercantil de Rosario y de Santa Fe και Banco Comercial e Industrial de Córdoba, για απόκτηση πρόσβασης στην αγορά της Αργεντινής (Patel, 2022), καθώς και η εξαγορά της Android το 2005 από την Google, που έδωσε στην τελευταία πρόσβαση στην αγορά της κινητής τηλεφωνίας.

- **Resource acquiring (απόκτηση πόρων)**

Εξαγορά εταιρειών για πιο οικονομική πρόσβαση σε τεχνογνωσία, τεχνολογία κ.α. που χρειάζεται η εξαγοράζουσα επιχείρηση. Η περίπτωση της Meta (πρώην Facebook) με την εξαγορά της Oculus Rift, για απόκτηση πρόσβασης στους τομείς έρευνας και τεχνολογίας (R&D) και στα προϊόντα της δεύτερης (Kenton, 2021).

- **Speculating (κερδοσκοπία)**

Εξαγορά μιας μικρότερης εταιρείας με στόχο την εξασφάλιση οικονομικών θετικών αποτελεσμάτων στο μέλλον από κάποιο καινούργιο προϊόν που αυτή παράγει (Ness, 2014).

Ως προς τον τρόπο πραγματοποίησης

- **Acquisition of stock (εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου)**

Η εξαγοράζουσα επιχείρηση, που επιθυμεί να αποκτήσει τον έλεγχο της επιχείρησης-στόχου, μπορεί να έχει το επιθυμητό αποτέλεσμα με την αγορά μετοχών της. Αυτό μπορεί να συμβεί τόσο σε εισηγμένες όσο και σε μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις-στόχους, με διαφορές στην ακολουθούμενη διαδικασία. Η εξαγορά της πλειοψηφίας των μετοχών της επιχείρησης παράγει σχεδόν τα ίδια αποτελέσματα με την απευθείας εξαγορά της επιχείρησης μέσω εξαγοράς στοιχείων ενεργητικού, ειδικά εάν εξαγοραστούν όλες οι μετοχές της επιχείρησης-στόχου. Επίσης τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις της εξαγοράζουσας δεν συνδέονται με τα αντίστοιχα της επιχείρησης-στόχου, γεγονός που, υπό προϋποθέσεις, παρέχει “ασπίδα προστασίας” στην εξαγοράζουσα από τυχόν απώλειες εξαιτίας της επιχείρησης-στόχου. Τέτοια περίπτωση είναι η εξαγορά της Shazam από την Apple το 2017 (Schuster, 2021).

- **Acquisition of assets (εξαγορά στοιχείων ενεργητικού)**

Η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης-στόχου, καθώς και των σχετικών με αυτά νομικών δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, είναι ο πλέον ευθύς και άμεσος τρόπος υλοποίησης μιας εξαγοράς. Τα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να είναι υλικά ή άυλα και

περιλαμβάνουν για παράδειγμα εξοπλισμό, πνευματικά δικαιώματα, δικαιώματα ευρεσιτεχνίας, οφειλές από πελάτες κ.α. Κίνητρα υπέρ αυτού του τύπου εξαγοράς είναι : 1) η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να επιλέξει ποια συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία και, ανάλογα με το ισχύον νομικό πλαίσιο, ποιες υποχρεώσεις επιθυμεί να εξαγοράσει, 2) η διαπραγμάτευση γίνεται με τη διοίκηση της επιχείρησης-στόχου και όχι με τους μετόχους και 3) προβλέπεται συχνά προστασία των εργαζομένων, όπως η περίπτωση της Dell με την EMC το 2016 (PracticalLawProperty & David Waterfield, 2021).

Ως προς την συμπεριφορά

- **Friendly ή Amicable (φιλική)**

Εξαγοράζουσα και επιχείρηση-στόχος διαπραγματεύονται, συμφωνούν και ολοκληρώνουν την εξαγορά.

- **Hostile (εχθρική)**

Η εξαγοράζουσα προβαίνει σε μία προσφορά εξαγοράς, την οποία η επιχείρηση-στόχος είτε αγνοεί είτε απορρίπτει. Αποκαλείται και μη φιλική ή προσβαλλόμενη ή αμυνόμενη εξαγορά. Παράδειγμα η Oracle που εξαγοράζει την PeopleSoft το 2004 και η Pfizer την Warner-Lambert το 2000.

Ως προς το ποσοστό συμμετοχής

- **Full (πλήρης ή ολική εξαγορά)**

Η εξαγοράζουσα αναλαμβάνει πλήρη έλεγχο της επιχείρησης-στόχου με την απόκτηση του εκατό τοις εκατό (100%) αυτής. Είναι σε διεθνές επίπεδο ο πλέον συνήθης τύπος εξαγοράς.

- **Partial (μερική εξαγορά)**

Η εξαγοράζουσα αποκτά ποσοστό της επιχείρησης-στόχου, το οποίο μπορεί να είναι πλειοψηφικό (50% - 99%) ή μειοψηφικό (10% - 49%).

Ειδικές κατηγορίες

- **Reverse takeover (αντίστροφη εξαγορά)**

Η εξαγορά κατά την οποία η επιχείρηση-στόχος εξαγοράζεται από μία επιχείρηση μικρότερου μεγέθους, όπως η περίπτωση που η Sun Pharmaceutical Industries Ltd. εξαγοράζει την Ranbaxy Laboratories Ltd. (Srivastav, 2018).

- **Backflip takeover (εξαγορά “τούμπα”)**

Ο τύπος αυτός δεν συναντάται συχνά, δεδομένου ότι η εξαγοράζουσα γίνεται από επιλογή θυγατρική της επιχείρησης-στόχου (INVESTOPEDIA, 2016).

- **Leveraged buy-out (μοχλευμένη εξαγορά)**

Η εξαγοράζουσα λαμβάνει δάνειο από τράπεζα για να πραγματοποιήσει την εξαγορά, κάτι που εμπεριέχει σοβαρούς κινδύνους σε περίπτωση που η προσπάθεια δεν στεφθεί με επιτυχία (Παπαδάκης, 2016).

- **Management buy-out (εξαγορά επιχειρήσεων από τα διοικητικά τους στελέχη)**

Η εξαγορά της επιχείρησης στο σύνολό της ή τμήματος αυτής πραγματοποιείται από εργαζόμενους – στελέχη της. Οι υφιστάμενοι ιδιοκτήτες της επιχείρησης αποσύρονται από τη διοίκησή της. Τα περιουσιακά της στοιχεία περιέρχονται στην ομάδα εργαζομένων – στελεχών που προβαίνει στην εξαγορά.

Κοινές Κατηγορίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Ως προς την συσχέτιση των δραστηριοτήτων τους

- **Horizontal (οριζόντιες)**

Οι επιχειρήσεις παράγουν τα ίδια προϊόντα ή προσφέρουν αντίστοιχες υπηρεσίες και έχουν ως στόχο την επέκτασή τους στην αγορά, ενώ συγχρόνως αξιοποιούν τα πλεονεκτήματα των συνεργειών που είναι σημαντικά (eFinanceManagement, 2016). Παράδειγμα οι Vodafone και Mannesmann το 1999 με αξία συναλλαγής περίπου 200 δισεκατομμύρια δολάρια Η.Π.Α.

- **Vertical (κάθετες)**

Οι επιχειρήσεις έχουν συμπληρωματικές δραστηριότητες. Στόχος είναι η καθετοποίηση της παραγωγής, η μείωση του κόστους παραγωγής και ο πλήρης έλεγχος των τιμών.

Οι κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται σε : Forward integration (προς τα εμπρός) και Backward integration (προς τα πίσω). Παράδειγμα η περίπτωση των AT&T and Time Warner (eFinanceManagement, 2016).

- **Conglomerate (ετερογενείς)**

Πρόκειται για τις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις και εξαγορές, που αφορούν επιχειρήσεις που οι δραστηριότητές τους δεν έχουν καμία σχέση, όπως η ένωση της Walt Disney Company με την American Broadcasting Company (ABC) το 1995 (Κυριαζόπουλος, et al., 2009).

Οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται σε : Pure (καθαρές) και Mixed (μικτές). Οι μικτές περαιτέρω διακρίνονται σε Market extension conglomerates (για επέκταση αγοράς) και Product extension conglomerates (για επέκταση προϊόντων) (eFinanceManagement, 2016).

Ως προς την γεωγραφική διάσταση

- **Domestic (εγχώρια)** συγχώνευση ή εξαγορά, εφόσον οι επιχειρήσεις προέρχονται και δραστηριοποιούνται στην ίδια χώρα.
- **Cross-border (διασυνοριακή)**, εφόσον μία από τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις δραστηριοποιείται σε άλλη χώρα.

Άλλες κατηγορίες

- **Public (δημόσια)**, εφόσον πρόκειται για εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις.
- **Private (ιδιωτική)**, εφόσον πρόκειται για μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις.

Στάδια των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Για την υλοποίηση μιας συγχώνευσης ή/και εξαγοράς, είναι απαραίτητο να οριστεί και εφαρμοστεί μία ακολουθία ενεργειών, είναι δηλαδή αναγκαία η κατάτμηση της διαδικασίας σε στάδια. Στην βιβλιογραφία, εντοπίζονται διαφορετικές οπτικές σχετικά με το θέμα, που αφορούν τον ονομαστικό και αριθμητικό προσδιορισμό των σταδίων και των βημάτων που αυτά περιλαμβάνουν, ενώ παράλληλα καθίσταται συχνά δύσκολος ο διαχωρισμός και ο καθορισμός με ακρίβεια της έναρξης και λήξης κάθε σταδίου.

Η επικρατέστερη άποψη υποστηρίζει ότι η διαδικασία για την επιτυχημένη ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης ή/και εξαγοράς περιέχει πέντε στάδια: 1) τον καθορισμό της στρατηγικής και των στόχων της επιχείρησης, 2) τον εντοπισμό της εταιρείας-στόχου για την εξαγορά, 3) την πρώτη επαφή και τον ενδελεχή έλεγχο της εταιρείας-στόχου, 4) τη διαπραγμάτευση για τη διαμόρφωση της συμφωνίας εξαγοράς και 5) την υπογραφή της συμφωνίας, την ενσωμάτωση της εταιρείας-στόχου και την αξιολόγηση της συναλλαγής.

Ουσιαστικά τα στάδια από την σκοπιά του αγοραστή διαμορφώνονται ως εξής :

Αρχικά ο υποψήφιος αγοραστής, σε αρμονία με το όραμα και τις επιχειρησιακές στρατηγικές της εταιρείας, διαμορφώνει την στρατηγική ανάπτυξης της (Corporate Strategy Development). Η ορθολογική επιλογή στρατηγικής μπορεί να πραγματοποιηθεί βάσει του μοντέλου των Πέντε Δυνάμεων του Porter, οι οποίες είναι: απειλή νεοεισερχόμενων, διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών, απειλή υποκατάστατων προϊόντων ή υπηρεσιών, διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών και ανταγωνισμός μεταξύ υφιστάμενων επιχειρήσεων (Βλάμης, 2019). Με την μέθοδο αυτή είναι δυνατόν να προσδιοριστούν και να γίνουν κατανοητές οι δυνατότητες και οι αδυναμίες του συνόλου του κλάδου, και έπειτα να αναλυθούν τα δυνατά και αδύναμα σημεία της εταιρείας με την χρήση της ανάλυσης SWOT. Η στρατηγική που θα επιλεγεί δυνητικά μπορεί να είναι: οριζόντια ή κάθετη ολοκλήρωση, συσχέτισμένη ή ασυσχέτιστη διαφοροποίηση.

Στην συνέχεια, πρέπει να καθοριστούν τα αναγκαία χαρακτηριστικά, τα οποία θα διαθέτει η εταιρεία-στόχος. Είθισται αυτά τα χαρακτηριστικά να αφορούν τον κλάδο δραστηριοποίησης, το μέγεθος, τα οικονομικά στοιχεία και κυρίως τα έσοδα και την περιοχή δραστηριοποίησης, χωρίς όμως αυτά να αποτελούν τα μοναδικά κριτήρια. Έπειτα, καταρτίζεται ένας κατάλογος εταιρειών, που πληρούν τα κριτήρια που έχει θέσει η επιχείρηση και αποτελούν πιθανούς στόχους για συγχώνευση ή εξαγορά. Στην πραγματικότητα η αξιολόγηση για την επιλογή της εταιρείας-στόχου πραγματοποιείται με γνώμονα την στρατηγική καταλληλότητα και την ικανότητα δημιουργίας αξίας από την συνένωση (The 5 stages of an M&A transaction, 2022).

Εν συνεχεία, ο υποψήφιος αγοραστής εκδηλώνει το ενδιαφέρον του για συνένωση των δύο εταιρειών και έρχεται σε επαφή με την εταιρεία-στόχο. Η επαφή μπορεί να γίνει είτε απευθείας μεταξύ των εταιρειών είτε μέσω ειδικού συμβούλου, ειδικά στις περιπτώσεις όπου ο αγοραστής επιθυμεί να διατηρήσει την ανωνυμία του. Ο σύμβουλος έχει τη δυνατότητα να προσεγγίσει την εταιρεία-στόχο, ώστε να διερευνήσει πιθανόν ενδιαφέρον της για συνεργασία ή για πώληση, τα καθήκοντά του όμως δεν σταματούν εκεί. Συνήθως η ανάληψη των καθηκόντων του συμβούλου γίνεται κατά το στάδιο της επιλογής της εταιρείας-στόχου και συνεχίζεται καθ' όλη τη διάρκεια της διαδικασίας συνένωσης των εταιρειών. Παράλληλα, εκκινεί η διαδικασία της διαπραγμάτευσης για την κατάρτιση της συμφωνίας για την συγχώνευση ή την εξαγορά. Στα πλαίσια της διαπραγμάτευσης ο αγοραστής έχει τη δυνατότητα να πραγματοποιήσει ενδελεχή έλεγχο (due diligence) στα στοιχεία της εταιρείας-στόχου, να αποτιμήσει βάσει συγκεκριμένων και πραγματικών στοιχείων την εταιρεία, να προετοιμάσει μία προσφορά για τους μετόχους (με premium), ακόμη και να καθορίσει τις θέσεις που θα κατέχει το τμήμα του προσωπικού και της διοίκησης το οποίο θα παραμείνει μετά την ένωση. Η πληροφόρηση που λαμβάνει ο αγοραστής και τα στοιχεία που εξετάζονται περιλαμβάνουν τα οικονομικά στοιχεία, τους πόρους και το ανθρώπινο δυναμικό και ενδεχομένως τυχόν νομικές εκκρεμότητες της εταιρείας-στόχου. Εφόσον το αποτέλεσμα του ελέγχου συνάδει με τις προσδοκίες του αγοραστή, τότε διαμορφώνεται η τελική προσφορά του προς την εταιρεία-στόχο. Ειδικά στις περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών, στο στάδιο αυτό αναπτύσσονται οι διάφορες τακτικές εξαγοράς και οι αντίστοιχες μορφές άμυνας, από αγοραστή και εταιρεία-στόχο αντίστοιχα, πάντοτε σύμφωνα με το εκάστοτε ισχύον νομικό πλαίσιο.

Μετά την ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων και την κατάρτιση της συμφωνίας για την συγχώνευση ή εξαγορά, ακολουθεί η υπογραφή της σύμβασης και εκκινεί το στάδιο της

ενσωμάτωσης των δύο εταιρειών. Επί της ουσίας, σε αυτό το στάδιο καλείται η διοίκηση και τα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders) αυτού του ενιαίου πλέον οργανισμού να αντιμετωπίσουν και να διαχειριστούν, υφιστάμενα προβλήματα που ήταν εξ αρχής γνωστό ότι θα προκύψουν μετά την συνένωση, όπως ζητήματα που άπτονται της ενοποίησης των συστημάτων παραγωγής, της οργάνωσης και της πληροφόρησης, καθώς και άλλα προβλήματα που πιθανόν να μην είχαν προβλεφθεί, όπως αυτά της προϋπάρχουσας εταιρικής κουλτούρας. Το στάδιο αυτό δυνητικά μπορεί να φτάσει από ένα έως και πέντε έτη.

Το τελευταίο στάδιο, και αυτό που συνήθως αγνοούν οι επιχειρήσεις, αφορά στην αξιολόγηση της πραγματοποιηθείσας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Το στάδιο αυτό παρέχει στην εταιρεία την απαραίτητη πληροφόρηση αναφορικά με καλές πρακτικές, που ακολουθήθηκαν κατά τη διάρκεια της διαδικασίας, όπως και σφάλματα ή παραλείψεις που εντοπίστηκαν μετά την υπογραφή της συμφωνίας. Ουσιαστικά στο στάδιο αυτό αποκτάται εμπειρία και γνώσεις χρήσιμες για την συνέχεια της επιχείρησης και ειδικά στην περίπτωση που η συνολική στρατηγική ανάπτυξης της βασίζεται στις ενοποιήσεις.

Ειδική μνεία πρέπει να γίνει στις περιπτώσεις των εχθρικών εξαγορών με δημόσια προσφορά, καθώς το χρονοδιάγραμμα διαφοροποιείται από αυτό των ιδιωτικών προσφορών, δεδομένου ότι οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου ενημερώνονται για την προσφορά σε επόμενο στάδιο της διαδικασίας. Πιο συγκεκριμένα, τα στάδια διαμορφώνονται ως ακολούθως: Στο στάδιο του σχεδιασμού, εντοπίζεται η εταιρεία-στόχος και ο αγοραστής διερευνά τους τρόπους με τους οποίους θα δομηθεί η σύμβαση. Παράλληλα με την συνδρομή ειδικών νομικών και οικονομικών συμβούλων επιχειρείται η έγκαιρη διάγνωση τυχόν κινδύνων και δυσκολιών που μπορεί να προκύψουν, εάν ολοκληρωθεί η σύμβαση. Επιπρόσθετα, μέσω τραπεζικών συμβούλων επενδύσεων (investment bankers) γίνεται μία πιθανή αποτίμηση της εταιρείας-στόχου και παρέχονται συμβουλές για πιθανές αντιδράσεις των υφιστάμενων μετόχων τόσο του στόχου, όσο και του αγοραστή, εφόσον πρόκειται για εισηγμένη εταιρεία. Δεδομένου ότι η εταιρεία-στόχος είναι εισηγμένη, τα απαραίτητα, χρηματοοικονομικά και μη στοιχεία συλλέγονται από τα δημοσιευμένα αρχεία της ίδιας της εταιρείας και δυνητικά συμπεριλαμβάνουν τις διάφορες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, κατά περίπτωση καταχωρήσεις νέων προϊόντων και συχνά ακόμη και προβλέψεις για τις προοπτικές της επιχείρησης. Επί της ουσίας στο στάδιο του σχεδιασμού πραγματοποιείται και ο ενδελεχής έλεγχος (due diligence) της εταιρείας-στόχου (Baker McKenzie, 2022).

Έπειτα και πριν από την πρώτη επαφή με την εταιρεία-στόχο, εκκινεί η διαδικασία της συγκέντρωσης και δημιουργίας μετοχικού κεφαλαίου σε αυτήν. Υπάρχουν δύο βασικά οφέλη από αυτή την πρακτική. Το πρώτο είναι ότι η αγορά μετοχικού κεφαλαίου συχνά επηρεάζει την πιθανότητα επιτυχίας της συναλλαγής. Αυτό συμβαίνει γιατί ο αγοραστής προμηθεύεται το αρχικό μετοχικό πακέτο (toe-hold) σε σχετικά χαμηλή τιμή, δεδομένου ότι δεν αντανάκλαται στην τιμή αγοράς η επικείμενη προσφορά. Παράλληλα, αυτό το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί πιθανώς να παρέχει στον αγοραστή ένα επίπεδο επιρροής στην επιχείρηση ή ακόμη και δικαιώματα μειοψηφίας. Το δεύτερο όφελος προκύπτει καθώς η ανακοίνωση της προτεινόμενης συνένωσης πιθανώς να ενθαρρύνει και άλλους επενδυτές να κάνουν προσφορά, οπότε το αρχικό μετοχικό πακέτο λειτουργεί ως διασφάλιση και ως πλεονέκτημα για τον αρχικό αγοραστή. Μέσω αυτού του μετοχικού κεφαλαίου ο αγοραστής, αφενός επιβεβαιώνει τη δέσμευσή του στην υλοποίηση της συμφωνίας και αφετέρου έχει τη δυνατότητα να ανακτήσει κάποια από τα κόστη που επωμίσθηκε, όπως σε δαπάνες συμβούλων και σε χρόνο

απασχόλησης στελεχών. Η ανάκτηση των δαπανηθέντων κεφαλαίων μπορεί δυνητικά να πραγματοποιηθεί, εάν ο πιθανός αγοραστής δεν καταφέρει να κερδίσει στον πλειοδοτικό διαγωνισμό, με την πώληση του αρχικού μετοχικού πακέτου στον νικητή σε τιμή μεγαλύτερη από την τιμή αγοράς τους. Επιπλέον, δυσχεραίνει την θέση οιαδήποτε άλλου πιθανού επενδυτή, καθώς τμήμα των μετοχών σε κυκλοφορία έχει ήδη αγοραστεί με το αρχικό μετοχικό πακέτο (Betton, et al., 2009).

Όταν πλέον υπάρχει ικανή πληροφόρηση και ικανοποιητική εικόνα για τη δομή της συμφωνίας, τότε εκκινεί η διαδικασία της πρώτης επαφής με την ίδια την εταιρεία-στόχο. Το σημείο επαφής κρίνεται από τη δομή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της εταιρείας-στόχου. Η επαφή αυτή συνήθως γίνεται με τον μέτοχο ή τους μετόχους, που κατέχουν το πλειοψηφικό πακέτο και συνεπώς έχουν τον έλεγχο της εταιρείας, αντί του διοικητικού συμβουλίου, το οποίο συχνά θεωρείται ως απρόβλεπτο και ειδικά στις περιπτώσεις, που διαθέτει σε ισχύ μηχανισμούς άμυνας έναντι εχθρικών εξαγορών (Grossman & Hart, 1980). Εφόσον η εταιρεία-στόχος είναι θετικά διακείμενη για συζήτηση επί της συναλλαγής, τότε σχηματίζονται από τις δύο εταιρείες ομάδες για την οργάνωση και σύνταξη της σύμβασης.

Έπεται το στάδιο του ενδεδειγμένου ελέγχου, που εν προκειμένω αποκτά κατά βάση επιβεβαιωτικό χαρακτήρα, δεδομένου ότι τα περισσότερα στοιχεία της εταιρείας-στόχου υπάρχουν δημοσιευμένα, εκτός εάν ο αγοραστής επιθυμεί να αποκτήσει πρόσβαση σε περισσότερα μη δημοσιευμένα στοιχεία, εφόσον δεν υφίστανται σχετικοί νομικοί περιορισμοί. Τέλος, αφού οι δύο εταιρείες έχουν φτάσει σε συμφωνία, ακολουθεί το στάδιο της ανακοίνωσης της προσφοράς στο κοινό.

Αντίστοιχα είναι και τα στάδια από την σκοπιά του πωλητή, τα οποία διαμορφώνονται ως εξής:

Αρχικά, και με δεδομένη την έλλειψη πιθανού ή πρόθυμου αγοραστή, η συνήθης πρακτική στις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι η κατάρτιση ενός εμπιστευτικού πληροφοριακού υπομνήματος (confidential information memorandum) από τραπεζικό επενδυτή, διαχειριστή επενδύσεων ή ειδικό σύμβουλο επενδύσεων. Σε πρώτο επίπεδο ο εν λόγω συνεργάτης της επιχείρησης συλλέγει στοιχεία για την εταιρεία, το επιχειρηματικό μοντέλο και την λειτουργία της, με σκοπό την κατά το δυνατόν ακριβέστερη αποτύπωση του προφίλ της με τον πλέον ελκυστικό για άλλους επενδυτές τρόπο. Άλλωστε ο σκοπός της εταιρείας δεν είναι απλά η πώληση, αλλά η πώληση με το μέγιστο δυνατό όφελος. Το έγγραφο αυτό περιέχει μία γενική σύνοψη, την πρόταση επένδυσης, μία πλήρη ανασκόπηση της αγοράς και της προς πώληση εταιρείας, τα προϊόντα και τις παρεχόμενες υπηρεσίες, το προφίλ των εσόδων, το προφίλ των εργαζομένων και των καταναλωτών, ιστορικά χρηματοοικονομικά στοιχεία, καθώς και χρηματοοικονομικές προβλέψεις και τέλος τη δομή της διοίκησης (Vipond, n.d.). Σκοπός είναι με το συγκεκριμένο έγγραφο να διαπιστωθεί εάν μπορεί να υπάρξει αγοραστικό ενδιαφέρον. Ουσιαστικά περιέχει την απαραίτητη ποιοτικά και ποσοτικά πληροφόρηση, ώστε ο πιθανός αγοραστής να είναι εφικτό να αντιληφθεί εάν υπάρχει πραγματικό ενδιαφέρον στην επιδίωξη συνένωσης, χωρίς παράλληλα να αποκαλύπτονται απόρρητα στοιχεία της εταιρείας-στόχου. Εφόσον υπάρξει ενδιαφέρον, ο υποψήφιος αγοραστής είθισται να συνάπτει συμφωνητικό εμπιστευτικότητας (Non-Disclosure Agreement (NDA)) με την εταιρεία-στόχο για την περαιτέρω διερεύνηση των στοιχείων της και παράλληλα για την προστασία των ευαίσθητων δεδομένων που αφορούν στην λειτουργία της.

Στην περίπτωση που ο πιθανός αγοραστής είναι μόνον ένας, παράλληλα με την διαδικασία του ενδελεχούς ελέγχου (due diligence), είναι πιθανόν τα δύο μέρη να εξετάσουν και άλλα ζητήματα που προηγούνται της σύμβασης. Ορισμένα από αυτά είναι οι περιορισμοί από νομοθεσία του αντιμονοπωλιακού δικαίου και του δικαίου περί ανταγωνισμού και πιθανή αναγκαία προέγκριση από την εκάστοτε αρμόδια Επιτροπή Ανταγωνισμού, περιορισμοί του εργατικού δικαίου, του φορολογικού δικαίου ή ακόμη και ζητήματα εγκρίσεων / αδειοδοτήσεων (ανάλογα με τον τομέα δραστηριοποίησης). Στην περίπτωση όπου οι πιθανοί αγοραστές είναι περισσότεροι του ενός, τότε εκκινεί πρώτα η διαδικασία του ενδελεχούς ελέγχου (due diligence).

Συνηθίζεται σε αυτό το δεύτερο στάδιο τα δύο μέρη να καταρτίζουν ένα κείμενο δήλωσης προθέσεων (letter of intent), με στόχο την αποτύπωση των προτεινόμενων στόχων και των όρων της συμφωνίας, το οποίο σπανίως είναι νομικά δεσμευτικό.

Ακολουθεί το στάδιο του ενδελεχούς ελέγχου (due diligence). Στο στάδιο αυτό ελέγχονται νομικά, χρηματοοικονομικά και λογιστικά ζητήματα, και ο βασικός στόχος είναι ο εντοπισμός, η προετοιμασία και η αντιμετώπιση πιθανών κινδύνων που μπορεί να προκύψουν από την συναλλαγή, ενώ παράλληλα χρησιμοποιείται και για τον καθορισμό του δίκαιου τιμήματος της συναλλαγής, αλλά και ως μοχλός διαπραγμάτευσης. Από νομικής άποψης, η διαδικασία του ενδελεχούς ελέγχου (due diligence) είναι αναγκαίο να επεκταθεί σε μία σειρά από ζητήματα όπως συμβατικές και εμπορικές υποχρεώσεις, εργασιακά, προστασία πληροφοριακών δεδομένων, πνευματική ιδιοκτησία, ασφάλιση, κανονιστικά ζητήματα και ζητήματα συμμόρφωσης.

Στις περιπτώσεις που ο αγοραστής είναι ένας, το εν λόγω στάδιο διενεργείται από ειδικούς συμβούλους, επιλεγμένους από τον ίδιο, στην εταιρεία-στόχο ή στο προς πώληση τμήμα της (buyer due diligence). Υπάρχουν όμως και οι περιπτώσεις που ο πωλητής, εν προκειμένω η εταιρεία-στόχος, επιλέγει να πραγματοποιήσει τον ενδελεχή έλεγχο από μόνη της. Οι λόγοι ποικίλλουν, οι βασικότεροι εξ αυτών είναι αφενός ότι ενδέχεται να εντοπιστούν και επιλυθούν εγκαίρως ζητήματα που θα μπορούσαν να διακόψουν τη διαδικασία πώλησης ή να επηρεάσουν το τίμημα της πώλησης και αφετέρου ότι ενδέχεται ο πιθανός αγοραστής να βασιστεί στον έλεγχο της εταιρείας-στόχου, και να επιλέξει να καλύψει την όποια έκθεσή του σε κίνδυνο, με εγγυήσεις και αποζημιώσεις που θα δώσει ο πωλητής.

Με την ολοκλήρωση του ενδελεχούς ελέγχου (due diligence), ο αγοραστής με τους ειδικούς συμβούλους του, εξετάζει τα ευρήματα και την συνάφεια και σπουδαιότητά τους (materiality) ως προς την συναλλαγή. Εφόσον υπάρχει η βούληση για την ολοκλήρωση της διαδικασίας, τα δύο μέρη εκκινούν τις διαπραγματεύσεις για τις λεπτομέρειες και τους όρους της μεταξύ τους συμφωνίας. Κατά τη διαπραγμάτευση πραγματοποιείται ο τελικός καθορισμός του μηχανισμού βάσει του οποίου επιλέγεται το τελικό τίμημα, τα περιεχόμενα των εγγυήσεων και αποζημιώσεων, και οι όποιοι λοιποί περιορισμοί. Τα παραπάνω εν συνεχεία καταγράφονται και γίνονται τμήμα της Σύμβασης Αγοράς Μετοχών (Share Purchase Agreement (SPA)) ή της Σύμβασης Αγοράς Παγίων Στοιχείων (Assets Purchase Agreement (APA)), ανάλογα με τον τρόπο υλοποίησης της συναλλαγής. Επιπροσθέτως συνηθίζεται στις εν λόγω συμβάσεις να περιλαμβάνονται όροι που τίθενται σε ισχύ μετά την υπογραφή της συμφωνίας, όπως περαιτέρω υποχρεώσεις που αναλαμβάνουν τα συμβαλλόμενα μέρη (μεταβίβαση πρόσθετων περιουσιακών στοιχείων, παροχή έγγραφης συναίνεσης που επηρεάζει έναν μηχανισμό αναπροσαρμογής τιμής, σύναψη επιβοηθητικών συμβάσεων). Οι συμβαλλόμενοι είναι

δυνατόν, πέραν της υλοποίησης των υποχρεώσεων αυτών, να προχωρήσουν σε περαιτέρω ενέργειες για την επίτευξη της ενσωμάτωσης, ώστε να επιτύχουν από κοινού την μεγιστοποίηση των συνεργειών για την εξασφάλιση της επιτυχίας της συμφωνίας (The 5 stages of an M&A transaction, 2022).

Επεξήγηση των Επιμέρους Όρων των Σταδίων

Πέραν του σταδίου του ενδελεχούς ελέγχου, που θα αναλυθεί σε βάθος σε αυτόνομο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, κρίνεται σκόπιμη η επεξήγηση και των υπόλοιπων όρων που εμπεριέχονται στα στάδια των συγχωνεύσεων και εξαγορών για την πληρέστερη παρουσίαση της διαδικασίας.

Αρχικά αναφέρονται οι προκαταρκτικές συμβάσεις δηλαδή η Σύμβαση Εμπιστευτικότητας (Non-Disclosure Agreement - NDA) και η Σύμβαση Δήλωσης Προθέσεων (Letter of Intent – LoI). Συνηθίζεται σε πρακτικό επίπεδο οι συμβάσεις αυτές να υπογράφονται πριν την εκκίνηση των διαπραγματεύσεων μεταξύ αγοραστή και πωλητή.

Η Σύμβαση Εμπιστευτικότητας (Non-Disclosure Agreement- NDA) είναι το πρώτο κατά σειρά υπογραφής έγγραφο, και συνήθως είναι απαιτητό από τον πωλητή. Ο σκοπός της Σύμβασης Εμπιστευτικότητας είναι να διασφαλίσει ο πωλητής πως το σύνολο των πληροφοριών που θα αποκτηθούν από τον αγοραστή θα χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά για την λήψη της απόφασης ολοκλήρωσης της αγοράς. Αυτό είναι ακόμη πιο αναγκαίο όταν τα δύο μέρη είναι, σε επίπεδο κλάδου, ανταγωνιστικά μεταξύ τους, και συνεπώς θα ήταν πιθανόν ο αγοραστής να κάνει χρήση των πληροφοριών αυτών για την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Επιπρόσθετα, συχνά τα δύο μέρη δεν επιθυμούν τη δημοσιοποίηση των εν εξελίξει διεργασιών, καθώς ενδέχεται να επηρεαστεί η σχέση με πελάτες και προμηθευτές, ειδικά σε ό,τι αφορά την εταιρεία-στόχο (Choi & Triantis, 2021).

Έπεται το δεύτερο έγγραφο που επίσης είναι συνήθως απαιτητό από τον πωλητή, στο οποίο καταγράφεται μία αρχική δήλωση για τους σκοπούς του αγοραστή, η Σύμβαση Δήλωσης Προθέσεων (Letter of Intent – LoI). Η Σύμβαση Δήλωσης Προθέσεων έχει διπλό σκοπό, πρώτον καθιστά σαφή την επιθυμία του αγοραστή για την ολοκλήρωση της συμφωνίας, και δεύτερον θέτει τους βασικούς κανόνες, βάσει των οποίων θα διεξαχθούν οι οποιεσδήποτε συζητήσεις, και ειδικά αυτές που σχετίζονται με τον τρόπο αποτίμησης και το τίμημα της αγοράς. Επιπλέον, περιέχει κάποιες γενικές δηλώσεις αναφορικά με τη δομή της συμφωνίας, την μέθοδο αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθεί για τον καθορισμό του τελικού τιμήματος και την φύση και το βάθος του ενδελεχούς ελέγχου. Η Σύμβαση Προθέσεων, αν και σε σπάνιες περιπτώσεις έχει δεσμευτική ισχύ για τα δύο μέρη, σηματοδοτεί τον τρόπο που θα πραγματοποιηθούν οι μελλοντικές διαπραγματεύσεις και θα δομηθεί η συμφωνία (Hwang, 2019).

Σε ορισμένες περιπτώσεις η Σύμβαση Δήλωσης Προθέσεων περιέχει και όρους για την προστασία του αγοραστή. Αυτοί μπορεί να αναφέρονται στην περίοδο αποκλειστικότητας (period of exclusivity), δηλαδή το διάστημα κατά το οποίο ο πωλητής δεν θα εισέλθει σε συζητήσεις με κάποια άλλη επιχείρηση για πιθανή πώληση, στην αποζημίωση διακοπής (break fee), δηλαδή το ποσό που θα πρέπει να καταβληθεί στον αγοραστή ως αποζημίωση, σε περίπτωση διακοπής των συζητήσεων εκ μέρους του πωλητή και τέλος, σε δομή δημοπρασίας

(auction structures), εφόσον ο πωλητής επιθυμεί να λάβει προσφορές και από άλλους πιθανούς αγοραστές και το καταστήσει σαφές από την αρχή. (Financial Conduct Authority , n.d.) Ένα παράδειγμα όρου καταβολής αποζημίωσης διακοπής (break fee) έχουμε στην περίπτωση που η Microsoft εξαγοράζει την LinkedIn στις 13 Ιουνίου 2016 και συμπεριλαμβάνει αποζημίωση ύψους 725 εκατομμυρίων δολαρίων Η.Π.Α., που θα όφειλε η LinkedIn στην Microsoft, εάν αποχωρούσε από την συμφωνία πριν την ημερομηνία ολοκλήρωσης.

Στο στάδιο της ολοκλήρωσης της συμφωνίας πώλησης υπάρχει μία σειρά εγγράφων, εκ των οποίων τα πιο σημαντικά είναι η Σύμβαση Πώλησης, η Επιστολή Γνωστοποιήσεων και άλλα επικουρικά έγγραφα εξειδικευμένου χαρακτήρα.

Η Σύμβαση Πώλησης, στις περιπτώσεις όπου η συναλλαγή πραγματοποιείται με αγορά μετοχών, ονομάζεται Σύμβαση Αγοράς Μετοχών (Share Purchase Agreement – SPA). Πλέον ο βασικός κορμός αυτού του είδους σύμβασης είναι συνήθως τυποποιημένος, αν και τα σημαντικότερα σημεία του τροποποιούνται, ώστε να καλύπτουν τις ανάγκες των συμβαλλόμενων μερών. Οι τροποποιήσεις αυτές πραγματοποιούνται στα πλαίσια της διαπραγμάτευσης, οπότε ο αγοραστής προσπαθεί να διασφαλίσει ότι το σύνολο των κινδύνων αναφέρεται στην σύμβαση και ο πωλητής ότι η κατανομή των κινδύνων είναι δίκαιη και αντικατοπτρίζεται στο τίμημα της συναλλαγής. Είθισται ο αγοραστής να διαμορφώνει ένα πρώτο, ενδεικτικό κείμενο της σύμβασης στο οποίο εν συνεχεία ο πωλητής πραγματοποιεί διορθώσεις, έως ότου οι δύο πλευρές καταλήξουν σε συμφωνία (Innes, et al., 2021).

Ως προέκταση της Σύμβασης Πώλησης καταγράφεται και το κείμενο της Επιστολής Γνωστοποιήσεων (Disclosure Letter). Ο σκοπός αυτού του εγγράφου είναι ο καθορισμός των εγγυήσεων και αποζημιώσεων από τον πωλητή, δεδομένου ότι γίνεται λεπτομερής αναφορά στα στοιχεία που ο ίδιος έχει δώσει στον αγοραστή κατά το στάδιο του ενδεδειγμένου ελέγχου. Εάν δεν έχει δώσει στον αγοραστή στοιχεία σχετικά με την συναλλαγή, τα οποία αργότερα αποκαλυφθούν, τότε ο πωλητής φέρει ευθύνη και μπορεί να κληθεί να καλύψει αυτό το κενό με κάποια εγγύηση ή αποζημίωση. Αν και η Επιστολή Γνωστοποιήσεων είναι συνήθως πρακτική σε επίπεδο Ηνωμένου Βασιλείου, δεν είναι τόσο συνήθης σε δικαιοδοσίες εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως στην Γαλλία ή Γερμανία (Hwang, 2019).

Ως τμήμα της Επιστολής Γνωστοποιήσεων εντοπίζονται οι όροι Εγγυήσεις και Διαβεβαιώσεις (Warranties and Representations), Διορθωτικά μέτρα (Remedies) και Αποζημιώσεις (Indemnities).

Οι όροι Εγγυήσεις και Διαβεβαιώσεις (Warranties and Representations) σε πρώτο επίπεδο αναπληρώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης που δεδομένα υφίσταται σε κάθε συναλλαγή, καθώς ακόμη και μετά τη διενέργεια του ενδεδειγμένου ελέγχου, ο πωλητής έχει την πλήρη εικόνα της εταιρείας-στόχου και ο αγοραστής μόνο τμήμα της. Τα δεδομένα στα οποία γίνεται αναφορά αφορούν συνήθως στην αντικειμενική και αμερόληπτη παρουσίαση των χρηματοοικονομικών εγγράφων σύμφωνα με το GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), στους πλήρεις τίτλους ιδιοκτησίας των ακινήτων που αναμένει ο αγοραστής ότι θα περιέλθουν στην κυριότητά του, στην συμμόρφωση της εταιρείας-στόχου με το εργατικό δίκαιο και τυχόν υφιστάμενες περιβαλλοντικές ρυθμίσεις / κανονισμούς και στην μη απόκρυψη υφιστάμενων συμβάσεων με τρίτους. Επιπροσθέτως διασφαλίζεται μέσω αυτών των εγγυήσεων ότι ο αγοραστής αποκτά αυτό που περιμένει από την σύμβαση. Ο αγοραστής ενδέχεται επίσης να δώσει κάποιες εγγυήσεις, που όμως περιορίζονται κυρίως στην ικανότητα

ολοκλήρωσης της συμφωνίας, την οικονομική ευχέρεια για απόδοση του τιμήματος και την συνολική συμμόρφωση με τις εσωτερικές διεργασίες εγκρίσεων (Zakrzewski, 2013).

Επισημαίνεται ότι ειδικά με βάση το εθιμικό δίκαιο (Common Law) η παραβίαση μιας διαβεβαίωσης μπορεί να οδηγήσει σε ανάκληση της σύμβασης, ενώ δεν ισχύει το ίδιο για την περίπτωση παραβίασης μιας εγγύησης, οπότε ο αγοραστής δικαιούται χρηματικές αποζημιώσεις. Αυτή η διάκριση δεν εντοπίζεται στις Συμβάσεις Πώλησης, που διέπονται από τους κανόνες δικαίου σε Γερμανία και Η.Π.Α. (Griffith, 2020).

Άρρηκτα συνδεδεμένη με τους παραπάνω όρους είναι και η έννοια των Διορθωτικών μέτρων (Remedies), όπου κατ' ουσίαν ορίζεται κάθε τι που συνιστά παραβίαση της σύμβασης και αναλύεται η συνέπεια της κάθε παραβίασης. Επιπροσθέτως, σε αυτό το σημείο της σύμβασης ορίζεται η έννοια της επανορθώσιμης ζημίας και καθορίζεται ο τρόπος υπολογισμού της. Τα δύο μέρη συμφωνούν σε ένα σύνολο περιορισμών επί των ευθυνών του πωλητή σε περίπτωση παραβίασης. Ορισμένοι εξ αυτών των περιορισμών είναι η δίκαιη γνωστοποίηση (Fair Disclosure), η συμμετρία/συμφωνία με τα όσα γνωρίζει ο πωλητής (Subject to the seller's knowledge), οι χρονικοί περιορισμοί για τα αιτήματα του πωλητή (time limitations), περιορισμοί ανάλογα με την βαρύτητα και το εύρος της παράβασης (severity of breach), καθώς και περιορισμοί σε εκκρεμότητες με συμβάσεις τρίτων (Third-party dealings) (Basnage, et al., 2021).

Έπειτα, εντοπίζεται ο όρος των Αποζημιώσεων (Indemnities), όπου στην ουσία αντιμετωπίζονται ζητήματα και κίνδυνοι που έχουν ήδη εντοπιστεί κατά τον ενδελεχή έλεγχο και είναι γνωστά στα δύο μέρη. Στην περίπτωση αυτή ο πωλητής αποδέχεται ότι θα αποζημιώσει τον αγοραστή, εάν υπάρξουν επιπτώσεις από υφιστάμενο κίνδυνο για την συνενωμένη εταιρεία. Η χρήση του όρου και πάλι διαφέρει ανάλογα με το εφαρμοστέο Δίκαιο, για παράδειγμα στις Η.Π.Α. και σε ορισμένες Ευρωπαϊκές χώρες οι Αποζημιώσεις δίδονται με την μορφή και στην βάση των Εγγυήσεων και Διαβεβαιώσεων.

Οι Εγγυήσεις και Διαβεβαιώσεις (Warranties and Representations), τα Διορθωτικά Μέτρα (Remedies) και οι Αποζημιώσεις (Indemnities) λειτουργούν για μία σύμβαση ως οι πλέον βασικοί μηχανισμοί για τον επιμερισμό του κινδύνου. Η ύπαρξη κινδύνου είναι δεδομένη σε κάθε συγχώνευση και εξαγορά. Ένα από τα σημαντικότερα στοιχεία μιας σύμβασης είναι η προσπάθεια κατανομής του κινδύνου μεταξύ αγοραστή και πωλητή. Δεδομένου ότι ο στόχος είναι η επιτυχία της συνένωσης στο σύνολό της, με την χρήση των μηχανισμών αυτών τα μέρη προσβλέπουν σε δίκαιη και αποδεκτή εκατέρωθεν κατανομή του κινδύνου, η οποία είναι αποτέλεσμα της ολοκλήρωσης των μεταξύ τους εκτενών συζητήσεων και διαπραγματεύσεων.

Μία συχνά χρησιμοποιούμενη μέθοδος για τον επιμερισμό του κινδύνου είναι ο καθορισμός του μηχανισμού βάσει του οποίου αποτιμάται η συμφωνία. Ο αγοραστής, συχνά είναι ο πρώτος που εκφράζει την άποψή του αναφορικά με το τίμημα και έπειτα τη διαμορφώνει ανάλογα με τα στοιχεία που αποκτώνται κατά τον ενδελεχή έλεγχο και τους λοιπούς όρους της σύμβασης πώλησης. Υπάρχουν δύο βασικοί τρόποι με τους οποίους αποτιμάται μια σύμβαση.

Ο πρώτος είναι ο μηχανισμός λογαριασμού ολοκλήρωσης (completion account mechanism) και παραδοσιακά χρησιμοποιείται στις περισσότερες συμφωνίες. Οι συμβάσεις που υλοποιούνται με την μέθοδο αυτή μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές, όμως η βασική δομή είναι η συμφωνία σε μία αρχική τιμή κατά την υπογραφή, και η, μετά την υπογραφή, προσαρμογή της αρχικής τιμής από τον αγοραστή, ανάλογα με την τήρηση, σε προκαθορισμένο χρόνο, των συμφωνηθέντων στην σύμβαση πώλησης όρων από πλευράς πωλητή. Η μέθοδος

αυτή μπορεί να οδηγήσει σε διαφωνία μεταξύ των συμβαλλομένων, εάν η οπτική του ενός μέρους διαφέρει από την οπτική του άλλου. Επιπλέον η μέθοδος αυτή καθιστά σχεδόν αδύνατο τον άμεσο υπολογισμό της τελικής αξίας της σύμβασης.

Ο δεύτερος είναι ο μηχανισμός “κλειδωμένου κουτιού” (locked box mechanism), που χρησιμοποιείται εναλλακτικά του πρώτου και έχει αρχίσει να γίνεται πιο γνωστός τα τελευταία έτη. Με την χρήση αυτής της εναλλακτικής μεθόδου αποτίμησης της σύμβασης αποφεύγεται το ενδεχόμενο διαφωνίας για το τελικό τίμημα. Με τον μηχανισμό αυτόν τα μέρη συμφωνούν στον καθορισμό μιας σταθερής τιμής για την εταιρεία-στόχο, σε καθορισμένη μέρα και συνήθως πριν την υπογραφή της σύμβασης. Η τιμή καθορίζεται με βάση ελεγμένα (audited) στοιχεία των λογαριασμών της εταιρείας-στόχου. Για την προστασία του αγοραστή από τυχόν διαρροές στην αξία της επιχείρησης-στόχου, οι δυο πλευρές συμφωνούν στην ύπαρξη σχετικής διάταξης στην σύμβαση. Ουσιαστικά, εξαιτίας αυτής της διάταξης ο πωλητής παύει να λαμβάνει οικονομικές απολαβές από την εταιρεία-στόχο, μετά την ημερομηνία του “κλειδωμένου κουτιού”, εκτός εάν υφίσταται σχετική συμφωνία. Οιαδήποτε παραβίαση της εν λόγω διάταξης έχει άμεσο αντίκτυπο στο ποσό που θα εκταμιευθεί κατά την ολοκλήρωση. Το αρνητικό της μεθόδου αυτής είναι ότι ο πωλητής διατηρεί την εταιρεία-στόχο στην κατοχή του μέχρι την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Πιο συγκεκριμένα ελέγχει την εταιρεία στο διάστημα που μεσολαβεί από την υπογραφή μέχρι την ολοκλήρωση, γεγονός που σημαίνει ότι κίνδυνοι που τυχόν προκύψουν ή αναληφθούν στην περίοδο αυτή θα βαρύνουν τον αγοραστή. Το συγκεκριμένο ζήτημα επιλύεται με την υπογραφή συμφώνου (προ της σύμβασης πώλησης), όπου ο πωλητής συμφωνεί ότι ο τρόπος διοίκησης της επιχείρησης δεν θα μεταβληθεί στο διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ των δύο σταδίων (London School of Economics and Political Science, 2021).

Ο τελευταίος τρόπος κατανομής του κινδύνου είναι οι ρήτρες ουσιώδους δυσμενούς μεταβολής (material adverse change – MAC clauses). Οι ρήτρες αυτές δίνουν στον αγοραστή το δικαίωμα να αποσυρθεί από την συναλλαγή, εάν συμβεί ένα γεγονός που επιφέρει ουσιώδη και δυσμενή μεταβολή για την εταιρεία-στόχο, στο διάστημα που μεσολαβεί από την υπογραφή μέχρι την ολοκλήρωση. Οι συγκεκριμένες ρήτρες τίθενται σε ισχύ και έχουν ουσία όταν υπάρχει η χρονική απόσταση μεταξύ των δύο σταδίων. Σε πρώτο επίπεδο καθορίζεται τι συνιστά την ουσιώδη δυσμενή μεταβολή (MAC) και έπειτα αφαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής της στοιχεία, γεγονότα ή περιστάσεις που δεν ενεργοποιούν την ρήτρα. Είθισται να διατυπώνονται με τρόπο γενικό, κατά τον οποίο κάθε στοιχείο, γεγονός, περίσταση ή αλλαγή που ουσιωδώς και δυσμενώς επηρεάζει την εταιρεία-στόχο, τα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού της και τις προοπτικές της, νοείται ως αιτία ουσιώδους και δυσμενούς μεταβολής. Εγείρονται ανησυχίες ότι ο αγοραστής καταλήγει με την υπογραφή του συμβολαίου να αποκτήσει το δικαίωμα αγοράς (call option), αλλά όχι και την υποχρέωση για την ολοκλήρωση της αγοράς, δεδομένου ότι, εφόσον όλα βαίνουν καλά, μπορεί να ολοκληρώσει την συναλλαγή, αλλά έχει τη δυνατότητα να αποσυρθεί από αυτήν εάν προκύψει έστω και κάποιο μικρό ζήτημα (Gilson & Schwartz, 2005). Έχει καταστεί σύνηθες για τον περιορισμό αυτού του δικαιώματος αποχώρησης να τίθενται εξαιρέσεις (carve-outs), στις οποίες ορίζεται ότι γεγονότα που επηρεάζουν ευρέως τόσο την εταιρεία-στόχο όσο και την αγορά στο σύνολό της δεν νοούνται ως ουσιώδους και δυσμενούς μεταβολή (MAC). Παραδείγματα όπου εταιρείες με την χρήση ρήτρας ουσιώδους δυσμενούς μεταβολής προσπάθησαν να αποφύγουν την ολοκλήρωση της συναλλαγής είναι η Hexion έναντι της Huntsman το 2007-2008 και η LVMH

Moët Hennessy Louis Vuitton SA έναντι της Tiffany & Co. το 2019. Η χρήση αυτού του είδους ρήτρας ποικίλλει ανάλογα με τη δικαιοδοσία και είναι σχεδόν τμήμα της συνήθους πρακτικής στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, ενώ αντίθετα δεν συναντάται συχνά στο Ηνωμένο Βασίλειο (Blake & Rae, 2016).

Όπως παραπάνω αναφέρθηκε, κατά το στάδιο της ολοκλήρωσης της συμφωνίας πώλησης συντάσσονται, πέραν της Σύμβασης Πώλησης και της Επιστολής Γνωστοποιήσεων, και άλλα έγγραφα εξειδικευμένου χαρακτήρα. Τα επικουρικά αυτά έγγραφα δεν χρησιμοποιούνται πάντα και μπορεί να συμπεριλαμβάνουν επιμέρους συμφωνίες επί της αγοράς και να αναφέρονται σε άλλες πτυχές της εταιρείας-στόχου.

Αυτά τα έγγραφα είναι:

- Συμφωνίες που αφορούν συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές συμβάσεις της εταιρείας-στόχου. Αυτές οι συμφωνίες είναι συνήθως χρήσιμες όταν ο πωλητής πρέπει να απελευθερώσει την εταιρεία από λοιπές υποχρεώσεις.
- Συμβάσεις Escrow, βάσει των οποίων μέρος του τιμήματος παρακρατείται με όρους από τον αγοραστή.
- Συμβάσεις μεταβατικών υποχρεώσεων, που συνηθίζεται να συνάπτουν τα δύο μέρη όταν πωλείται τμήμα της επιχείρησης και όχι ολόκληρη. Ουσιαστικά χρησιμοποιείται όταν το προς πώληση στοιχείο αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της παραγωγικής διαδικασίας του πωλητή, και συνεπώς ο αγοραστής χρειάζεται τις λοιπές δραστηριότητες/υπηρεσίες του πωλητή μέχρι την εύρεση άλλης εναλλακτικής ή λύσης.
- Συμφωνία για παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών από τον πωλητή, όταν η τεχνογνωσία του κρίνεται ως απολύτως απαραίτητη για τη διασφάλιση της ομαλής μετάβασης των δραστηριοτήτων (Hwang, 2019).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΝΔΕΛΕΧΗΣ ΕΛΕΓΧΟΣ (DUE DILIGENCE)

Ορισμός του Ενδελεχούς Ελέγχου

Ο όρος χρησιμοποιείται πρώτη φορά στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, μετά την ψήφιση του Νομοσχεδίου περί Χρεογράφων του 1933 (Securities Act of 1933) στο άρθρο 11b3. Σύμφωνα με αυτό καθίσταται υποχρεωτική για τους διαμεσολαβητές η παροχή απόλυτης διαφάνειας σε όλους τους πιθανούς επενδυτές, ειδικά σε ό,τι αφορά έγγραφα χρηματοοικονομικής φύσεως. Ο νομοθέτης παράλληλα προβλέπει ότι, εφόσον οι διαμεσολαβητές πραγματοποιήσουν μία ενδελεχή έρευνα στα χρηματοοικονομικά στοιχεία της εταιρείας-στόχου και αποτυπώσουν τα αποτελέσματά τους με αντικειμενικό και διαφανή τρόπο, δεν θα είναι νομικά υπόλογοι για τυχόν στοιχεία που δεν γνωρίζουν ή δεν έχουν εντοπίσει κατά τον έλεγχο.

Ο ενδελεχής έλεγχος είναι η διαδικασία κατά την οποία εξετάζονται τα χρηματοοικονομικά και μη στοιχεία μιας εταιρείας πριν συνάψει κάποια σύμβαση με τρίτα μέρη. Σκοπός αυτής της διαδικασίας είναι σε κάθε περίπτωση η διασφάλιση ότι τα στοιχεία που έχει αποκτήσει το τρίτο μέρος από την εταιρεία-στόχο είναι ακριβή και ότι ακολουθούνται οι ορθές και συνήθεις πρακτικές. Εάν ο έλεγχος πραγματοποιείται από τον ενδιαφερόμενο επενδυτή, τότε πιθανόν να χρησιμοποιηθεί εξειδικευμένο λογισμικό για τον διαμοιρασμό των πληροφοριών, το virtual data room (VDR), το οποίο είναι μία ηλεκτρονική βάση δεδομένων με έγγραφα και άλλα στοιχεία της εταιρείας-στόχου (Tripathi, 2020).

Στο πεδίο των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι δεδομένη η ύπαρξη κινδύνου και αβεβαιότητας σε κάθε συμφωνία. Από την σκοπιά του αγοραστή ο καλύτερος τρόπος εντοπισμού, ελέγχου ή και εξάλειψης του κινδύνου είναι η κατά το δυνατόν μεγαλύτερη κατανόηση της εταιρείας-στόχου, δεδομένου ότι, μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας, τυχόν προβλήματα που θα προκύψουν θα πρέπει να επιλυθούν από τον αγοραστή. Για αυτόν τον λόγο εφαρμόζεται η διαδικασία του ενδελεχούς ελέγχου, η οποία εκκινεί αμέσως μετά την εκδήλωση ενδιαφέροντος από τον αγοραστή μέσω του letter of intent και την υπογραφή του και από τα δύο μέρη (Succession Resource Group, 2022).

Ο ενδελεχής έλεγχος είναι η διαδικασία με την οποία ο υποψήφιος αγοραστής συγκεντρώνει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για την εταιρεία-στόχο. Έχει πρόσβαση και αναλύει στοιχεία, όπως χρηματοοικονομικά έγγραφα, συμβάσεις, πελάτες, υποχρεώσεις (στοιχεία του Παθητικού), κανονιστική συμμόρφωση, εταιρικά αρχεία και οποιοδήποτε άλλο στοιχείο κρίνεται ως σχετικό με την συμφωνία και στην συνέχεια είναι σε θέση να αποφασίσει εάν θα προχωρήσει ή όχι στην σύναψη της συμφωνίας, να καθορίσει το τίμημα που είναι διατεθειμένος να προσφέρει για την αγορά και να διερευνήσει το πεδίο εφαρμογής των όρων με τους οποίους θα διαπραγματευτεί την σύμβαση. Οι όροι αυτοί, που συνήθως περιλαμβάνουν τις εγγυήσεις, τις διαβεβαιώσεις και τις αποζημιώσεις, είναι συμβατικοί μηχανισμοί για τη διαβεβαίωση ότι συγκεκριμένες δηλώσεις που καταγράφονται στην σύμβαση από την πλευρά της εταιρείας-στόχου είναι αληθείς. Το εύρος των όρων που ζητούνται βρίσκεται πάντα σε συνάρτηση με το κύρος της εταιρείας-στόχου. Σε κάθε περίπτωση η φύση και η εμβέλεια του ελέγχου εξαρτώνται από τη δραστηριότητα της εταιρείας-στόχου, αλλά στις

περισσότερες συμφωνίες υπάρχει διαφορετική ομάδα που ελέγχει τον κάθε τομέα (οικονομικό, νομικό, εμπορικό κτλ.) (Herington, et al., 2013).

Συνεπώς, ο σκοπός του ενδελεχούς ελέγχου επεκτείνεται, καθώς πέραν του γενικού πληροφοριακού χαρακτήρα για τον αγοραστή, βάσει αυτής της διαδικασίας κρίνεται η βιωσιμότητα της συναλλαγής.

Προβλήματα - Κίνδυνοι και Βέλτιστες Πρακτικές του Ενδελεχούς Ελέγχου

Η αξιολόγηση της βιωσιμότητας μιας επένδυσης μπορεί να αποτελέσει πρόκληση λόγω αφενός του μεγάλου όγκου πληροφοριών που εξετάζονται και αφετέρου των πολλών και διαφορετικών τμημάτων μιας εταιρείας που ελέγχονται. Η προετοιμασία έναντι των πιο συχνών κινδύνων μπορεί να συνεισφέρει άμεσα στην επιτυχή διεξαγωγή του ενδελεχούς ελέγχου.

Ο ένας κίνδυνος αφορά στην έλλειψη εμπειρίας, ειδικά εάν οι επενδύσεις δεν βρίσκονται στον κύριο πυρήνα των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης. Στην περίπτωση αυτή είναι πιθανόν να γίνουν σφάλματα στη διαδικασία αποτίμησης της εταιρείας-στόχου, παραλείψεις αναφορικά με την αξία της στην αγορά (market value) και να εμπλακεί η εταιρεία-αγοραστής σε διαφόρους κινδύνους ασφάλειας.

Ένας άλλος κίνδυνος προκύπτει από την έλλειψη επικοινωνίας, ο οποίος ποικίλλει ανάλογα με τον αριθμό των πιθανών αγοραστών και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κατά περίπτωση πωλητή, οδηγώντας σε καθυστερήσεις τις δύο πλευρές, τόσο σε επίπεδο επικοινωνίας, όσο και σε επίπεδο ανταπόκρισης. Επιπλέον, ανάλογα με την οργάνωση του ενδελεχούς ελέγχου, επηρεάζεται η ποιότητα των διαπραγματεύσεων που θα ακολουθήσουν. Επίσης υπάρχει κίνδυνος να δημιουργηθούν καθυστερήσεις στην ολοκλήρωση της διαδικασίας, εάν δεν τηρηθεί η γενικά αποδεκτή σειρά διεξαγωγής του ελέγχου και η συγκέντρωση των απαιτούμενων εγγράφων.

Ο επόμενος κίνδυνος είναι η ενδεχόμενη ανεπαρκής προετοιμασία του αγοραστή, ο οποίος δεν θα θέσει τα κατάλληλα ερωτήματα, ώστε έγκαιρα να εντοπιστούν και αντιμετωπιστούν ζητήματα πάσης φύσης, που ενδεχόμενα θα προκύψουν κατά το στάδιο του ενδελεχούς ελέγχου. Τέτοιου είδους ζητήματα μπορεί να είναι παραδείγματος χάριν νομικής φύσης, για την κατανόηση και επίλυση των οποίων ο αγοραστής χρειάζεται υποστήριξη από ειδικούς.

Έπεται ο κίνδυνος της ελλιπούς πληροφόρησης, που συχνά αντιμετωπίζουν οι αγοραστές. Πιθανώς πρόκειται για μια τακτική αποφυγής από πλευράς του πωλητή, αλλά υπάρχουν περιπτώσεις που ο πωλητής αδυνατεί να παρέχει την αναγκαία πληροφόρηση στον αγοραστή λόγω του αρχείου που τηρείται στην επιχείρηση και του κατά πόσον αυτό είναι σε τάξη.

Τέλος, εντοπίζεται ο κίνδυνος έλλειψης της απαραίτητης τεχνολογίας. Ο κίνδυνος αυτός συχνά εντοπίζεται σε μικρές και ενίοτε μεσαίες επιχειρήσεις, που επιλέγουν την εξοικονόμηση πόρων στο στάδιο του ενδελεχούς ελέγχου, και επιλέγουν τον διαμοιρασμό της πληροφόρησης μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου και υπολογιστικών φύλλων. Αυτή η προσέγγιση τείνει να καθυστερεί την ολοκλήρωση της διαδικασίας, εντέλει αυξάνει το συνολικό κόστος και τον κίνδυνο διαρροής δεδομένων.

Οι περισσότεροι εκ των κινδύνων που αναφέρονται μπορούν να μετριαστούν μέσω του ενδελεχούς ελέγχου και της εκ των προτέρων οργάνωσης και προετοιμασίας για την τήρηση των εγγράφων, την χρήση επαρκούς, αν όχι σύγχρονης, τεχνολογίας, και ακόμη την πρόσληψη εξειδικευμένων συμβούλων για επιπλέον βοήθεια, εφόσον κριθεί απαραίτητο (Data Room Software, 2023).

Στον αντίποδα αυτών των κινδύνων μπορούν να εφαρμοστούν ορισμένες πρακτικές, η χρήση των οποίων παρέχει τη δυνατότητα διασφάλισης της ομαλής διεξαγωγής της διαδικασίας του ενδελεχούς ελέγχου. Παραδείγματα τέτοιων πρακτικών είναι :

- η έγκαιρη συγκέντρωση των απαραίτητων εγγράφων πριν ακόμη υπογραφεί η Σύμβαση Δήλωσης Προθέσεων,
- ο καθορισμός του πεδίου εφαρμογής του ελέγχου και των στόχων του, προσαρμόζοντάς τους παράλληλα στα στοιχεία της συμφωνίας πώλησης και στο πλαίσιο που ορίζει ο κλάδος δραστηριοποίησης της εταιρείας-στόχου,
- η δημιουργία σαφούς πρωτοκόλλου για την επικοινωνία μεταξύ των δύο μερών,
- η δημιουργία ενός ασφαλούς ψηφιακού περιβάλλοντος διατήρησης δεδομένων (Secure Virtual Data Room) και
- ο καθορισμός των τεχνολογικών μέσων και εργαλείων που χρησιμοποιούνται για την βελτίωση και την μερική αυτοματοποίηση της διαδικασίας. Τα εργαλεία αυτά μπορεί να είναι η ανάλυση δεδομένων (Data Analytics), η τεχνητή νοημοσύνη (AI tools) και οι διάφορες cloud πλατφόρμες (Business Transactions, 2023).

Διάρκεια του Ενδελεχούς Ελέγχου

Η διάρκεια της διαδικασίας του ενδελεχούς ελέγχου ποικίλλει ανάλογα με την προετοιμασία που έχει γίνει από την εταιρεία-στόχο για την συγκέντρωση των απαραίτητων εγγράφων, δεδομένου ότι είναι η μόνη με πρόσβαση σε αυτά. Σε πολλές περιπτώσεις η διαδικασία συγκέντρωσης των στοιχείων εκκινεί μετά την υπογραφή της δήλωσης πρόθεσης από τα δύο μέρη, υπάρχει όμως και το ενδεχόμενο ο πωλητής να έχει εκκινήσει τη διαδικασία αυτή κατά τον χρόνο που αποφασίστηκε η πώληση.

Επιπροσθέτως, το χρονοδιάγραμμα της διαδικασίας επηρεάζεται και από την πολυπλοκότητα της φύσης των εργασιών της εταιρείας-στόχου, το κλίμα της αγοράς, τη διάθεση πόρων (ανθρώπινων και μη) αποκλειστικά για την διεκπεραίωση του ελέγχου και το κατά πόσον υπάρχουν τα κατάλληλα κίνητρα για τον πωλητή, ώστε να ολοκληρωθεί άμεσα η συλλογή των εγγράφων (Succession Resource Group, 2022).

Επίσης, η διαδικασία επηρεάζεται από τον αγοραστή, ειδικά σε ό,τι αφορά την άμεση εξέταση των στοιχείων που του έχει παραδώσει ο πωλητής και την αναζήτηση περαιτέρω διευκρινίσεων (Morgan & Westfield, n.d.).

Στο σύνολό της η διαδικασία του ενδελεχούς ελέγχου συνήθως διαρκεί περίπου δύο έως τρεις μήνες και η συνολική διάρκεια της διαδικασίας επιμερίζεται στα ακολουθούμενα στάδια (Succession Resource Group, 2022).

Στάδια του Ενδελεχούς Ελέγχου

Στην βιβλιογραφία εντοπίζονται διάφοροι διαχωρισμοί για τη δομή των σταδίων του ενδελεχούς ελέγχου και τον χρονικό ορίζοντα του καθενός εξ αυτών. Ως επί το πλείστον, το περιεχόμενο παραμένει ίδιο σε κάθε στάδιο και η κοινή συνθήκη είναι ότι ο πραγματικά ενδελεχής και πετυχημένος έλεγχος χρειάζεται περίπου τρεις μήνες για τη διεξαγωγή του.

Η μία θεώρηση τον χωρίζει στα τρία πιο βασικά του στάδια, που είναι το στάδιο της προετοιμασίας, το στάδιο της έρευνας και τέλος το στάδιο της παρουσίασης των αποτελεσμάτων (CT Corporation staff , 2020) .

Μία άλλη θεώρηση χωρίζει τη διαδικασία σε τέσσερις φάσεις, που είναι το στάδιο της έναρξης της διαδικασίας με την ανταλλαγή εγγράφων, το στάδιο της αναζήτησης επιπλέον πληροφοριών, το στάδιο της οριστικοποίησης των νομικών κειμένων και το στάδιο της επικοινωνίας με τρίτα μέρη, όπως δανειστές και πελάτες (Software Equity Group, 2022).

Μια τρίτη θεώρηση διαχωρίζει τη διαδικασία του ενδελχούς ελέγχου σε έξι στάδια και τη διαχειρίζεται ως ένα έργο (project). Τα στάδια στην προκειμένη περίπτωση είναι ο καθορισμός των στόχων, η ανάλυση των οικονομικών στοιχείων της εταιρείας-στόχου, ο εξονυχιστικός έλεγχος των εγγράφων, η διαμόρφωση του επιχειρηματικού σχεδίου και μοντέλου, ο καθορισμός της τελικής προσφοράς και η διαχείριση του κινδύνου (Patel, 2019).

Η πιο συνηθισμένη δομή χωρίζει την συνολική διαδικασία του ελέγχου σε πέντε στάδια, τα οποία είναι : το στάδιο της προετοιμασίας, το στάδιο της ανταλλαγής εγγράφων, το στάδιο της ανασκόπησης/ελέγχου των εγγράφων, το στάδιο της αναζήτησης περαιτέρω διευκρινιστικών στοιχείων και τελευταίο το στάδιο της διαμόρφωσης των εγγράφων του ελέγχου και των λοιπών νομικών κειμένων (Data Room Software, 2023).

Τύποι Ενδελχούς Ελέγχου

Ο ενδελχής έλεγχος παρά την εξ ονόματος ιδιότητά του διακρίνεται σε διάφορους τύπους. Η διάκριση πραγματοποιείται ενδεικτικά με βάση την φύση του ελέγχου (επιβεβαιωτική ή διερευνητική), με βάση το είδος της συναλλαγής για την οποία διενεργείται ο έλεγχος (νεοσύστατη, εξαγορά, επενδυτική αγορά, πώληση επιχείρησης, IPO ή/και στοιχεία του ενεργητικού), με βάση τα υπό εξέταση στοιχεία (χρηματοοικονομικά ή μη) και με βάση τα εξειδικευμένα στοιχεία (χρηματοοικονομικά, φορολογικά, νομικά, εμπορικά, διοικητικά, επιχειρησιακά, τεχνολογικά, κτλ.) (Lynch, n.d.).

Με Βάση την Φύση του Ελέγχου (Επιβεβαιωτική ή Διερευνητική)

Σε εταιρείες με ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, ο ενδελχής έλεγχος συχνά επικεντρώνεται στα εμπορικά, χρηματοοικονομικά και νομικά στοιχεία τους. Στην σύγχρονη μακροοικονομική θεωρία έχει διαπιστωθεί ότι η διαδικασία στην πραγματικότητα διαχωρίζεται σε επιβεβαιωτικό και διερευνητικό έλεγχο κατ' αντιστοιχία και σε επέκταση των παραπάνω στοιχείων.

Ο διερευνητικός έλεγχος (exploratory due diligence) επικεντρώνεται στα εμπορικά και διοικητικά στοιχεία, όπου και η εταιρεία-στόχος έχει την μεγαλύτερη εμπλοκή. Η ομάδα ελέγχου λειτουργεί με την υπόθεση ότι τα στοιχεία που της έχουν παρασχεθεί είναι ακριβή. Ο στόχος είναι να αποκτήσουν οικειότητα και εμπιστοσύνη πριν την επαφή με τρίτα μέρη για την επιβεβαίωση της αρχικής τους υπόθεσης.

Ο επιβεβαιωτικός έλεγχος (confirmatory due diligence) είναι σαφώς πιο κοστοβόρος και αρχικά επικεντρώνεται στα χρηματοοικονομικά στοιχεία, στα νομικά στοιχεία και στα στοιχεία που αφορούν το τμήμα πληροφορικής. Σκοπός του είναι η επιβεβαίωση της αρχικής προ του ελέγχου

υπόθεσης με την χρήση εξειδικευμένων συμβούλων. Αυτό το είδος ελέγχου συχνά χρησιμοποιείται σε όλα τα στοιχεία της επιχείρησης ασχέτως του συνήθους λόγου χρήσης του (Lynch, n.d.).

Με Βάση το Είδος της Συναλλαγής για την οποία Διενεργείται ο Έλεγχος (νεοσύστατη, εξαγορά, επενδυτική αγορά, πώληση επιχείρησης, IPO ή/και στοιχεία του ενεργητικού)

Με δεδομένο ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν περιορίζονται σε επιχειρήσεις εντός του ίδιου κλάδου ή σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στο ίδιο στάδιο στον κύκλο ζωής τους, χρειάζεται να υπάρχει η κατάλληλη προετοιμασία για την αντιμετώπιση διαφορετικών σεναρίων για την ενοποίηση με πάνω από έναν τύπο εταιρείες. Είναι ευνόητο ότι ο κάθε τύπος εταιρείας-στόχου έχει ανάγκη από διαφορετική αντιμετώπιση, ανάλογη της κάθε περίπτωσης.

Σε νεοσύστατες επιχειρήσεις(start-ups)

Οι νεοσύστατες επιχειρήσεις συχνά λαμβάνουν χρηματοδότηση από επενδυτές-αγγέλους (angel investors) και όχι από επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων (venture capitalists). Η πρώτη κατηγορία επενδυτών εκλαμβάνει με διαφορετικό τρόπο τον κίνδυνο δεδομένου ότι επενδύουν ίδια κεφάλαια. Ως αποτέλεσμα αυτού, το επίπεδο ελέγχου στο οποίο υποβάλλονται οι νεοσύστατες επιχειρήσεις είναι σαφώς μειωμένο. Κατά κύριο λόγο ελέγχουν την αρχικά εμπλεκόμενη ομάδα, την αγορά και τους ανταγωνιστές, τα πνευματικά δικαιώματα, τους προϋπολογισμούς και τις προβλέψεις και τυχόν υφιστάμενες συμβάσεις.

Σε πρώτη δημόσια προσφορά (Initial Public Offering - IPO)

Η πρώτη δημόσια προσφορά, αναφέρεται στην πρώτη φορά που μία επιχείρηση εισέρχεται στο χρηματιστήριο και οι μετοχές της μπαίνουν σε δημόσια διαπραγμάτευση. Οι εταιρείες σε αυτήν την περίπτωση περνούν από τη διαδικασία του ενδεδειγμένου ελέγχου με σκοπό να διασφαλιστεί ότι πληρούν τα κριτήρια για την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Σε αυτήν την περίπτωση ο έλεγχος είναι αρκετά πολύπλοκος και εκτενής, και ως μέρος της διαδικασίας του δημοσιοποιούνται πολλά από τα στοιχεία της εταιρείας. Πριν την πρώτη δημόσια προσφορά οι επιχειρήσεις καλούνται να συλλέξουν στοιχεία, όπως στοιχεία αναφορικά με τον οργανισμό (καταστατικό, μετοχολόγιο κτλ.), στοιχεία φορολογίας και αδειοδοτικά έγγραφα, στοιχεία των εργαζομένων και του Διοικητικού Συμβουλίου, χρηματοοικονομικά στοιχεία, στοιχεία πελατών και υπηρεσιών και στοιχεία για τις ιδιοκτησίες της επιχείρησης (Marker, 2021).

Για τρίτα μέρη εμπλεκόμενα με την επιχείρηση

Αυτός ο έλεγχος αναφέρεται σε συνεργάτες και τρίτα μέρη, τα οποία εκτελούν για λογαριασμό της επιχείρησης κάποια δραστηριότητα, όπως παραδείγματος χάριν της εφοδιαστικής αλυσίδας σε ρόλο προμηθευτή, διανομέα ή άλλο, και είναι πιθανόν να εκθέσουν την εταιρεία σε κίνδυνο. Εφόσον υπάρχουν τέτοιες συνεργασίες, τότε πρέπει να διενεργείται ενδεδειγμένος έλεγχος τρίτων. Στον αυτόν τον έλεγχο εξετάζεται ο συνεργάτης με σκοπό τον εντοπισμό και την αντιμετώπιση κινδύνων που τυχόν θα προκύψουν.

Επίσης σε ορισμένες περιπτώσεις η συγκεκριμένη μορφή ελέγχου αναφέρεται στον ενδεδειγμένο έλεγχο που πραγματοποιούν ανεξάρτητοι συνεργάτες εκ μέρους του αγοραστή και ζητούν τα απαιτούμενα έγγραφα από τον πωλητή. Συχνά οι εταιρείες παραχωρούν εργαλεία αυτοματοποίησης

της διαδικασίας, κυρίως λογισμικό, που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση εταιρειών ανά τον κόσμο.

Ενδελχής έλεγχος στις επενδυτικές αγορές

Στις περιπτώσεις αυτές, ο αγοραστής πραγματοποιεί ενδελχή έλεγχο στα εμπορικά, χρηματοοικονομικά, νομικά και λοιπά στοιχεία, αφού προηγουμένως γίνει η πρώτη επαφή με τον ιδιοκτήτη του προς αγορά στοιχείου. Στην περίπτωση αυτή ο ενδελχής έλεγχος είναι κρίσιμος για τον καθορισμό του τιμήματος αγοράς του προς πώληση στοιχείου. Η διαδικασία βοηθάει τον αγοραστή να κατανοήσει σε βάθος την αρχική ευκαιρία, και για τον λόγο αυτό τα αποτελέσματα του ενδελχούς ελέγχου συχνά λειτουργούν ως βάση για την επαναδιαπραγμάτευση των αρχικά συμφωνημένων όρων της σύμβασης ή ακόμη και για απόρριψη της πρότασης στο σύνολό της. (Veriff, 2022).

Με Βάση τα υπό Εξέταση Στοιχεία (χρηματοοικονομικά ή μη)

Ο χρηματοοικονομικός ενδελχής έλεγχος αναφέρεται στην συγκέντρωση και διερεύνηση των οικονομικών στοιχείων της εταιρείας-στόχου, δηλαδή τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, τις λογιστικές πολιτικές και κάθε άλλο στοιχείο, που δυνητικά επηρεάζει την επιχειρηματική δραστηριότητα και αποτελεί κίνδυνο σε περίπτωση επένδυσης. Ο σκοπός του είναι η αποκάλυψη υφιστάμενων προβλημάτων στη διαχείριση του συνόλου των οικονομικών στοιχείων και λοιπών λειτουργικών κινδύνων.

Το τμήμα του ενδελχούς ελέγχου στο οποίο εξετάζονται όλα τα υπόλοιπα στοιχεία της εταιρείας-στόχου, όπως νομικά ή ανθρώπινου δυναμικού, κατατάσσονται στον μη χρηματοοικονομικό έλεγχο (Business Transactions, 2023).

Με Βάση Εξειδικευμένα Στοιχεία (χρηματοοικονομικά, φορολογικά, νομικά, εμπορικά, διοικητικά, επιχειρησιακά, τεχνολογικά, HR diligence κτλ.)

Στην περίπτωση αυτή ο έλεγχος ονομάζεται με βάση το υπό εξέταση στοιχείο (Mukherjee, 2018).

Κατάλογος του Ενδελχούς Ελέγχου (Due-Diligence Checklist)

Ο κατάλογος του ενδελχούς ελέγχου περιέχει τα στοιχεία που ανταλλάσσονται κατά το πρώτο στάδιο της διαδικασίας του ελέγχου και τα βασικά στοιχεία που θα εξεταστούν σε περίπτωση συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Μέσω αυτής της διαδικασίας ελέγχονται τα πιο βασικά σημεία των εταιρειών-στόχων, και ενδεικτικά αναφέρονται τα επιχειρησιακά και λειτουργικά στοιχεία, η λειτουργία του τμήματος πληροφορικής (IT), η πολιτική ασφάλισης, τα στοιχεία του ενεργητικού και παράλληλα οι υποχρεώσεις/στοιχεία του παθητικού, τα χρηματοοικονομικά και φορολογικά στοιχεία, το ανθρώπινο δυναμικό και τα νομικής φύσεως στοιχεία.

Συνεπώς ο κατάλογος διαμορφώνεται ως εξής:

- Έγγραφα σχετικά με την συναλλαγή (Transaction Related Documents)

- Εταιρικά στοιχεία (Corporate Documents)
- Συμβάσεις και λοιπές συμφωνίες (Contracts and Agreements)
- Πελάτες, πωλήσεις και προώθηση/προβολή (Customers, Sales, and Marketing)
- Προμηθευτές (Procurement (Suppliers))
- Ιδιοκτησίες και εξοπλισμός (Property and Equipment)
- Περιβαλλοντικά στοιχεία (Environmental)
- Νομικά, δικονομικά και κανονιστικά στοιχεία (Legal, Litigation and Regulatory)
- Πνευματική ιδιοκτησία (Intellectual Property)
- Χρηματοοικονομικά (Financial)
- Φορολογικά (Tax)
- Διοίκηση ανθρωπίνων πόρων και εργαζόμενοι (HR and Employees)
- Ασφάλειες (Insurance)
- Λειτουργικά στοιχεία (Operations)
- Τεχνολογίες και τμήμα πληροφορικής (Information Technology)
- Κλαδικά στοιχεία και προβλέψεις (Industry and other) (Patel, 2019)

Η χρήση αυτού του καταλόγου συμβάλλει στην έγκαιρη οργάνωση των εγγράφων που απαιτούνται για τη διενέργεια του ενδεδειγμένου ελέγχου, και συνεπώς στην μείωση ή/και εξάλειψη πιθανών χρονικών καθυστερήσεων για την συγκέντρωσή τους.

Εξεταζόμενα Στοιχεία κατά τον Ενδεδειγμένο Έλεγχο

Η διαδικασία του ενδεδειγμένου ελέγχου είναι αρκετά απρόβλεπτη, υπό την έννοια ότι είναι αδύνατον να υπάρχει πρότερη γνώση όσων πιθανώς αποκαλυφθούν. Επίσης ο χρόνος που διατίθεται για την διεξαγωγή του ελέγχου είναι αρκετά μικρός αναλογικά με τον όγκο των υπό εξέταση παρεχόμενων για την εταιρεία-στόχο στοιχείων. Συνεπώς είναι κρίσιμη η πραγματοποίηση του ελέγχου με τρόπο διεξοδικό στον κατά το δυνατόν λιγότερο χρόνο (Lynch, n.d.).

Τα εξεταζόμενα στοιχεία στο στάδιο του ενδεδειγμένου ελέγχου είναι αρκετά συγκεκριμένα, όμως ποικίλλουν ανάλογα με τον τομέα δραστηριοποίησης, τη δομή της εταιρείας-στόχου, την γεωγραφική περιοχή δραστηριοποίησης ή ακόμη και τον ίδιο τον υποψήφιο αγοραστή. Κατά την υλοποίηση του ελέγχου τα κατά περίπτωση υπό εξέταση στοιχεία της εταιρείας-στόχου νοούνται ως αυτόνομοι τύποι ενδεδειγμένου ελέγχου, η ονομασία των οποίων προκύπτει από τον τομέα που ελέγχεται.

Εμπορικός Ενδεδειγμένος Έλεγχος (Commercial Due Diligence)

Ο εμπορικός ενδεδειγμένος έλεγχος είναι η διαδικασία που επικεντρώνεται στην αξιολόγηση της εμπορικής δραστηριότητας της εταιρείας-στόχου και στην εκτίμηση των μελλοντικών δυνατοτήτων της. Απαιτείται συνεπώς η σε βάθος κατανόηση του κλάδου δραστηριοποίησης και του τρόπου λειτουργίας της ίδιας της επιχείρησης-στόχου. Στο πλαίσιο του εμπορικού ελέγχου συνήθως δίνεται βάση σε στοιχεία όπως η θέση της εταιρείας στην αγορά (Market Due Diligence), η ανάπτυξη ως κομμάτι του κύκλου ζωής του κλάδου, η πελατειακή βάση, οι προμηθευτές της επιχείρησης και οι χρηματοοικονομικές επιδόσεις της (Lynch, n.d.). Ο σκοπός της διενέργειας του εμπορικού ελέγχου είναι να διερευνήσει διεξοδικά, να αξιολογήσει και να επιβεβαιώσει την θεμελιώδη στρατηγική

αιτιολόγηση και την ουσιαστική δημιουργία αξίας, που αποτελούν την βάση μιας συμφωνίας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Η σημασία του εμπορικού ελέγχου αρχικά φαίνεται από το γεγονός ότι παρέχει στον αγοραστή στοιχεία αναγκαία για την κατανόηση της υφιστάμενης κατάστασης της εταιρείας-στόχου, καθώς και της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητάς της. Η παρεχόμενη πληροφόρηση συμβάλλει στη διεξαγωγή των διαπραγματεύσεων και στην μετέπειτα λήψη αποφάσεων με κοινή βάση τα στοιχεία που δίδονται τόσο για την επιχείρηση-στόχο, όσο και για την αγορά και τον κλάδο δραστηριοποίησής της και παράλληλα αναδεικνύει δυνατότητες διαφοροποίησης και στρατηγικής επέκτασης, εφόσον υπάρχουν. Τέλος συμβάλλει στον εντοπισμό κινδύνων που προέρχονται από το εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον, ωθώντας τα δύο μέρη στην ανάληψη ενεργειών για την αντιμετώπιση των κινδύνων αυτών (The Ultimate Guide to Due Diligence in Mergers and acquisitions, 2022).

Για την υλοποίηση του εμπορικού τμήματος του ενδεδειχμένου ελέγχου ζητείται πληθώρα εγγράφων, για την αξιολόγηση και εξαγωγή ασφαλούς συμπεράσματος για τις εμπορικές δραστηριότητες, την θέση στην αγορά και τις προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας-στόχου.

Σε επίπεδο νομικών εγγράφων ζητούνται βασικά νομικά έγγραφα της επιχείρησης όπως το καταστατικό της (certificate of incorporation και bylaws). Ακόμη ζητούνται οι υφιστάμενες εκκρεμείς και ενεργές συμβάσεις, όπως συμβάσεις με πελάτες και προμηθευτές, συμβάσεις λειτουργίας, συμφωνίες εταιρικής σχέσης ή κοινοπραξίας και συμβάσεις εργασίας. Παράλληλα υποβάλλονται τα έγγραφα δικαστικών διαφορών, όπως το χρονοδιάγραμμα εκκρεμών αξιώσεων, μαζί με λοιπά έγγραφα σχετικά με το ιστορικό των δικαστικών διαφορών. Επίσης, παρέχονται τα έγγραφα που είναι σχετικά με τις τάσεις των πωλήσεων και τα δημογραφικά στοιχεία των πελατών, το ιστορικό σχετικά με τα πωληθέντα προϊόντα της εταιρείας και τις ολοκληρωμένες συναλλαγές.

Επιπλέον, υποβάλλονται τα έγγραφα για διπλώματα ευρεσιτεχνίας και εμπορικά σήματα και όποια άλλη πνευματική ιδιοκτησία. Τέλος, ζητούνται τυχόν υφιστάμενες Συμβάσεις Εμπιστευτικότητας αναφορικά με το εμπορικό απόρρητο.

Ειδικότερα ορισμένα από τα έγγραφα που εξετάζονται είναι:

Για την επισκόπηση της αγοράς, αρχικά ελέγχονται, εφόσον υπάρχουν, έγγραφα που αφορούν τις βασικές κινητήριες δυνάμεις στην αγορά και την ανάπτυξή της. Παράλληλα ελέγχονται το μέγεθος και ο τρόπος διαμοιρασμού των τμημάτων της αγοράς, συμπεριλαμβανομένων των ειδικών τάσεων για τον κλάδο, της ζήτησης, των συνθηκών και των απειλών, διαχωρισμένα στο κάθε τμήμα της αγοράς. Επίσης ελέγχονται ο τρόπος λειτουργίας της αγοράς, οι δυνατότητες μελλοντικού μετασχηματισμού της και τα υφιστάμενα περιθώρια κέρδους για την μελλοντική βιωσιμότητα του επιχειρήματος. Τέλος ελέγχονται τα στοιχεία που υπάρχουν για τους βασικούς ανταγωνιστές της εταιρείας-στόχου, και πιο συγκεκριμένα το προφίλ, οι μοναδικές προτάσεις (προϊόντα) πώλησης, καθώς και η πελατειακή βάση.

Για τον έλεγχο νομικών ζητημάτων εξετάζονται έγγραφα που αφορούν πολιτικές και πρότυπα συμπεριφοράς που αφορούν στην κανονιστική συμμόρφωση της εταιρείας-στόχου. Επιπλέον ελέγχονται έγγραφα που αφορούν τυχόν νομικές διαφορές, καθώς και νομικές εντολές, όπως δικαστικές αποφάσεις, ασφαλιστικά μέτρα, διατάγματα και διακανονισμοί. Έπειτα, εξετάζονται συμφωνίες αδειοδότησης, συμπεριλαμβανομένων τυχόν κρατικών αδειών, αδειών και συμφωνιών δικαιόχρησης, καθώς και συμβάσεις χρηματοδότησης, δάνεια και πιστωτικές γραμμές.

Στο επίπεδο ελέγχου πελατών, πωλήσεων και μάρκετινγκ αξιολογούνται πρωτίστως έγγραφα που αφορούν στο προφίλ και τις εμπειρίες των πελατών της επιχείρησης και δευτερευόντως έγγραφα

αναφορικά με τις στρατηγικές μάρκετινγκ, για τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της εταιρείας, και έγγραφα για τις δαπάνες των στρατηγικών αυτών.

Για την καλύτερη κατανόηση της εταιρικής οντότητας αναζητούνται και ελέγχονται γενικές πληροφορίες αναφορικά με το προφίλ της εταιρείας-στόχου, συμπεριλαμβανομένων των αξιών, της επιχειρηματικής αποστολής και του οράματος. Επιπλέον, εξετάζονται και οι τοποθεσίες όπου ασκείται η δραστηριότητά της. Τέλος, εξετάζονται τα σχετικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρείας έγγραφα, συμπεριλαμβανομένων λεπτομερειών σχετικά με τους διευθυντές, τους μετόχους, καθώς και τις αντίστοιχες συμφωνίες και τα δικαιώματά τους στην εταιρεία.

Χρηματοοικονομικός Ενδεδεχός Έλεγχος (Financial Due Diligence)

Αυτό το τμήμα του ενδεδεχούς ελέγχου επικεντρώνεται στην επιβεβαίωση των οικονομικών επιδόσεων της επιχείρησης, όπως αυτές παρουσιάζονται στα διάφορα έγγραφά της. Αποτελεί ένα από τα πλέον τεχνικά τμήματα του ενδεδεχούς ελέγχου και πολλές φορές συνδέεται με την έννοια του λογιστικού ελέγχου (Audit). Οι χρηματοοικονομικές επιδόσεις συμπεριλαμβάνονται και στον εμπορικό έλεγχο, αλλά στον Χρηματοοικονομικό ενδεδεχό έλεγχο μεταβάλλεται το επίκεντρο του ελέγχου, που πλέον είναι οι λεπτομέρειες που υποστηρίζουν τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες που αξιολογούνται κατά τον εμπορικό έλεγχο. Ενδεικτικά, πέραν των οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων, μπορεί να ζητηθούν οι υποστηρικτικοί πίνακες, δοκιμαστικά ισοζύγια, τραπεζικές καταστάσεις και άλλα (Lynch, n.d.).

Ο κύριος στόχος του Χρηματοοικονομικού ενδεδεχούς ελέγχου είναι η κατάρτιση μελλοντικών προβλέψεων, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη τους πιθανούς κινδύνους. Μία βασική πτυχή του Χρηματοοικονομικού ελέγχου περιλαμβάνει τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων, των λογιστικών πολιτικών, των περιουσιακών στοιχείων, των χρεών, των φορολογικών υποχρεώσεων, των ταμειακών ροών και των προβλέψεων για την επαλήθευση της ακρίβειας και της ειλικρίνειάς τους.

Κατά τον Χρηματοοικονομικό ενδεδεχό έλεγχο εξετάζονται στοιχεία, όπως ο ισολογισμός, η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και η κατάσταση ταμειακών ροών, μαζί με οποιαδήποτε άλλα σχετικά οικονομικά έγγραφα για διάστημα από τρία έως και πέντε έτη. Οι πληροφορίες που αποκτώνται κατά τη διάρκεια του χρηματοοικονομικού ελέγχου χρησιμοποιούνται για την τελική αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας-στόχου, την ικανότητά της να αποπληρώσει τα χρέη της και να χρηματοδοτήσει τις μελλοντικές της δραστηριότητες. Επιπρόσθετα χρησιμοποιούνται στην αξιολόγηση του κινδύνου της εταιρείας-στόχου. Κατά τη διενέργεια του ελέγχου, χρησιμοποιείται η μέθοδος της κανονικοποίησης, με την οποία εξομαλύνονται τυχόν έκτακτα γεγονότα που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια του έτους, όμως δεν συμβαίνουν σε κάθε οικονομικό έτος, όπως η πώληση κάποιου στοιχείου. Με τον τρόπο αυτό τα αποτελέσματα που προκύπτουν αποτυπώνουν την τάση της επιχείρησης σε σχέση με την εμπορική δραστηριότητά της και όχι σε σχέση με κάποιο τυχαίο ή μεμονωμένο γεγονός. Επιπροσθέτως κατά τον έλεγχο υπάρχει η περίπτωση στοιχεία που μπορεί να θεωρούνται ως οφειλή ή υποχρέωση (παραδείγματος χάριν τα έσοδα που εισπράττονται προκαταβολικά, οι υποχρεώσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης και οι δεδουλευμένοι τόκοι) να αναταξινομούνται και να κατατάσσονται ως χρέος. Αυτή η ανακατάταξη στην πραγματικότητα συμβαίνει διότι πολλές συμβάσεις πραγματοποιούνται υπό το καθεστώς χωρίς μετρητά και χωρίς χρέος (cash-free debt-free basis) (Khan, 2022).

Η σπουδαιότητα του Χρηματοοικονομικού ενδεδεχόμενου ελέγχου είναι εμφανής αρχικά από το γεγονός ότι τα δύο μέρη αποκτούν τεκμηριωμένη άποψη για την οικονομική κατάσταση της εταιρείας-στόχου και συνεπώς έχουν τη δυνατότητα να λάβουν μία απόφαση με βάση συγκεκριμένα στοιχεία. Επιπλέον η κατανόηση των πραγματικών οικονομικών επιδόσεων και της πιθανής μελλοντικής κατάστασης της επιχείρησης μπορεί να συμβάλει στην βιωσιμότητα ή μη της συνένωσης. Τέλος, η διαδικασία του Χρηματοοικονομικού ενδεδεχόμενου ελέγχου παρέχει κρίσιμες πληροφορίες που βοηθούν στον καθορισμό μιας δίκαιης τιμής για την αγορά της εταιρείας-στόχου και διασφαλίζεται ότι η συμφωνία αγοράς περιέχει τις απαραίτητες εγγυήσεις και δηλώσεις.

Ο κατάλογος του Χρηματοοικονομικού ενδεδεχόμενου ελέγχου στις συγχωνεύσεις και εξαγορές περιλαμβάνει πρωτίστως τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις, όπως η κατάσταση ταμειακών ροών, ο ισολογισμός, η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και οι υποσημειώσεις, που καλύπτουν τα τελευταία τρία έως πέντε έτη. Αυτές θα πρέπει να συνοδεύονται από έκθεση ελεγκτή και τριμηνιαίες και ετήσιες καταστάσεις. Επικουρικά ζητούνται και οι μη ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις. Τέλος αναγκαίες για τον χρηματοοικονομικό έλεγχο είναι και οι προβλέψεις, οι οποίες θα πρέπει να περιλαμβάνουν έσοδα ανά τύπο προϊόντος, πελάτη και μέθοδο πώλησης, καθώς και την καταγραφή των μετρητών στο ταμείο (The Ultimate Guide to Due Diligence in Mergers and acquisitions, 2022).

Ανάλυση του ελέγχου στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις :

- Κατάσταση αποτελεσμάτων (Income Statement)

Στην κατάσταση αποτελεσμάτων, πλέον κατάσταση οικονομικής θέσης, αρχικά ελέγχεται η μεταβλητότητα των κερδών μεταξύ των υπό εξέταση περιόδων και, εφόσον διαπιστωθεί, αξιολογούνται οι αιτίες της μεταβλητότητας και η πιθανότητα επανάλιψης στο μέλλον. Εν συνεχεία εξετάζονται διεξοδικά τα έξοδα και στους τομείς όπου θεωρείται ότι είναι υψηλά (παραδείγματα χάριν μισθοδοσία, έξοδα μάρκετινγκ κ.α.), διερευνώνται οι αιτίες. Έπειτα, αξιολογείται η ποιότητα των κερδών και η προέλευσή τους. Πιο συγκεκριμένα ελέγχεται εάν τα έσοδα προέρχονται από έναν πελάτη ή μία πηγή ή εάν υπάρχουν περισσότεροι πελάτες και πηγές, οπότε δεν υπάρχει κίνδυνος για κατάρρευση των εσόδων. Τέλος, πραγματοποιείται έλεγχος για την ύπαρξη καταγραφής τυχόν έκτακτων γεγονότων, ενώ και η εταιρεία-στόχος στα πλαίσια της πλήρους γνωστοποίησης (full disclosure) μπορεί να επιστήσει την προσοχή του υποψήφιου αγοραστή στα έκτακτα στοιχεία που επηρεάζουν τα λειτουργικά έσοδα.

- Ισολογισμοί (Balance Sheets)

Στον ισολογισμό της επιχείρησης-στόχου αρχικά αξιολογούνται εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία της, δηλαδή τα στοιχεία που είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα. Έπειτα αξιολογείται η τιμή πώλησής τους και η απόκλιση της σε σχέση με την λογιστική αξία του εξοπλισμού στον ισολογισμό. Επιπλέον εξετάζονται και όλα τα εμπορεύσιμα στοιχεία που δεν βρίσκονται σε χρήση για τις συνήθεις δραστηριότητες της επιχείρησης, όπως διπλώματα ευρεσιτεχνίας και αχρησιμοποίητα ακίνητα, καθώς αυτά τα στοιχεία μπορεί δυνητικά να δημιουργήσουν επιπρόσθετη αξία για τον αγοραστή. Τέλος, δίδεται έμφαση στην αξιολόγηση του δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια (debt-to equity ratio). Ο δείκτης αξιολογείται σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη του κλάδου, αλλά και του αγοραστή. Είθισται ως το ιδανικό αποτέλεσμα να θεωρείται όταν η εταιρεία-στόχος έχει λιγότερο χρέος από την αγοράστρια εταιρεία.

- Κατάσταση ταμειακών ροών (Cash Flow Statements)

Στην κατάσταση ταμειακών ροών αρχικά ελέγχεται το ποσό σε μετρητά που παράγεται σε ετήσια βάση μετά την κάλυψη όλων των εξόδων χρηματοδότησης και επένδυσης, και εάν το ποσό

αυτό τείνει να μηδενίσει, τότε χρειάζεται περαιτέρω διερεύνηση. Έπειτα ελέγχεται η ποιότητα των ταμειακών ροών. Πιο συγκεκριμένα σε περίπτωση θετικών ταμειακών ροών ελέγχεται εάν η θετική τιμή προέρχεται από αύξηση στις λειτουργικές ταμειακές ροές ή σε έκτακτο γεγονός, όπως πώληση περιουσιακών στοιχείων. Τέλος, πραγματοποιείται ανάλυση ευαισθησίας στις ταμειακές ροές, για να διαπιστωθεί, εάν σε περίπτωση μείωσης των λειτουργικών ταμειακών ροών, η εταιρεία θα διατηρούσε την φερεγγυότητά της (Patel, 2021).

Λογιστικός Ενδελεχής Έλεγχος (Accounting Due Diligence)

Ο Λογιστικός ενδελεχής έλεγχος λειτουργεί σε συνέχεια ή ως υποκατηγορία του Χρηματοοικονομικού ενδελεχούς ελέγχου. Με αυτήν την λογική αποτελεί την συνέχεια της αξιολόγησης της οικονομικής υγείας και των επιδόσεων της εταιρείας-στόχου, συμπεριλαμβανομένων πλέον και των φορολογικών αρχείων, των λογιστικών συστημάτων, καθώς και των εσωτερικών ελέγχων της. Πιο συγκεκριμένα τα στοιχεία που εξετάζονται αφορούν τα περιουσιακά στοιχεία, τα χρέη και τις πιστώσεις, τα περιθώρια κέρδους, τις εκτιμήσεις και τα σχέδια με βάση τις προβλέψεις και τέλος τις βάσεις των προβλέψεων αυτών (O'Brien, 2022).

Ως συνέχεια του χρηματοοικονομικού ελέγχου ο λογιστικός συμπεριλαμβάνει στον κατάλόγό του και το γενικό καθολικό, συνοδευόμενο από το χρονοδιάγραμμα των εισπρακτέων και των πληρωτέων λογαριασμών, ιδίως χρονοδιάγραμμα για τυχόν ληξιπρόθεσμους ή απλήρωτους λογαριασμούς, που ενδέχεται να επηρεάσουν την κερδοφορία της εταιρείας. Σημείο ελέγχου αποτελεί και η αλληλογραφία του ελεγκτή για τα τελευταία πέντε έτη, συμπεριλαμβανομένων όλων των επιστολών στους εκπροσώπους της διοίκησης, και ειδικά των επιστολών σχετικά με τους λογιστικούς ελέγχους της εταιρείας-στόχου. Πραγματοποιείται έλεγχος στο μητρώο περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνει αντίγραφο ενημερωμένης φυσικής απογραφής των περιουσιακών στοιχείων και του εξοπλισμού. Τέλος αξιολογούνται, φορολογικές πληροφορίες, όπως φορολογικές δηλώσεις, καταθέσεις φόρων κατανάλωσης, έγγραφα φορολογικών διακανονισμών για τα τελευταία τρία έτη και ένα χρονοδιάγραμμα των μη δηλωθέντων φορολογικών υποχρεώσεων (Succession Resource Group, 2022).

Λογιστικός ενδελεχής έλεγχος στα περιουσιακά στοιχεία

Πιο συγκεκριμένα για τον έλεγχο των περιουσιακών στοιχείων εξετάζεται αρχικά ο κατάλογος με το σύνολο των ακινήτων που ανήκουν ή μισθώνονται από την εταιρεία. Ειδικότερα, συλλέγονται και εξετάζονται αντίγραφα συμβολαίων τίτλων, συμφωνιών ενοικίασης, υποθηκών, εγκρίσεων χωροθέτησης ή άλλων εγγράφων ιδιοκτησίας. Με τον τρόπο αυτό επιβεβαιώνεται η κατάσταση που αφορά τα ακίνητα, τα οποία ανήκουν στην υπό εξέταση επιχείρηση. Παράλληλα απαριθμούνται τα φυσικά περιουσιακά στοιχεία με την μορφή μηχανημάτων και εξοπλισμού (ιδιόκτητων, μισθωμένων ή εκμισθωμένων) που κατέχει η εταιρεία στόχος. Τέλος, είναι χρήσιμο να ζητηθεί περίληψη των ετήσιων δαπανών που σχετίζονται με την συντήρηση όλων των ακινήτων και των φυσικών περιουσιακών στοιχείων (Succession Resource Group, 2022).

Λογιστικός ενδελεχής έλεγχος στα φορολογικά στοιχεία

Ο έλεγχος στα φορολογικά στοιχεία παρέχει μία ένδειξη του τρόπου με τον οποίο η εταιρεία-στόχος έχει αξιοποιήσει την φορολογική διαδικασία στο παρελθόν. Αυτό θα βοηθήσει επίσης στον εντοπισμό σημείων που χρήζουν προσοχής αναφορικά με την οικονομική της κατάσταση. Θα πρέπει να λαμβάνονται φορολογικές δηλώσεις μιας εταιρείας τουλάχιστον τριών ετών,

συμπεριλαμβανομένων των εγχώριων και ξένων φόρων. Ο αγοραστής θα πρέπει επίσης να ζητήσει τις φορολογικές δηλώσεις απασχόλησης, τις δηλώσεις φόρου κατανάλωσης και τα έγγραφα φορολογικών διακανονισμών της ίδιας χρονικής περιόδου (Succession Resource Group, 2022). Ουσιαστικά κατά τη διενέργεια αυτού του ελέγχου, εξετάζεται ο κάθε φόρος στον οποίο υπόκειται η εταιρεία-στόχος και διασφαλίζεται ο ορθός υπολογισμός τους χωρίς πρόθεση υποεκτίμησης των φόρων. Για τον έλεγχο στα φορολογικά στοιχεία εξετάζονται αρχικά οι επίσημες δηλώσεις φόρου εισοδήματος και φόρου επί των πωλήσεων, οι υποβληθείσες δηλώσεις παρακρατούμενων φόρων και οποιονδήποτε άλλων φορολογικών υποχρεώσεων των τελευταίων τριών έως πέντε ετών. Αντικείμενο ελέγχου είναι και η οιαδήποτε μη συνηθισμένη ή αμφισβητήσιμη αλληλεπίδραση με τις φορολογικές αρχές έχει συμβεί στο παρελθόν.

Επιπλέον εξετάζεται η τεκμηρίωση σχετικά με τις καθαρές λειτουργικές ζημίες ή τυχόν αχρησιμοποίητες πιστωτικές μεταβιβάσεις εκπτώσεων ή πιστώσεων φόρου. Τέλος, ελέγχονται στοιχεία των επίσημων φορολογικών αρχών για τυχόν εκκρεμείς φόρους και φορολογικές υποθέσεις (Corporate Finance Institute, n.d.).

Ο κατάλογος του Λογιστικού ενδεδειγμένου ελέγχου στις συγχωνεύσεις και εξαγορές χωρίζεται σε πέντε κατηγορίες που αφορούν τον έλεγχο σε : οικονομικές πληροφορίες, πωλήσεις και επιστροφές, εγκαταστάσεις, περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις της εταιρείας.

Συγκεκριμένα ο κατάλογος διαμορφώνεται ως εξής:

Οικονομικές πληροφορίες

Για αυτήν την υποκατηγορία του ελέγχου πρέπει να εξεταστεί το σύνολο των δεδομένων για την ασφαλή αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης-στόχου:

- Εκθέσεις ελέγχου για τα τελευταία τρία έως πέντε έτη για την ανάλυση του ενεργητικού και του παθητικού της εταιρείας.
- Φορολογικές δηλώσεις των τελευταίων τριών έως πέντε ετών, για την ανάλυση εσόδων και εξόδων, κερδών και ζημιών.
- Καταστάσεις ταμειακών ροών για τα τελευταία τρία έως πέντε έτη, για τον έλεγχο όλων των ταμειακών εισροών και εκροών.
- Διαφοροποιήσεις της καθαρής αξίας, της αγοραίας αξίας και της αξίας εκκαθάρισης κατά τα τελευταία τρία έως πέντε έτη.
- Κεφαλαιοποίηση της εταιρείας κατά τα τελευταία τρία έως πέντε έτη και σύγκριση με ανταγωνιστικούς οργανισμούς.
- Ποσό τόκων κατά τα τελευταία τρία έως πέντε έτη.

Επιπλέον ελέγχονται και ορισμένοι από τους πιο σημαντικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες:

- Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων για τα τελευταία τρία έως πέντε έτη (Inventory turnover ratio).
- Απόδοση ενεργητικού (Return on assets), που δείχνει το επίπεδο αποτελεσματικότητας στην απόκτηση κέρδους από τους πόρους της εταιρείας.
- Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (Return on equity), δηλαδή καθαρό εισόδημα διαιρούμενο με τα ίδια κεφάλαια των μετόχων.
- Αναλογία τιμής προς κέρδη (Price-to-earnings ratio).
- Δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (Debt-to-equity ratio), που δείχνει πόσο χρέος υπάρχει σε σύγκριση με το ενεργητικό.
- Κύκλος εργασιών ενεργητικού (Asset turnover), που δείχνει πόσες πωλήσεις δημιουργήθηκαν από κάθε χρηματική μονάδα του ενεργητικού της εταιρείας.

- Αναλογία αποθεμάτων προς πωλήσεις (Inventory-to-sales ratio) (What is Financial Due Diligence & How To Do It, n.d.).

Πωλήσεις και επιστροφές

Για αυτήν την υποκατηγορία του ελέγχου πρέπει να υπάρχει διαθέσιμη, στο μηχανογραφικό σύστημα, λεπτομερής πληροφόρηση για τα ακόλουθα:

- Δεδομένα της αγοράς.
- Καταγραφές κερδών των τελευταίων πέντε ετών.
- Σύγκριση κερδών με ανταγωνιστικές εταιρείες κατά την τελευταία πενταετία.
- Ακαθάριστες και καθαρές πωλήσεις κατά τα τελευταία τρία έως πέντε έτη.
- Ποσοστά απόδοσης ιδίων κεφαλαίων.
- Δαπάνες πώλησης κατά τα τελευταία πέντε έτη.
- Σύγκριση πωλήσεων με ανταγωνιστικές εταιρείες κατά την τελευταία πενταετία.

Εγκαταστάσεις

Η συγκεκριμένη ακριβής πληροφόρηση συμβάλλει στην εκτίμηση των μελλοντικών δαπανών και των αξιών μεταπώλησης ακινήτων. Τα απαραίτητα για τον έλεγχο έγγραφα περιλαμβάνουν:

- Περιγραφές ακινήτων.
- Τοποθεσία όλων των ακινήτων που κατέχει η εταιρεία.
- Αποτίμηση της ακίνητης περιουσίας.
- Κόστος κατά την αγορά.
- Εκτιμήσεις φόρου ακίνητης περιουσίας.
- Ηλικία και κατάσταση των κτιρίων.
- Στοιχεία όλων των ασφαλίσεων.
- Συντελεστές απόσβεσης κτιρίου.
- Ετήσιο κόστος συντήρησης για όλα τα ακίνητα.
- Περιγραφή εξοπλισμού.
- Αποτίμηση του εξοπλισμού.
- Κόστος κατά την απόκτησή του.
- Ηλικία και κατάσταση του εξοπλισμού.
- Στοιχεία ασφαλίσεων.
- Συντελεστές απόσβεσης του εξοπλισμού.
- Ετήσιο κόστος συντήρησης για όλο τον εξοπλισμό.
- Δαπάνες για εγκαταστάσεις (συντήρηση, νέα απόκτηση) κατά τα τελευταία τρία έως πέντε έτη.
- Τυχόν προβλήματα με τις εγκαταστάσεις κατά τα τελευταία τρία έως πέντε έτη.
- Όλες οι νέες αγορές κατά τα τελευταία τρία έως πέντε έτη.
- Τυχόν συμφωνίες υπεκμίσθωσης με άλλα μέρη.

Περιουσιακά στοιχεία

Οι πληροφορίες που χρειάζονται για τη διενέργεια του ελέγχου διαμορφώνονται ως εξής:

- Πληροφόρηση για ολόκληρο το απόθεμα και την θέση του αποθέματος.
- Κατάλογος πρώτων υλών.
- Κατάλογος των εργασιών σε εξέλιξη (Works in Progress).
- Κατάλογος τελικών προϊόντων.
- Το σύστημα καθορισμού των τιμών τους.
- Το σύστημα λογιστικής τήρησης των λογαριασμών τους.

- Τα εμπορικά σήματα, τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας και τα πνευματικά δικαιώματα.
- Ο δείκτης ταμειακών διαθεσίμων/ταμειακών ισοδυνάμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.
- Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων.
- Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού.

Υποχρεώσεις της Εταιρείας:

Για τον έλεγχο των υποχρεώσεων την εταιρείας-στόχου εξετάζονται τα κάτωθι στοιχεία:

- Το σύνολο των νομικών υποχρεώσεων της εταιρείας.
- Τρέχουσα και προηγούμενη φορολογική κατάσταση σε σχέση με κρατικές υποχρεώσεις για τρία έως πέντε έτη και πληρωμές που έχουν γίνει ή εκκρεμούν.
- Όροι και ανεξόφλητα ποσά μακροπρόθεσμων ή/και βραχυπρόθεσμων δανείων.
- Αναλογία χρέους προς ίδια κεφάλαια.
- Όροι και ανεξόφλητα ποσά ομολόγων.
- Καθυστερήσεις τόκων και μερισμάτων.
- Ενδεχόμενες υποχρεώσεις.
- Τυχόν ζημιές των τελευταίων ετών (Tripathi, 2020).

Νομικός Ενδελεχής Έλεγχος

Ο νομικός ενδελεχής έλεγχος περιλαμβάνει την συλλογή και αξιολόγηση του συνόλου των νομικών εγγράφων και των πληροφοριών που σχετίζονται με την εταιρεία-στόχο, και την εξέτασή τους για τον εντοπισμό πιθανών υφιστάμενων και μελλοντικών νομικών κινδύνων. Ουσιαστικά κατά τη διάρκεια της διαδικασίας του νομικού ελέγχου, η αγοράστρια εταιρεία μπορεί να εντοπίσει εάν η εταιρεία-στόχος έχει εν εξελίξει νομικές διαδικασίες και να κατανοήσει το είδος των σχετικών διαδικασιών. Παράλληλα διερευνά τις συμβατικές υποχρεώσεις της εταιρείας-στόχου, που προκύπτουν από συμβάσεις με άλλες εταιρείες για τυχόν νομικούς περιορισμούς και άλλες δεσμεύσεις.

Ο νομικός ενδελεχής έλεγχος περιέχει εκτός των άλλων και τον έλεγχο περί πνευματικής ιδιοκτησίας (Intellectual property due diligence), που εστιάζει κυρίως στην εξέταση και αξιολόγηση των περιουσιακών στοιχείων πνευματικής ιδιοκτησίας της εταιρείας-στόχου, όπως διπλώματα ευρεσιτεχνίας, εμπορικά σήματα, πνευματικά δικαιώματα και εμπορικά μυστικά. Σε πρακτικό επίπεδο αξιολογείται η ισχύς και η εγκυρότητα της πνευματικής ιδιοκτησίας της επιχείρησης-στόχου και εντοπίζονται πιθανές παραβιάσεις ή ασυμφωνίες σχετικά με την πνευματική ιδιοκτησία που δηλώνει η εταιρεία ότι έχει στην κατοχή της.

Τα έγγραφα που απαιτούνται για την υλοποίηση του νομικού ενδελεχούς ελέγχου, χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες : στις συμβάσεις, στα επιχειρησιακά έγγραφα και στα έγγραφα που αφορούν δικαστικές διαφορές. Πιο συγκεκριμένα αρχικά ελέγχονται τα επιχειρησιακά έγγραφα και ειδικότερα το καταστατικό, καθώς και εξειδικευμένες συμβάσεις με μετόχους, που αφορούν τη διαχείριση και την ιδιοκτησία της εταιρείας. Έπειτα εξετάζονται οι πάσης φύσεως συμβάσεις που έχει υπογράψει η εταιρεία-στόχος. Ως τέτοιες θεωρούνται οι συμβάσεις με πελάτες και προμηθευτές, οι εγγυήσεις και οι πιστωτικές συμφωνίες, οι άδειες χρήσης και οι συμφωνίες απασχόλησης και αποζημιώσεων. Τέλος αξιολογούνται τα έγγραφα από προηγούμενες ή εκκρεμείς νομικές υποθέσεις (The Ultimate Guide to Due Diligence in Mergers and acquisitions, 2022).

Το τελευταίο τμήμα του νομικού ελέγχου αφορά τον έλεγχο για τυχόν υφιστάμενα ρυθμιστικά ή αντιμονοπωλιακά ζητήματα. Για να διαπιστωθεί εάν υπήρξαν προηγούμενα ρυθμιστικά ή αντιμονοπωλιακά ζητήματα με την εταιρεία-στόχο, ζητείται κατάλογος με την ανάλυση των θεμάτων αυτών. Μία επιχείρηση θα πρέπει να εξετάσει το ενδεχόμενο επανελέγχου των αντιμονοπωλιακών νόμων για να εξακριβώσει ότι η εν λόγω συνένωση μέσω συγχώνευσης ή εξαγοράς δεν θα οδηγήσει σε πρόσθετα αντιμονοπωλιακά ζητήματα.

Ενδελχής Έλεγχος Τεχνολογιών και Τμήματος Πληροφορικής (Technology and IT Due Diligence)

Σε αυτόν τον τύπο ενδελχούς ελέγχου εξετάζεται κατά κύριο λόγο το ζήτημα της υποδομής του τμήματος πληροφορικής και πραγματοποιείται από εξειδικευμένους προγραμματιστές λογισμικών (Mukherjee, 2018).

Συγκεκριμένα αναζητούνται τυχόν διαφορές στην τεχνολογία και το επίπεδο πολυπλοκότητας των σε χρήση συστημάτων, μεταξύ των δύο εταιρειών, καθώς μπορεί να καταστήσουν αδύνατη την εφαρμογή μιας τυποποιημένης διαδικασίας. Μία εταιρεία της οποίας οι δραστηριότητες εξαρτώνται από την τεχνολογία ή αφορούν την ανάπτυξη νέας τεχνολογίας, πρέπει να αξιολογεί την υποδομή του τμήματος πληροφορικής και τα συστήματα που αυτό υποστηρίζει με βάση τρία κριτήρια. Τα κριτήρια αφορούν την υφιστάμενη ικανότητα (Current Capability), τις ικανότητες κλίμακας (Capacity to Scale) και το επίπεδο ασφάλειας ή κινδύνου (Risk (Security)), ανάλογα με την οπτική. Τα στοιχεία που εξετάζονται κατά τη διάρκεια του ελέγχου αφορούν αρχικά τις επιχειρησιακές εφαρμογές, όπως τα προγράμματα Διαχείρισης επιχειρησιακών πόρων (ERP), τα προγράμματα για διαχείριση της εφοδιαστικής αλυσίδας (SCM) και τα προγράμματα διαχείρισης πελατειακών σχέσεων (CRM), και τις υποδομές του δικτύου. Επιπλέον ελέγχεται το προσωπικό του τμήματος πληροφορικής και το οργανόγραμμά του. Παράλληλα καταρτίζεται ένας κατάλογος όλου του εν ενεργεία εξοπλισμού (hardware) και λογισμικού (software). Επιπρόσθετα, εξετάζεται η ικανότητα δημιουργίας αντιγράφων ασφαλείας και ανάκτησης δεδομένων. Τέλος ελέγχεται το επίπεδο ασφάλειας της επιχείρησης στον κυβερνοχώρο και στο δίκτυο και το επίπεδο εκπαίδευσης και συνεχούς κατάρτισης του συνόλου του προσωπικού αναφορικά με ζητήματα ασφαλείας (Lynch, n.d.).

Για τον ενδελχή έλεγχο τεχνολογίας τα εξεταζόμενα στοιχεία αφορούν αρχικά όλα τα έγγραφα που είναι σχετικά με την αρχιτεκτονική του προϊόντος, την υποδομή και τους διακομιστές. Επιπλέον ελέγχονται τυχόν υφιστάμενες εκθέσεις σχετικά με την ποιότητα του κώδικα και ειδικότερα τα έγγραφα προϊόντων και υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένων των αρχιτεκτονικών διαγραμμάτων, της αρχιτεκτονικής του λογισμικού και των εσωτερικών λειτουργιών του. Παράλληλα αναζητούνται όλα τα έγγραφα που αφορούν την πνευματική ιδιοκτησία, συμπεριλαμβανομένων αδειών χρήσης, αιτήσεων διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, αρχείων παραβιάσεων πνευματικής ιδιοκτησίας και κανονιστικής συμμόρφωσης σε θέματα πνευματικής ιδιοκτησίας. Τέλος, εξετάζονται τα έγγραφα που αφορούν τους μηχανισμούς ασφαλείας και τα πλαίσια-πρωτόκολλα ανάπτυξης τεχνολογίας.

Ο κατάλογος ενδελχούς ελέγχου τεχνολογιών και τμήματος πληροφορικής περιλαμβάνει τα έγγραφα που αναφέρονται στις τεχνολογικές στρατηγικές ανάπτυξης, την υποδομή του τμήματος πληροφορικής και τις τεχνολογικές διαδικασίες. Παράλληλα περιλαμβάνει τα έγγραφα πνευματικής ιδιοκτησίας, και ειδικότερα της κυριότητας και των αδειών χρήσης.

Τέλος, περιλαμβάνει τις συμβάσεις εργασίας του τεχνικού προσωπικού (The Ultimate Guide to Due Diligence in Mergers and acquisitions, 2022).

Ενδελεχής Έλεγχος της Διοίκησης (Management Due Diligence)

Ο ενδελεχής έλεγχος της διοίκησης αποτελεί ένα ιδιαίτερο τμήμα της συνολικής διαδικασίας του ενδελεχούς ελέγχου, δεδομένου ότι αφορά τα άτομα που φέρουν θέσεις ευθύνης στην εταιρεία-στόχο και είναι αδύνατον ο έλεγχος να είναι πραγματικά διεξοδικός. Είναι συνεπώς συνετό σε όλη τη διάρκεια της διαδικασίας του ενδελεχούς ελέγχου να υπάρχει αρχικά γνωριμία με τα μέλη της διοικητικής ομάδας, και εν συνεχεία στενή συνεργασία. Η προσωπική επαφή και οι συνεδρίες ερωτήσεων και απαντήσεων για την άντληση πληροφοριών σχετικά με την εταιρεία-στόχο είναι η πλέον άμεση μορφή ελέγχου. Ως μία άλλη εναλλακτική μπορεί να χρησιμοποιηθεί η επιλογή ανάθεσης σε εξωτερικό συνεργάτη του καθήκοντος ελέγχου του ιστορικού (background check) των εργαζομένων που κατέχουν διοικητικές θέσεις.

Περιβαλλοντικός Ενδελεχής Έλεγχος

Ο περιβαλλοντικός ενδελεχής έλεγχος ουσιαστικά εξετάζει τους περιβαλλοντικούς κινδύνους και τις ανησυχίες που επηρεάζουν την εμπορική ιδιοκτησία, περιλαμβάνει μία ολοκληρωμένη επισκόπηση του ιστορικού του χώρου λειτουργίας της επιχείρησης, των τρεχουσών δραστηριοτήτων της και των γειτονικών περιοχών για τον εντοπισμό τυχόν υφιστάμενων ή δυνητικών περιβαλλοντικών κινδύνων ή και υποχρεώσεων που μπορεί να επηρεάσουν την ιδιοκτησία ή την επιχείρηση-στόχο.

Τα έγγραφα που πρέπει να εξεταστούν κατά τον περιβαλλοντικό έλεγχο περιέχουν ιστορικά αρχεία, συμπεριλαμβανομένων αεροφωτογραφιών, ιστορικών τοπογραφικών χαρτών, χαρτών πυρασφάλειας. Επιπλέον περιλαμβάνουν αρχεία με ρυθμιστικά στοιχεία, όπως περιβαλλοντικοί κανονισμοί και νόμοι σε τοπικό και κρατικό επίπεδο και τα αντίστοιχα έγγραφα από περιβαλλοντικούς ελέγχους και αξιολογήσεις (The Ultimate Guide to Due Diligence in Mergers and acquisitions, 2022).

Λοιποί Τύποι Ενδελεχούς Ελέγχου

Τα εξεταζόμενα στοιχεία του ενδελεχούς ελέγχου μπορούν δυνητικά να λάβουν υπόψη και άλλα τμήματα των εταιρειών, και να αποκτήσουν τις αντίστοιχες ονομασίες, γεγονός που συμβαίνει σε ορισμένες περιπτώσεις και πάντα σε σχέση με το είδος και την φύση των δραστηριοτήτων της εταιρείας-στόχου. Κάποια εξ αυτών αναφέρονται στη διαχείριση προσωπικού, σε κοινωνικά και ηθικά ζητήματα κ.α.

Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Αριθμοδεικτών ως Τμήμα του Λογιστικού Ενδελεχούς Ελέγχου

Τμήμα του λογιστικού ενδελεχούς ελέγχου αποτελεί η εξέταση των αριθμοδεικτών της επιχείρησης. Η χρήση των αριθμοδεικτών κατά τη διενέργεια του ενδελεχούς ελέγχου εξυπηρετεί δύο

βασικούς σκοπούς. Ο πρώτος είναι η παρακολούθηση των επιδόσεων της εταιρείας. Ουσιαστικά ο προσδιορισμός των επιμέρους χρηματοοικονομικών δεικτών ανά περίοδο και η παρακολούθηση της μεταβολής των τιμών τους με την πάροδο του χρόνου γίνεται για τον εντοπισμό τάσεων που μπορεί να αναπτύσσονται σε μία εταιρεία. Για παράδειγμα, ένας αυξανόμενος δείκτης χρέους προς ενεργητικό μπορεί να υποδηλώνει ότι μία εταιρεία είναι υπερφορτωμένη με χρέος και μπορεί τελικά να αντιμετωπίσει κίνδυνο αθέτησης πληρωμών. Ο δεύτερος σκοπός είναι ότι γίνεται εφικτή η αντιπαραβολή και η εξαγωγή συμπεράσματος όσον αφορά την απόδοση της εταιρείας. Αυτό επιτυγχάνεται με την σύγκριση των χρηματοοικονομικών δεικτών με τους αντίστοιχους των κύριων ανταγωνιστών, ώστε να εντοπιστεί αν μία εταιρεία έχει καλύτερες ή χειρότερες επιδόσεις από τον μέσο όρο του κλάδου. Για παράδειγμα, η σύγκριση της απόδοσης του ενεργητικού μεταξύ των εταιρειών βοηθά έναν αναλυτή ή επενδυτή να προσδιορίσει ποια εταιρεία κάνει την αποδοτικότερη χρήση των περιουσιακών της στοιχείων.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες ομαδοποιούνται στις ακόλουθες κατηγορίες:

- Αριθμοδείκτες ρευστότητας, που μετρούν την ικανότητα μιας εταιρείας να εξοφλεί τόσο τις βραχυπρόθεσμες, όσο και τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
- Δείκτες μόχλευσης, που μετρούν το ποσό του κεφαλαίου που προέρχεται από χρέος. Με άλλα λόγια, οι χρηματοοικονομικοί δείκτες μόχλευσης χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των επιπέδων χρέους μιας εταιρείας.
- Δείκτες αποδοτικότητας, που χρησιμοποιούνται για να μετρήσουν πόσο καλά μία εταιρεία χρησιμοποιεί / αξιοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία και τους πόρους της.
- Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, που μετρούν την ικανότητα μιας εταιρείας να παράγει έσοδα σε σχέση με τους πόρους, τα περιουσιακά στοιχεία του ισολογισμού, τα λειτουργικά έξοδα και τα ίδια κεφάλαια.
- Αριθμοδείκτες αγοραίας αξίας, που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της τιμής της μετοχής μιας εταιρείας (Corporate Finance Institute - Financial Ratios, n.d.).

Οι δείκτες αποδοτικότητας χωρίζονται σε δύο ομάδες : δείκτες απόδοσης και δείκτες περιθωρίου κέρδους. Οι δείκτες απόδοσης μετρούν την ικανότητα μιας εταιρείας να παράγει κέρδος από τους πόρους της (π.χ. πόσες μονάδες κέρδους παράγονται από τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία). Συνήθως, ο αριθμητής περιλαμβάνει ένα στοιχείο από την κατάσταση αποτελεσμάτων και ο παρονομαστής περιλαμβάνει ένα στοιχείο από τον ισολογισμό.

Στους δείκτες απόδοσης οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενοι είναι ο ROI (return on investment), ROA (return on assets) και ROE (return on equity). Οι δείκτες αυτοί ουσιαστικά παρέχουν ένα μέτρο των λογιστικών αποδόσεων (μετά από φόρους) που κερδίζει μία εταιρεία. Ο ROA μετρά την απόδοση του συνολικού ενεργητικού. Ο ROI μετρά την απόδοση του καθαρού επενδεδυμένου κεφαλαίου (ή του καθαρού λειτουργικού ενεργητικού). Σε αντίθεση με τον ROA, ο δείκτης αυτός μετρά τις αποδόσεις από τους καθαρούς πόρους. Ο ROE μετρά την απόδοση σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Είναι δυνατόν να μετρηθεί ο δείκτης αυτός με ή χωρίς μη ελέγχουσες συμμετοχές. Ωστόσο, πρέπει να είναι κανείς συνεπής στην εξαίρεση των μη ελεγχουσών συμμετοχών και από τον αριθμητή και από τον παρονομαστή.

Οι δείκτες περιθωρίου κέρδους μετρούν την ικανότητα της εταιρείας να παράγει κέρδη από τις πωλήσεις. Οι δείκτες αυτοί παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τη δομή του κόστους μιας εταιρείας. Οι περισσότεροι δείκτες περιθωρίου κέρδους περιλαμβάνουν ένα μέτρο κέρδους στον αριθμητή και τις πωλήσεις (ή τα έσοδα) στον παρονομαστή. Οι πιο συχνά

απαντώμενοι δείκτες είναι Net Profit Margin (NPM), Operating Profit Margin (OPM), Gross Profit Margin (GPM) και Effective Tax Rate (Εξοδα φόρου εισοδήματος / Εισόδημα προ φόρων).

Οι δείκτες αποτελεσματικότητας, γνωστοί και ως τζίροι, μετρούν πόσο αποτελεσματική είναι μία εταιρεία στη χρήση των λειτουργικών περιουσιακών της στοιχείων στις καθημερινές δραστηριότητες (λόγου χάριν διαχείριση αποθεμάτων, είσπραξη απαιτήσεων).

Οι πιο σημαντικοί είναι : κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων (Receivables turnover), ημερών από την πώληση (Days of sales (DSO)), κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων (Inventory turnover), ημερών από την αποθεματοποίηση (Days of inventory (DOI)), κύκλος εργασιών πληρωτέων (Payables turnover), ημερών αποπληρωμής (Days of payables (DOP)), κύκλος εργασιών του κεφαλαίου κίνησης (Working capital turnover), κύκλος εργασιών πάγιων περιουσιακών στοιχείων (Fixed assets turnover) και συνολικός κύκλος εργασιών ενεργητικού (Total assets turnover).

Πιο συγκεκριμένα, η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων μετράει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, μία εταιρεία εισπράττει τις απαιτήσεις της κατά τη διάρκεια μιας περιόδου (τρίμηνο ή έτος). Αντίστοιχα, η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων μετρά πόσες φορές μία εταιρεία πωλεί τα αποθέματά της κατά τη διάρκεια μιας περιόδου. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των πληρωτέων είναι ένα μέτρο υπολογισμού του πόσες φορές ανά περίοδο, κατά μέσο όρο, μία εταιρεία πληρώνει για αγορές από τους προμηθευτές.

Ο δείκτης Ημερών από την πώληση μετρά πόσες ημέρες, κατά μέσο όρο, χρειάζεται μία εταιρεία για να εισπράξει μετρητά από τους πελάτες. Ομοίως, ο δείκτης ημερών από την αποθεματοποίηση είναι ένα μέτρο υπολογισμού του αριθμού των ημερών που χρειάζεται μία εταιρεία για να παραδώσει τα αποθέματα, και ο δείκτης ημερών αποπληρωμής είναι ο μέσος αριθμός ημερών που χρειάζεται για την εξόφληση των εμπορικών υποχρεώσεων.

Οι δείκτες : κύκλος εργασιών του κεφαλαίου κίνησης (Working capital turnover), κύκλος εργασιών πάγιων περιουσιακών στοιχείων (Fixed assets turnover) και συνολικός κύκλος εργασιών ενεργητικού (Total assets turnover), ελέγχουν την αποτελεσματικότητα, δηλαδή το πόσο αποτελεσματική είναι η εταιρεία στη δημιουργία εσόδων από το κεφάλαιο κίνησης, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία της.

Οι δείκτες ρευστότητας μετρούν την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, δηλαδή αν η εταιρεία διαθέτει αρκετά βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία για να πληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Οι δείκτες ρευστότητας αντικατοπτρίζουν κυρίως πόσο αποτελεσματική είναι η διαχείριση των περιουσιακών της στοιχείων για την κάλυψη των πληρωτέων υποχρεώσεων καθώς αυτές καθίστανται ληξιπρόθεσμες. Ένας σημαντικός παράγοντας είναι η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης (αποφυγή υπερεπενδύσεων σε αποθέματα και απαιτήσεων) αυξάνει την πιθανότητα δημιουργίας επαρκών ποσών μετρητών από τις δραστηριότητες για την κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεων.

Υπάρχουν δύο υποομάδες αριθμοδεικτών ρευστότητας: οι αριθμοδείκτες ισολογισμού και οι δείκτες κάλυψης. Οι τρεις παρακάτω αναφερόμενοι δείκτες ισολογισμού μετρούν κατά πόσο το κυκλοφορούν ενεργητικό καλύπτει (ή υπολείπεται) των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ο αριθμοδείκτης τρέχουσας κατάστασης κυκλοφοριακής ταχύτητας (Current ratio) εξετάζει όλα τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει μία εταιρεία, ακόμη και αν αυτά μπορεί να μην είναι πραγματικά εύκολα μετατρέψιμα σε μετρητά (για παράδειγμα,

επισφαλή δάνεια ή "εκτός εποχής" αποθέματα). Ο αριθμοδείκτης ταχείας ρευστότητας (Quick ratio) και ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας (Cash ratio) αποκλείουν τα λιγότερο ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία και επικεντρώνονται μόνο στα περιουσιακά στοιχεία που μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά.

Οι δείκτες κάλυψης είναι χρήσιμοι για την αξιολόγηση του κατά πόσον μία εταιρεία έχει υπερβολικό χρέος. Δεδομένου ότι η αθέτηση χρέους θα μπορούσε να αποβεί μοιραία για μία εταιρεία, είναι σημαντικό να εκτιμηθεί κατά πόσον η εταιρεία είναι υπερδανεισμένη. Επίσης, το υπερβολικά μεγάλο χρέος θα μπορούσε να αναγκάσει τις εταιρείες να ρευστοποιήσουν περιουσιακά στοιχεία, μειώνοντας έτσι την ικανότητά τους να παράγουν λειτουργικές ταμειακές ροές. Δεδομένης της σημασίας τους, οι δείκτες κάλυψης περιλαμβάνονται συχνά σε μοντέλα πρόβλεψης πτώχευσης και μοντέλα που χρησιμοποιούνται από τους οίκους αξιολόγησης.

Οι πιο ευρέως χρησιμοποιούμενοι δείκτες κάλυψης περιλαμβάνουν τους δείκτες κάλυψης τόκων (Interest coverage ratio (ICR)), εξυπηρέτησης χρέους (Debt-service coverage ratio (DSCR)) και περιουσιακών στοιχείων (Asset coverage ratio (ACR)). Ο δείκτης κάλυψης τόκων μετράει πόσες φορές το λειτουργικό κέρδος θα μπορούσε δυνητικά να καλύψει τα έξοδα τόκων. Ο δείκτης αυτός έχει δύο μορφές: την μορφή δεδουλευμένου και την μορφή ταμειακών ροών. Η δεδουλευμένη μορφή ορίζεται ως κέρδη προ τόκων και φόρους που διαιρούνται με τα καθαρά έξοδα τόκων. Η μορφή ταμειακής ροής ορίζεται ως τα μετρητά από εργασίες (εξαιρουμένων των τόκων και των φόρων) διαιρούμενα με τις καθαρές πληρωμές τόκων. Ως πιο ακριβής τρόπος μέτρησης θεωρείται ο δείκτης εξυπηρέτησης χρέους (DSCR), που λαμβάνει υπόψη τις αποπληρωμές κεφαλαίου χρέους πλέον των επιβαρύνσεων από τόκους. Η ιδέα που διέπει το ACR είναι ότι, γενικά, όσο περισσότερα περιουσιακά στοιχεία έχει μία εταιρεία σε σύγκριση με το σύνολο του δανεισμού της, τόσο πιο πιθανό είναι να ανταποκριθεί στις πληρωμές της.

Οι δείκτες φερεγγυότητας μετρούν την ικανότητα μιας εταιρείας να ανταποκρίνεται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Παρέχουν επίσης πληροφορίες σχετικά με το σχετικό ποσό του χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας. Αυτοί είναι : ο δείκτης μόχλευσης (Leverage ratio), ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (Debt-to-equity ratio) και ο δείκτης χρέους προς συνολικά κεφάλαια, δηλαδή χρέος και καθαρή θέση (Debt-to-capital ratio).

Ο δείκτης μόχλευσης μετρά το ποσό του συνολικού ενεργητικού για κάθε μονάδα των ιδίων κεφαλαίων. Επομένως, ο δείκτης αυτός δείχνει πόσο πολύ μια εταιρεία βασίζεται σε εξωτερική χρηματοδότηση (χρέος και άλλες υποχρεώσεις). Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια μετρά το ποσό του δανειακού κεφαλαίου (τοκοφόρου χρέους) για κάθε μία μονάδα ιδίων κεφαλαίων. Ο δείκτης αυτός είναι ιδιαίτερα σημαντικός για την ανάλυση της αποτίμησης των επιχειρήσεων, δεδομένου ότι το χρέος και τα ίδια κεφάλαια είναι οι δύο κύριες μεταβλητές ενδιαφέροντος. Αντίστοιχα, ο δείκτης χρέους προς συνολικά κεφάλαια μετρά το ποσό του δανειακού κεφαλαίου ως ποσοστό των συνολικών πηγών χρηματοδότησης (χρέος και ίδια κεφάλαια). Ο δείκτης αυτός παρέχει μία ένδειξη σχετικά με την βαρύτητα του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων στην μέτρηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) (Amir & Ghitti, 2020).

Παράδειγμα χρήσης του Δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια (Debt-to-equity ratio).

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης είναι ένα μέτρο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης της εταιρείας. Είναι περιττό να αναφερθεί ότι η επένδυση σε μία εταιρεία με υψηλότερο δείκτη χρέους/ίδια κεφάλαια μπορεί να είναι πιο επικίνδυνη, ιδίως σε περιόδους αύξησης των επιτοκίων, λόγω των πρόσθετων τόκων που πρέπει να καταβληθούν για το χρέος. Η ικανότητα μιας εταιρείας να δανείζεται χρήματα, θέτοντας τα περιουσιακά της στοιχεία ως εγγύηση, είναι πολύ σημαντική για την χρηματοδότηση μιας συναλλαγής για έναν υποψήφιο αγοραστή.

Για παράδειγμα, η Tata Steel Ltd. (Tata) αγόρασε το 100 τοις εκατό της Corus Group Plc. (Corus) έναντι 12,1 δισεκατομμυρίων δολαρίων, εκ των οποίων μόνο 4,1 δισεκατομμύρια δολάρια αντλήθηκαν από το μετοχικό κεφάλαιο και τα ταμειακά διαθέσιμα της Tata Steel Ltd. Τα υπόλοιπα 8 δισεκατομμύρια δολάρια αντλήθηκαν ως χρέος και επρόκειτο να αποπληρωθούν με βάση την ισχύ του ισολογισμού της Corus, επιτρέποντας ουσιαστικά στην Tata να καταβάλει μόνο το ένα τρίτο της τιμής εξαγοράς. Αυτό κατέστη δυνατό επειδή η Corus είχε σχετικά χαμηλό χρέος στον ισολογισμό της και ήταν σε θέση να δανειστεί περισσότερο. Αντίθετα, αυτό δεν συνέβαινε με τη Novelis Inc., όπου με λόγο χρέους προς ίδια κεφάλαια 7,23:1, δεν ήταν σε θέση να δανειστεί περισσότερο. Έτσι, η Hindalco Industries Ltd. δεν ήταν σε θέση να προβεί σε εξαγορά με μόχλευση και αναγκάστηκε να εξυγιάνει τα κεφάλαια με την άντληση χρεών από τις εταιρείες του ομίλου Birla και τα ταμειακά αποθέματα.

Σε αντίθεση με τις μεγάλες επιχειρήσεις όπως ο όμιλος Tata., ο δυσμενής λόγος χρέους προς ίδια κεφάλαια μπορεί να αποδειχθεί τροχοπέδη στην άντληση κεφαλαίων για την εξαγορά και ο κίνδυνος να κληρονομηθούν περισσότερες υποχρεώσεις από τα περιουσιακά στοιχεία, με αποτέλεσμα να χαλάσει η συμφωνία.

Παράδειγμα χρήσης του δείκτη τιμής προς κέρδη (Price-to-earnings ratio)

Υπάρχουν πολλές περιπτώσεις όπου μία εταιρεία επιδιώκει να προσθέσει αξία στους μετόχους της μέσω μιας στρατηγικής εξαγοράς. Μια προσαυξητική εξαγορά (Accretive Acquisition) στοχεύει σε έναν μοναδικό στόχο, που είναι η αύξηση των κερδών ανά μετοχή (EPS) της εξαγοράζουσας εταιρείας.

Κατά γενικό κανόνα, μια προσαυξητική συγχώνευση ή εξαγορά συμβαίνει όταν ο δείκτης τιμής-κερδών (P/E) της εξαγοράζουσας εταιρείας είναι μεγαλύτερος από εκείνον της εταιρείας-στόχου. Υπάρχουν δύο σημαντικά παραδείγματα χρήσης του δείκτη P/E για την πραγματοποίηση τέτοιας συνένωσης. Το πρώτο είναι η εξαγορά της Cerner Group. από την Oracle Corp. ύψους 28,3 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 2022, που ήταν άμεσα υπεύθυνη για την εκτόξευση των μετοχών της εξαγοράζουσας (Oracle) κατά σχεδόν 20%. Το δεύτερο αφορά την εξαγορά της Celgene από την Bristol-Meyers ύψους 74 δισεκατομμυρίων δολαρίων, που αφενός περιορίσε το κόστος της εξαγοράζουσας εταιρείας κατά 2,5 δισεκατομμύρια δολάρια, με την Bristol να προβλέπει αύξηση των κερδών ανά μετοχή πάνω από 40 τοις εκατό μόνο κατά το πρώτο έτος (Ketchum, 2023).

Παράδειγμα έλλειψης ενδεδειγμένου ελέγχου

Το 1998, η γερμανική αυτοκινητοβιομηχανία Daimler Benz συγχωνεύθηκε με τον όμιλο Chrysler Group έναντι 36 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Αυτό θεωρήθηκε ως μία επικερδής κατάσταση και για τις δύο εταιρείες, καθώς ουσιαστικά επρόκειτο για μία συγχώνευση μεταξύ ίσων. Ωστόσο, μετά από λίγα χρόνια, η αξία της Chrysler έπεσε σε μόλις 7,4 δισεκατομμύρια

δολάρια. Η συγχώνευση αποδείχθηκε ανεπιτυχής. Πολλοί λόγοι συνέβαλαν σε αυτό, αλλά όλοι οι ειδικοί συμφωνούν ότι η Daimler Benz δεν έκανε ποτέ τον κατάλληλο ενδεδειγμένο έλεγχο πριν από την συγχώνευση με την Chrysler. Με άλλα λόγια, υπερεκτίμησε την αξία της εταιρείας-στόχου, γεγονός που οδήγησε στην αποτυχημένη συγχώνευση (Jain, 2022).

Αναφορά (Έκθεση) του Ενδεδειγμένου Ελέγχου (Due Diligence Report)

Στο τελευταίο στάδιο και μετά την ολοκλήρωση του συνόλου της διαδικασίας εκδίδεται η αναφορά (ή τεχνική έκθεση) του ελέγχου. Το έγγραφο αυτό έχει κατά βάση τυποποιηθεί ως προς την μορφοποίησή του, αν και το περιεχόμενό του καθορίζεται από τον ίδιο τον έλεγχο. Η εν λόγω έκθεση για μία συνένωση μεγάλης εταιρείας μπορεί να φτάσει τις εκατοντάδες σελίδες, όμως οι περισσότερες σύγχρονες δικηγορικές εταιρείες προτιμούν να υποβάλουν μία συντομότερη έκθεση 30 έως 50 σελίδων. Τα υπόλοιπα στοιχεία συχνά αποστέλλονται ως παράρτημα, εφόσον κριθεί απαραίτητο. Επιπλέον, συντάσσεται μία περίληψη, ώστε να μπορεί κανείς να πάρει εύκολα τους τίτλους, χωρίς να χρειάζεται να διαβάσει το πλήρες έγγραφο.

Σύγκριση Ενδεδειγμένου Ελέγχου και Χρηματοοικονομικού Ελέγχου (Audit)

Συμβαίνει συχνά, οι όροι ενδεδειγμένος έλεγχος και χρηματοοικονομικός έλεγχος, να συγχέονται μεταξύ τους, όμως στην πραγματικότητα οι δύο έννοιες έχουν διακριτά χαρακτηριστικά και είναι θεμελιωδώς διαφορετικές.

Ο χρηματοοικονομικός έλεγχος αφορά την ανεξάρτητη εξέταση των οικονομικών καταστάσεων προκειμένου να εκφραστεί αληθινή και δίκαιη γνώμη. Από την άλλη πλευρά, ο ενδεδειγμένος έλεγχος είναι η διαδικασία μέσω της οποίας ένας δυναμικός επενδυτής ερευνά και αναλύει όλες τις σημαντικές πληροφορίες πριν επενδύσει σε μία επιχείρηση-στόχο. Εξετάζει όλες τις χρηματοοικονομικές και μη χρηματοοικονομικές πτυχές προκειμένου να εντοπίσει μία πιθανή επιχειρηματική ευκαιρία. Σημαίνει όλη την εύλογη προσοχή που λαμβάνεται από ένα πρόσωπο πριν από την σύναψη οποιασδήποτε συναλλαγής με ένα άλλο μέρος.

Εξετάζοντας σε μεγαλύτερο βάθος τις δύο έννοιες διαπιστώνεται ότι οι διαφορές τους δεν σταματούν στον ορισμό τους, αλλά μάλλον εκκινούν από αυτόν. Πιο συγκεκριμένα:

1) Το πεδίο εφαρμογής του ελέγχου

Ο χρηματοοικονομικός έλεγχος επικεντρώνεται αποκλειστικά στα οικονομικά έγγραφα μιας επιχείρησης. Ένας ανεξάρτητος τρίτος ελεγκτής εξετάζει τα λογιστικά αρχεία της επιχείρησης και τα συγκρίνει με τις εκθέσεις πωλήσεων, τα αρχεία εξόδων και άλλα έγγραφα για τη διασφάλιση της ακρίβειάς τους.

Ο λογιστικός ενδεδειγμένος έλεγχος είναι το τμήμα της συνολικής διαδικασίας όπου εξετάζονται τα οικονομικά αρχεία μιας επιχείρησης και στην πραγματικότητα ενδέχεται να περιλαμβάνει τη διενέργεια ελέγχου (audit) των αρχείων για την ακρίβειά τους. Ωστόσο, ο ενδεδειγμένος έλεγχος δεν σταματά εκεί. Εξετάζει επίσης τις λειτουργίες της εταιρείας, τα περιουσιακά στοιχεία, τα περιβαλλοντικά ζητήματα, τις νομικές υποθέσεις και το προσωπικό.

2) Η χρονική περίοδος που καλύπτει ο έλεγχος

Ο χρηματοοικονομικός έλεγχος καλύπτει πάντοτε διάστημα ενός έτους. Μπορεί να καλύπτει ένα ημερολογιακό έτος, αλλά αν η εταιρεία χρησιμοποιεί διαφορετική 12μηνη

περίοδο από το οικονομικό της έτος, ο έλεγχος θα καλύψει αυτήν την χρονική περίοδο. Σε ορισμένες περιπτώσεις, ένας ελεγκτής μπορεί να θελήσει να εξετάσει πολλαπλά έτη, αλλά κάθε μεμονωμένος έλεγχος εξετάζει μόνον τις λεπτομέρειες ενός έτους. Επιπλέον κατά τον χρηματοοικονομικό έλεγχο εξετάζονται μόνον παρελθοντικά δεδομένα, δηλαδή στοιχεία της τελευταίας κλεισμένης διαχειριστικής περιόδου (Tripathi, 2020).

Αντίθετα, ο ενδεδειγμένος έλεγχος λαμβάνει συνήθως υπόψη μία μεγαλύτερη χρονική περίοδο. Συνήθως, πριν από την αγορά μιας επιχείρησης, εξετάζεται η λειτουργία και οι επιδόσεις της επιχείρησης κατά τα τελευταία τρία έως και πέντε έτη, αλλά σε ορισμένες περιπτώσεις, μπορεί να χρειαστεί η διερεύνηση και σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Σε κάθε περίπτωση δεν εξετάζεται ποτέ μόνον ένα έτος, καθώς αυτό είναι πολύ μικρό χρονικό διάστημα. Πολλά σενάρια μπορούν να κάνουν μία εταιρεία να διαπρέψει κατά τη διάρκεια ενός έτους, και αν εξεταστεί μόνον αυτό το ένα έτος, μπορεί να δημιουργηθεί μία στρεβλή εικόνα της πραγματικότητας μιας επιχείρησης. Επιπλέον, σε αντίθεση με τον χρηματοοικονομικό έλεγχο, εξετάζονται και μελλοντικές προβλέψεις και σχέδια ανάπτυξης της επιχείρησης.

3) Κανονιστικές απαιτήσεις

Υπάρχουν όλων των ειδών οι περιπτώσεις στις οποίες οι εταιρείες υποχρεούνται νομικά να υποβάλλονται σε ελέγχους. Για παράδειγμα, η εκάστοτε φορολογική αρχή (εφορία, IRS κ.α.) ελέγχει τυχαία εταιρείες για να διασφαλίσει ότι οι φορολογικές τους δηλώσεις είναι ακριβείς. Βάσει του νόμου, οι εισηγμένες εταιρείες και συγκεκριμένες νομικές μορφές εταιρειών πρέπει να υποβάλλονται σε ετήσιους ελέγχους από ανεξάρτητους ελεγκτές. Σε άλλες περιπτώσεις, ο έλεγχος μπορεί να μην απαιτείται από τον νόμο, αλλά ένας επενδυτής ή ένας δανειστής μπορεί να ζητήσει έλεγχο πριν επενδύσει στην εταιρεία ή πριν της δανείσει κεφάλαια.

Ο ενδεδειγμένος έλεγχος δεν απαιτείται ποτέ από τον νόμο, και μία εταιρεία δεν χρειάζεται να υποβληθεί σε αυτόν, προτού εξαγοραστεί ή πριν επενδύσει κάποιος σε αυτήν. Ένας επενδυτής έχει το δικαίωμα να ολοκληρώσει την συνένωση με την εταιρεία στόχο χωρίς τον ενδεδειγμένο έλεγχο, αναλαμβάνοντας τους αντίστοιχους κινδύνους και ευθύνες που απορρέουν από την εν λόγω επιλογή.

4) Εξατομίκευση στοιχείων

Οι χρηματοοικονομικοί έλεγχοι ακολουθούν μία τυποποιημένη διαδικασία. Ένας τέτοιος έλεγχος εξετάζει τα λογιστικά αρχεία ως προς την ακρίβειά τους. Η διαδικασία βασίζεται σε μία μεθοδολογία που περιγράφεται από τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου.

Αντίθετα, ο ενδεδειγμένος έλεγχος μπορεί να λάβει διάφορες μορφές. Δεν υπάρχει μία ενιαία προσέγγιση για τον τρόπο διενέργειάς του και τα στοιχεία που εξετάζονται. Αντιθέτως, η διαδικασία ποικίλλει ανάλογα με τις ανάγκες του αγοραστή και την φύση της εταιρείας-στόχου.

5) Αποτελέσματα

Μία έκθεση χρηματοοικονομικού ελέγχου καλύπτει την ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας. Εξηγεί αν οι ανακρίβειες είναι μικρά ζητήματα ή ουσιώδεις ανακρίβειες, και η έκτασή της είναι αρκετά περιορισμένη.

Αντίθετα, μία έκθεση ενδεδειγμένου ελέγχου είναι πολύ πιο κατατοπιστική και συχνά παρέχει μία εμπεριστατωμένη ανάλυση για την ποιότητα των κερδών. Οι εκθέσεις αυτές είναι κατά γενικό κανόνα μακροσκελή έγγραφα, αν και η έκταση του τελικού εγγράφου εξαρτάται από τον στόχο της έρευνας του επενδυτή και την πολυπλοκότητα του στόχου εξαγοράς (5 Ways to Define Due Diligence – and How It Differs From an Audit, n.d.).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το Νομικό πλαίσιο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο

Ιστορικά Στοιχεία

Η Ευρωπαϊκή Ένωση, αν και δεν θεωρείται η παραδοσιακά πιο ενεργή, είναι μία αγορά στην οποία πραγματοποιείται ένας ικανοποιητικός όγκος συναλλαγών. Το 2021 είναι μία από τις πιο αποδοτικές χρονιές σε επίπεδο ολοκλήρωσης συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών με τον αριθμό τους να αγγίζει τις 23.500. Το 2022 η συνολική αξία των συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη ανέρχεται σε 1,93 δισεκατομμύρια δολάρια Η.Π.Α., τα οποία μεταφράζονται σε 1,68 δισεκατομμύρια ευρώ (Statista Research Department, 2023).

Οι τομείς των τηλεπικοινωνιών και της πληροφορικής είναι οι δύο που σημειώνουν τα υψηλότερα επίπεδα δραστηριότητας, ενώ ακολουθούν κατά κύριο λόγο ο κατασκευαστικός και ο μεσιτικός κλάδος. Η μεγαλύτερη συμφωνία στην εν λόγω αγορά το 2020 είναι η εξαγορά ποσοστού δέκα τοις εκατό της Vostok Oil από την Trafigura.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση, μέσω της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Commission), καταρτίζει το γενικό ρυθμιστικό πλαίσιο, βάσει του οποίου πραγματοποιούνται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Το ειδικότερο πλαίσιο καθορίζεται σε δεύτερο επίπεδο από τους κανόνες και το εφαρμοστέο δίκαιο του εκάστοτε κράτους-μέλους.

Ορολογία

Ευρωπαϊκός Οικονομικός Χώρος (European Economic Area) : Ο Ευρωπαϊκός Οικονομικός Χώρος (Ε.Ο.Χ.) δημιουργείται το 1994 για να επεκτείνει την ισχύ των διατάξεων της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την εσωτερική αγορά της στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελεύθερων Συναλλαγών (Ε.Ζ.Ε.Σ.). Ο Ευρωπαϊκός Οικονομικός Χώρος περιλαμβάνει τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τρία από τα τέσσερα κράτη της Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελευθέρων Συναλλαγών, δηλαδή την Ισλανδία, το Λιχτενστάιν και την Νορβηγία. Η Ελβετία είναι μέλος της Ε.Ζ.Ε.Σ., αλλά όχι και του Ε.Ο.Χ. Στόχος η δημιουργία μιας εσωτερικής αγοράς που διέπεται από τους ίδιους βασικούς κανόνες, οι οποίοι αποσκοπούν στην ελεύθερη κυκλοφορία αγαθών, υπηρεσιών, κεφαλαίου και προσώπων σε ένα περιβάλλον ανοιχτό και ανταγωνιστικό (European Economic and Social Committee, n.d.) και (López & Razauskas, 2023).

Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού (Directorate-General for Competition) : Το Τμήμα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, που έχει την ευθύνη της δημιουργίας της ευρωπαϊκής πολιτικής και της επιβολής των θεσπισμένων κανόνων για τον ανταγωνισμό, σε συνεργασία με τις αρμόδιες εθνικές αρχές, ώστε να λειτουργούν καλύτερα οι αγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση και

να διασφαλίζεται ότι όλες οι εταιρείες ανταγωνίζονται ισότιμα και δίκαια με βάση την αξία τους. Αυτό είναι προς όφελος των καταναλωτών, των επιχειρήσεων και της ευρωπαϊκής οικονομίας ως σύνολο. Προβαίνει σε ελέγχους των συνενώσεων, κυρίως για την αποφυγή δημιουργίας μονοπωλίων. (European Commission, 2019) και (Spinks & Daly, 2022).

Κανονισμοί : Πρόκειται για δεσμευτικές νομοθετικές πράξεις που πρέπει να εφαρμόζονται στο σύνολό τους σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Οδηγίες : Είναι νομοθετικές πράξεις που ορίζουν έναν στόχο, τον οποίο πρέπει να επιτύχουν όλες οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά κάθε χώρα θεσπίζει τους δικούς της νόμους για την επίτευξή του.

Αποφάσεις : Είναι δεσμευτικές μόνον για αυτούς στους οποίους απευθύνονται (π.χ. χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή συγκεκριμένη εταιρεία) και έχουν άμεση εφαρμογή.

Συστάσεις : Η έκδοση σύστασης δίνει στα θεσμικά όργανα τη δυνατότητα να γνωστοποιήσουν τις απόψεις τους και να προτείνουν έναν άξονα δράσης. Οι συστάσεις δεν έχουν δεσμευτικό χαρακτήρα και δεν επιβάλλουν οποιαδήποτε νομική υποχρέωση στους αποδέκτες.

Γνώμες : Είναι ένα εργαλείο που επιτρέπει στα θεσμικά όργανα να εκφράζουν μία άποψη με μη δεσμευτικό τρόπο, δηλαδή χωρίς να επιβάλουν νομικές υποχρεώσεις στους αποδέκτες. Εκδίδονται από τα κύρια θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το Συμβούλιο, το Κοινοβούλιο), την Επιτροπή των Περιφερειών και την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή. Κατά την κατάρτιση των νόμων, οι επιτροπές διατυπώνουν την γνώμη τους σύμφωνα με τη δική τους οπτική που βασίζεται σε περιφερειακές, οικονομικές ή κοινωνικές παραμέτρους. (Directorate-General for Communication, n.d.).

Η αρχή “one-stop-shop” : Μία βασική αρχή που διέπει το καθεστώς ελέγχου των συγκεντρώσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι ότι οι συγκεντρώσεις που εξετάζονται από την Επιτροπή θα πρέπει να επωφελούνται από μία ενιαία υπηρεσία ελέγχου, ώστε να μην χρειάζεται να λάβουν έγκριση και από τις αρχές ανταγωνισμού των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Spinks & Daly, 2022).

Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (FDIs- Foreign Direct Investments)

Η συμφωνία για τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, μεταξύ των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των τριών χωρών που ανήκουν στην Ευρωπαϊκή Ζώνη Ελεύθερων Συναλλαγών (Ισλανδία, Λιχτενστάιν και Νορβηγία) επεκτείνει την αρχή της μιας στάσης. Βάσει της εν λόγω συμφωνίας, τα κράτη δεν μπορούν να εξετάζουν τις συναλλαγές που εμπίπτουν στα όρια δικαιοδοσίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ακόμη και αν όλα τα μέρη της συναλλαγής προέρχονται από τα κράτη της Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελεύθερων Συναλλαγών (Spinks & Daly, 2022).

Τον Μάρτιο του 2019, η Ευρωπαϊκή Ένωση εκδίδει Κανονισμό, ο οποίος τίθεται σε ισχύ στις 11 Οκτωβρίου 2019 και θεσπίζει ένα πλαίσιο βάσει του οποίου τα κράτη μέλη και, σε ορισμένες περιπτώσεις η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, δύνανται να ελέγχουν και, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, να αντιτίθενται σε άμεσες ξένες επενδύσεις (Α.Ξ.Ε. ή F.D.Is.), ειδικά σε ό,τι αφορά σε εταιρείες και τομείς της Ευρωπαϊκής Ένωσης που θεωρούνται στρατηγικής σημασίας. Η έκδοση του Κανονισμού, ο οποίος τροποποιήθηκε τον Δεκέμβριο του 2021, αφορά ουσιαστικά στη δημιουργία ενός μηχανισμού συνεργασίας για τον έλεγχο των εισερχόμενων Άμεσων Ξένων Επενδύσεων. Στο πλαίσιο αυτού του μηχανισμού συνεργασίας, τα κράτη μέλη πρέπει να ανταλλάσσουν πληροφορίες, σχετικά με τις Α.Ξ.Ε. που πραγματοποιούνται στην

επικράτειά τους, με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και άλλα κράτη μέλη. Πρέπει επίσης να λαμβάνουν υπόψη τους τις ανησυχίες που διατυπώνονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και άλλα κράτη μέλη σχετικά με τις Α.Ξ.Ε. που απειλούν την ασφάλεια ή τη δημόσια τάξη εντός των τειχών της Ένωσης ή απειλούν έργα ή προγράμματα ενδιαφέροντός της. Ο Κανονισμός ορίζει περαιτέρω ορισμένες κατευθυντήριες αρχές για τα κράτη μέλη που επιθυμούν να διατηρήσουν ή να θεσπίσουν κανόνες ελέγχου των Α.Ξ.Ε. σε εθνικό επίπεδο. Μεταξύ άλλων, ο Κανονισμός προσδιορίζει τα κριτήρια ελέγχου που μπορούν να εφαρμόζονται τα κράτη μέλη κατά την αξιολόγηση των επιπτώσεων των Α.Ξ.Ε. στις αγορές τους. Τα κριτήρια αυτά εξετάζουν τόσο την ευαισθησία των τομέων που είναι στόχος (π.χ. κρίσιμες υποδομές, κρίσιμες τεχνολογίες και είδη διπλής χρήσης, προμήθεια κρίσιμων εισροών, πρόσβαση σε ευαίσθητες πληροφορίες, ελευθερία των μέσων ενημέρωσης), όσο και ορισμένες ιδιότητες των ξένων επενδυτών (π.χ. επενδυτές που ανήκουν σε κυβέρνηση, που έχουν ήδη συμφέροντα σε ευαίσθητους τομείς ή επενδυτές που φαίνεται να εμπλέκονται σε παράνομες δραστηριότητες) (The European Parliament on establishing a framework for the screening of foreign direct investments into the Union, 2019).

Επίσης ο Κανονισμός ενθαρρύνει τη διεθνή συνεργασία σε θέματα που αφορούν τον έλεγχο των Α.Ξ.Ε. Στο πλαίσιο αυτό η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συνεργάζεται με την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Εμπορίου των Η.Π.Α. και το Τμήμα Αντιμονοπωλιακής Πολιτικής του Υπουργείου Δικαιοσύνης των Η.Π.Α. βάσει συμφωνίας που χρονολογείται από τη δεκαετία του 1990. Η ομάδα εργασίας Η.Π.Α. – Ε.Ε. για τις συγκεντρώσεις, που δημιουργείται από τους τρεις οργανισμούς, εκδίδει τις βέλτιστες πρακτικές για την συνεργασία στις έρευνες για τις συγκεντρώσεις (2011), παρέχοντας ένα συμβουλευτικό πλαίσιο για την συνεργασία τους. Οι εκπρόσωποι των τριών οργανισμών επικοινωνούν μεταξύ τους όταν ενημερώνονται για μία συγχώνευση που μπορεί να απαιτεί εξέταση τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Κατά περίπτωση, οι αρχές συντονίζονται ως προς το χρονοδιάγραμμα και ανταλλάσσουν αποδεικτικά στοιχεία, υπό την προϋπόθεση ότι τα εμπλεκόμενα στην συγκέντρωση μέρη παραιτούνται από το απόρρητο. Αντίστοιχη είναι και η συμφωνία που έχει συνάψει η Ευρωπαϊκή Ένωση με τον Καναδά, αναφορικά με το πλαίσιο συνεργασίας για τον έλεγχο των συνενώσεων. Τέλος, η Επιτροπή συνεργάζεται με τις αρχές ανταγωνισμού τρίτων χωρών σε θέματα πολιτικής, ιδίως μέσω του Διεθνούς Δικτύου Ανταγωνισμού.

Γενικό Νομικό Πλαίσιο

- **Ο Κοινοτικός Κανονισμός Συγκεντρώσεων, Κανονισμός (ΕΚ) υπ' αριθμόν 139/2004 του Συμβουλίου της 20^{ης} Ιανουαρίου 2004 για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων :** περιέχει τους κανόνες για την γνωστοποίηση και αξιολόγηση των συγκεντρώσεων, συμπεριλαμβανομένων των καλυπτόμενων πράξεων, των κατώτατων ορίων δικαιοδοσίας, των απαιτήσεων γνωστοποίησης, της υποχρέωσης αναστολής της εφαρμογής μέχρι την έγκριση, του προτύπου ουσιαστικής αξιολόγησης και των θεμελιωδών διαδικασιών και διοικητικών κυρώσεων (European Council on the control of concentrations between undertakings , 2004).
- **Ο Εκτελεστικός Κανονισμός (ΕΕ) υπ' αριθμόν 914/2023 της Επιτροπής της 20^{ης} Απριλίου 2023 για την εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΚ) υπ' αριθμόν 139/2004 του Συμβουλίου για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων και για την**

κατάργηση του Κανονισμού (ΕΚ) υπ' αριθμόν 802/2004 της Επιτροπής. Ο Εκτελεστικός Κανονισμός ασχολείται με διαδικαστικά θέματα σχετικά με τις κοινοποιήσεις (συμπεριλαμβανομένων των εντύπων), τις προθεσμίες, το δικαίωμα ακρόασης, την πρόσβαση στο σχετικό αρχείο και την μεταχείριση εμπιστευτικών πληροφοριών, καθώς και τις δεσμεύσεις που προτείνονται από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις (European Commission Implementing Regulation, 2023).

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει επίσης εκδώσει διαδικαστικές κατευθυντήριες γραμμές, μεταξύ των οποίων και την Κωδικοποιημένη Ανακοίνωση (Consolidated Jurisdictional Notice) της Επιτροπής για θέματα δικαιοδοσίας βάσει του Κανονισμού 139/2004 για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων του 2008, η οποία εξετάζει θέματα σχετικά με την έννοια της συγκέντρωσης και τα κατώτατα όρια δικαιοδοσίας (European Commission Consolidated Jurisdictional Notice, 2008).

Τον Μάρτιο του 2021, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκδίδει οδηγίες σχετικά με τον μηχανισμό παραπομπής στο άρθρο 22 του Κανονισμού υπ' αριθμόν 139/2004. Τον Μάιο του 2022, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσιεύει σχέδιο μέτρων με στόχο την αύξηση του αριθμού των συγκεντρώσεων που επωφελούνται από την απλουστευμένη διαδικασία γνωστοποίησης και επανεξέτασης και την περαιτέρω απλούστευση της εν λόγω διαδικασίας.

Συγκεντρώσεις που δεν εμπίπτουν στα όρια δικαιοδοσίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης μπορούν να επανεξεταστούν από τις εθνικές αρχές ανταγωνισμού των χωρών της, σύμφωνα με τους αντίστοιχους εθνικούς κανόνες περί ελέγχου των συγκεντρώσεων. Υπάρχουν μηχανισμοί που επιτρέπουν την παραπομπή συγκεντρώσεων μεταξύ των δύο δικαιοδοσιών.

Τέλος, σύμφωνα με την νομολογία του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης που προϋπάρχει του Κανονισμού για τις συγκεντρώσεις (Κανονισμός υπ' αριθμόν 139/2004), οι βασικές διατάξεις του δικαίου του ανταγωνισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης (άρθρα 101 και 102 της Συνθήκης για την λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης), μπορούν να εφαρμοστούν σε ορισμένες συγκεντρώσεις. Ωστόσο, ο Κανονισμός για τις συγκεντρώσεις (άρθρο 21) προβλέπει την αποκλειστικότητά του στην εφαρμογή για τις συγκεντρώσεις, όπως ορίζονται στο 3^ο άρθρο του, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν διαθέτει την αρμοδιότητα αξιολόγησης τέτοιων συγκεντρώσεων, σύμφωνα με τα άρθρα 101 και 102 της Συνθήκης για την λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εκτός του Κανονισμού 139/2004. Το κατά πόσον μία Εθνική Επιτροπή Ανταγωνισμού μπορεί να εφαρμόσει το άρθρο 102 σε μία συγκέντρωση που δεν υπόκειται σε εξέταση βάσει του Κανονισμού 139/2004 ή βάσει των εθνικών νόμων περί ελέγχου των συγκεντρώσεων είναι ένα ζήτημα για το οποίο αναμένεται να αποφασίσει σύντομα το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (υπόθεση C-449/21). Τον Οκτώβριο του 2022, η εισήγηση του Γενικού Εισαγγελέα στο Δικαστήριο είναι ότι, μία Εθνική Επιτροπή Ανταγωνισμού μπορεί να αξιολογήσει βάσει του άρθρου 102 μία συγκέντρωση που δεν υπόκειται σε εκ των προτέρων εξέταση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σύμφωνα με τον Κανονισμό 139/2004 ή από τις Εθνικές Επιτροπές Ανταγωνισμού βάσει των εθνικών νόμων περί ελέγχου των συγκεντρώσεων. Επί του παρόντος το εν λόγω ζήτημα δεν έχει ακόμη κριθεί. Στο γενικό νομικό πλαίσιο συμπεριλαμβάνεται και η νομοθεσία που αφορά τις άμεσες ξένες επενδύσεις, η οποία όμως τίθεται σε ισχύ μόνο στις αντίστοιχες περιπτώσεις, που εξετάζονται ad hoc.

Σαφώς, δεν μπορεί να παραλειφθεί η συμφωνία για την αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Brexit), βάσει της οποίας η αρχή του one-stop-shop

εφαρμόστηκε, όσον αφορά το Ηνωμένο Βασίλειο, κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2020, σε όλες τις συγκεντρώσεις που κοινοποιήθηκαν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή πριν από το τέλος της. Το Ηνωμένο Βασίλειο δεν εμπίπτει πλέον στο πεδίο εφαρμογής αυτής της αρχής και μπορεί να εφαρμόζει τους δικούς του κανόνες ελέγχου των συγκεντρώσεων στις συγκεντρώσεις που κοινοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Υποκείμενες σε Έλεγχο Συναλλαγές

Ο Κανονισμός για τις συγκεντρώσεις (υπ' αριθμόν 139/2004) στο άρθρο 3(1) ορίζει ότι το πεδίο εφαρμογής του περιορίζεται στις συναλλαγές που συνιστούν συνένωση και ως τέτοιες θεωρούνται οι συναλλαγές που έχουν ως αποτέλεσμα την μεταβολή του ελέγχου μιας επιχείρησης σε μόνιμη βάση. Στα πλαίσια του δικαίου του ανταγωνισμού (Competition Law), η έννοια της επιχείρησης περιλαμβάνει, σύμφωνα με την νομολογία, κάθε οντότητα υπό κοινό έλεγχο που ασκεί οικονομική δραστηριότητα, ανεξάρτητα από το νομικό της καθεστώς και τον τρόπο χρηματοδότησής της. Επιπλέον, στο άρθρο 3(2) ορίζει τον έλεγχο ως τη δυνατότητα άσκησης αποφασιστικής επιρροής.

Η Κωδικοποιημένη Ανακοίνωση για τη Δικαιοδοσία (παρ. 11-90) εξηγεί λεπτομερώς την ερμηνεία της έννοιας του ελέγχου. Ο έλεγχος προκύπτει από την κυριότητα ή το δικαίωμα χρήσης του συνόλου ή μέρους των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Προκύπτει επίσης από δικαιώματα, συμβάσεις ή οποιοδήποτε άλλο μέσο που παρέχει αποφασιστική επιρροή στην σύνθεση, την ψηφοφορία ή τις αποφάσεις των οργάνων μιας επιχείρησης. Μία επιχείρηση μπορεί να ασκεί έλεγχο *de jure* ή *de facto*. Τα δικαιώματα βέτο επί του διορισμού των ανώτερων διοικητικών στελεχών ή του καθορισμού του προϋπολογισμού παρέχουν συνήθως την εξουσία άσκησης αποφασιστικής επιρροής στην επιχείρηση. Τα δικαιώματα βέτο επί ενός επιχειρηματικού σχεδίου συνήθως το κάνουν επίσης, εάν το επιχειρηματικό σχέδιο περιέχει λεπτομέρειες σχετικά με τους στόχους της επιχείρησης και τα μέτρα για την επίτευξη των στόχων αυτών. Τα δικαιώματα βέτο επί της επενδυτικής πολιτικής της εταιρείας παρέχουν έλεγχο, εάν οι επενδύσεις αποτελούν ουσιώδες χαρακτηριστικό της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία. Αντίθετα, τα δικαιώματα βέτο που αφορούν αποφάσεις σχετικά με την ουσία της εταιρείας (αλλαγές στο καταστατικό ή στο κεφάλαιο, εκκαθάριση κ.λπ.) θεωρούνται ότι εμπίπτουν στην συνήθη προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας και δεν παρέχουν αποφασιστική επιρροή.

Επιπλέον, η αλλαγή του ελέγχου σε μόνιμη βάση δυνητικά μπορεί να προκύψει από την συγχώνευση δύο ή περισσότερων ανεξάρτητων επιχειρήσεων, ενώ μπορεί να προκύψει και από την απόκτηση άμεσου ή έμμεσου ελέγχου μιας επιχείρησης από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ήδη ελέγχουν μία άλλη επιχείρηση ή από μία ή περισσότερες άλλες επιχειρήσεις. Ο Κανονισμός καλύπτει τόσο την απόκτηση μετοχών, όσο και περιουσιακών στοιχείων. Τέλος, απόκτηση μειοψηφικής συμμετοχής σε μία εταιρεία μπορεί να συνιστά συγκέντρωση, εάν ο μέτοχος μειοψηφίας αποκτά έτσι τον έλεγχο της εταιρείας και, αντίθετα, η απόκτηση μειοψηφικής συμμετοχής που δεν παρέχει έλεγχο στον αποκτώντα, δεν αποτελεί συγκέντρωση που εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού.

Όρια Δικαιοδοσίας για την Εφαρμογή του Κανονισμού

Ο Κανονισμός για τις συγκεντρώσεις (The EC Merger Regulation) ορίζει κατώτατα όρια κύκλου εργασιών, τα οποία, εφόσον πληρούνται, παρέχουν στην Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποκλειστική αρμοδιότητα για την εξέταση της προτεινόμενης συγκέντρωσης. Η αποκλειστική αρμοδιότητα και η αρχή one-stop-shop αποσκοπούν στην θέσπιση ενός καθεστώτος ελέγχου των συγκεντρώσεων, που θα εξετάζει με αποτελεσματικό τρόπο τις συγκεντρώσεις, που πιθανώς μπορούν να δημιουργήσουν μονοπωλιακή κατάσταση στην αγορά, και παράλληλα θα ελαχιστοποιεί την επιβάρυνση των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε συγκεντρώσεις που ενισχύουν τον ανταγωνισμό ή στις ουδέτερες. Τα όρια που τίθενται συνιστούν μία διττή αξιολόγηση που τελικά προσδιορίζει τις πράξεις στις οποίες εφαρμόζεται ο Κανονισμός περί συγκεντρώσεων.

Σε πρώτο επίπεδο τα συμβαλλόμενα μέρη πρέπει να κοινοποιούν μία συγκέντρωση στην Επιτροπή για έγκριση πριν από την εφαρμογή της, εάν έχει την λεγόμενη “κοινοτική διάσταση” (Κανονισμός (ΕΚ) υπ’ αριθμόν 139/2004, άρθρο 1(2)). Περαιτέρω, οι συγκεντρώσεις με κοινοτική διάσταση πρέπει να κοινοποιούνται, ανεξάρτητα από το αν υπάρχει ουσιαστική επικάλυψη μεταξύ δύο ή περισσότερων από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις. Ωστόσο, εάν δεν υπάρχει ουσιαστική επικάλυψη, μπορεί να εφαρμοστεί απλουστευμένη διαδικασία.

Κοινοτική διάσταση θεωρείται ότι έχει μία συγκέντρωση όταν:

- A) ο συνδυασμένος συνολικός παγκόσμιος κύκλος εργασιών όλων των συμμετεχουσών επιχειρήσεων υπερβαίνει τα 5 δισεκατομμύρια ευρώ και
- B) ο συνολικός κύκλος εργασιών σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης καθεμιάς από τις δύο τουλάχιστον συμμετέχουσες επιχειρήσεις υπερβαίνει τα 250 εκατομμύρια ευρώ.

Εάν η συγκέντρωση δεν πληροί τα παραπάνω κατώτατα όρια, λαμβάνει κοινοτική διάσταση όταν πληρούνται όλες οι ακόλουθες προϋποθέσεις, καθώς θεωρείται ότι έχει σημαντική επίδραση σε τουλάχιστον τρία κράτη μέλη:

- ο συνδυασμένος συνολικός παγκόσμιος κύκλος εργασιών όλων των συμμετεχουσών επιχειρήσεων υπερβαίνει τα 2,5 δισεκατομμύρια ευρώ,
- σε καθένα από τρία τουλάχιστον κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο συνδυασμένος συνολικός κύκλος εργασιών όλων των συμμετεχουσών επιχειρήσεων υπερβαίνει τα 100 εκατομμύρια ευρώ,
- σε καθένα από τρία τουλάχιστον από τα ίδια κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο συνολικός κύκλος εργασιών καθεμιάς από δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις υπερβαίνει τα 25 εκατομμύρια ευρώ και
- ο συνολικός κύκλος εργασιών σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης καθεμιάς από δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις υπερβαίνει τα 100 εκατομμύρια ευρώ.

Ακόμη και αν πληρούνται τα ανωτέρω όρια τόσο στο πρώτο όσο και στο δεύτερο επίπεδο, η συγκέντρωση δεν λαμβάνει κοινοτική διάσταση εάν κάθε μία από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιεί πάνω από τα δύο τρίτα του συνολικού κύκλου εργασιών της σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης στο ίδιο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτή η αρχή ονομάζεται και ως ο Κανόνας των δύο τρίτων. Ουσιαστικά στο άρθρο 1 ορίζονται δύο ομάδες κατώτατων ορίων για να διαπιστωθεί αν η πράξη έχει κοινοτική διάσταση. Το άρθρο 1(2) θεσπίζει τρία διαφορετικά κριτήρια: Το κατώτατο όριο του παγκόσμιου κύκλου εργασιών που

αποσκοπεί στην μέτρηση της συνολικής διάστασης των συμμετεχουσών επιχειρήσεων, το κατώτατο όριο του κοινοτικού κύκλου εργασιών που επιδιώκει να καθορίσει εάν η συγκέντρωση περιλαμβάνει ένα ελάχιστο επίπεδο δραστηριοτήτων στην Κοινότητα και ο κανόνας των δύο τρίτων αποσκοπεί να αποκλείσει τις αμιγώς εγχώριες συναλλαγές από την κοινοτική δικαιοδοσία (Κωδικοποιημένη Ανακοίνωση για τα θέματα δικαιοδοσίας άρθρα 124-128).

Σε όλες τις περιπτώσεις ελέγχου των κατώτατων ορίων, η έννοια του όρου επιχείρηση περιλαμβάνει όχι μόνον την οντότητα που είναι το άμεσα συμβαλλόμενο μέρος ή αντικείμενο της συμφωνίας ή της προσφοράς, αλλά και όλες τις άλλες οντότητες που βρίσκονται σε σχέση κοινού ελέγχου με την εν λόγω οντότητα, όπως για παράδειγμα όλες τις ελεγχόμενες θυγατρικές της (Κωδικοποιημένη Ανακοίνωση για τα θέματα δικαιοδοσίας άρθρο 177).

Επιπλέον, στην Κωδικοποιημένη Ανακοίνωση για τα θέματα δικαιοδοσίας εξηγούνται οι έννοιες της ενδιαφερόμενης επιχείρησης, του κύκλου εργασιών (καθαρά έσοδα από πωλήσεις), του σχετικού κύκλου εργασιών (εξωτερικές πωλήσεις χωρίς τις εκπτώσεις και τους φόρους που σχετίζονται άμεσα με τον κύκλο εργασιών) και ο τρόπος προσδιορισμού του (πιο πρόσφατοι ελεγμένοι οικονομικοί λογαριασμοί με προσαρμογές για μεταγενέστερες εξαγορές και εκποιήσεις). Στο πέμπτο κεφάλαιο της Κωδικοποιημένης Ανακοίνωσης για τη δικαιοδοσία (άρθρα 195-220) αναλύονται οι μέθοδοι γεωγραφικής κατανομής του κύκλου εργασιών (συνήθως στην χώρα όπου βρίσκεται ο πελάτης) και οι ειδικοί κανόνες για τον προσδιορισμό του κύκλου εργασιών των χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών επιχειρήσεων.

Σαφώς εάν μία συγκέντρωση δεν έχει κοινοτική διάσταση, ενδέχεται να επανεξεταστεί σε ένα ή περισσότερα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης /Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, από τις αντίστοιχες Εθνικές Επιτροπές Ανταγωνισμού. Όλα τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης / Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, εκτός του Λιχτενστάιν και του Λουξεμβούργου, έχουν τη δική τους εθνική νομοθεσία που μπορεί να εφαρμόζεται για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων. Κάθε τέτοιο εθνικό δίκαιο έχει τα δικά του ξεχωριστά όρια δικαιοδοσίας.

Αλλαγή Δικαιοδοσίας

❖ Από εθνικό επίπεδο σε επίπεδο Επιτροπής

Αφορά τις περιπτώσεις παραπομπής από τα μέρη ή τα κράτη μέλη στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Υφίστανται δύο μηχανισμοί βάσει του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων που μπορούν να οδηγήσουν την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην απόκτηση δικαιοδοσίας επί των συναλλαγών που υπολείπονται των ορίων κοινοτικής διάστασης.

Ο πρώτος είναι η Αρχή των Τριών Κρατών Μελών (Three Member State Rule). Σύμφωνα με αυτή την αρχή τα μέρη μιας συγκέντρωσης, που δεν έχει κοινοτική διάσταση βάσει των προϋποθέσεων και των ορίων του κύκλου εργασιών, μπορούν να ζητήσουν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να εξετάσει την συναλλαγή τους, εάν αυτή μπορεί να εξεταστεί σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία περί ανταγωνισμού τουλάχιστον τριών κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (άρθρο 4(5) του Κανονισμού). Τα μέρη είναι πιθανότερο να επωφεληθούν από αυτή τη δυνατότητα όταν θεωρούν ότι η εξέταση από την Επιτροπή σε μία μόνο στάση θα είναι πιο αποτελεσματική, πιο γρήγορη και λιγότερο δαπανηρή από τους πολλαπλούς ελέγχους σε επίπεδο κρατών μελών ή όταν θεωρούν ότι είναι πιθανότερο να υπάρξει θετική έκβαση ενώπιον της Επιτροπής παρά ενώπιον των αρμόδιων Εθνικών Επιτροπών

Ανταγωνισμού. Τα μέρη υποβάλλουν την αίτηση χρησιμοποιώντας το έντυπο RS που επισυνάπτεται στο παράρτημα III του Εκτελεστικού Κανονισμού (Implementing Regulation). Εάν κανένα από τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που είναι αρμόδια να εξετάσουν την συγκέντρωση δεν εκφράσει διαφωνία, ο Κανονισμός περί συγκεντρώσεων θεωρεί ότι η συγκέντρωση έχει κοινοτική διάσταση. Στην συνέχεια, τα μέρη πρέπει να κοινοποιήσουν την συγκέντρωση στην Επιτροπή και κανένα κράτος μέλος της Ένωσης δεν μπορεί να εφαρμόσει το εθνικό δίκαιο ανταγωνισμού του στην συναλλαγή. Αντίθετα, η έκφραση διαφωνίας από οποιοδήποτε από τα αρμόδια κράτη μέλη καθιστά τον μηχανισμό ανεφάρμοστο.

Ο δεύτερος μηχανισμός αφορά Παραπομπές στην Επιτροπή βάσει του άρθρου 22 του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων. Εφαρμόζεται όταν ένα ή περισσότερα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ζητήσουν από την Επιτροπή να εξετάσει μία συγκέντρωση που δεν πληροί τα κατώτατα όρια της κοινοτικής διάστασης, εάν η συναλλαγή επηρεάζει το εμπόριο μεταξύ κρατών μελών της Ένωσης και απειλεί τον ανταγωνισμό στο εσωτερικό της χώρας που υπέβαλε την αίτηση. Οι άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης/Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου μπορούν να συμμετέχουν σε ένα τέτοιο αίτημα. Εάν η Επιτροπή συμφωνήσει να παρέμβει, το πεδίο εφαρμογής της δικαιοδοσίας της περιορίζεται στην αιτούσα χώρα ή χώρες. Αυτό έχει οδηγήσει σε ορισμένες περιπτώσεις σε παράλληλες έρευνες για την ίδια συναλλαγή, δηλαδή από την Επιτροπή για την αιτούσα χώρα και από τις Εθνικές Επιτροπές Ανταγωνισμού στα άλλα κράτη μέλη. Μέχρι πρότινος, πρακτική της Επιτροπής είναι να αποθαρρύνει την υποβολή αιτήσεων παραπομπής βάσει του άρθρου 22 από κράτη μέλη που δεν έχουν δικαιοδοσία επί της συναλλαγής βάσει της εθνικής τους νομοθεσίας για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων, διότι εμπειρικά έχει φανεί ότι οι συναλλαγές αυτές είναι απίθανο να επηρεάσουν σημαντικά την εσωτερική αγορά. Από τα μέσα του 2021, η Επιτροπή έχει αναθεωρήσει και δέχεται τέτοιες παραπομπές, ανεξάρτητα από το αν τα κράτη μέλη που προβαίνουν σε αυτές έχουν την εξουσία να επανεξετάσουν τις συναλλαγές. Ένας εκ των σκοπών αυτής της αλλαγής είναι να δοθεί η δυνατότητα στην Επιτροπή να αποκτήσει δικαιοδοσία επί εξαγορών από κυρίαρχους φορείς της αγοράς έναντι νέων και καινοτόμων εταιρειών με περιορισμένα μεν τρέχοντα έσοδα, αλλά με μεγάλες μελλοντικές δυνατότητες για την αγορά.

Τον Μάρτιο του 2021, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκδίδει ανακοίνωση με πρακτικές οδηγίες σχετικά με την εφαρμογή του μηχανισμού παραπομπής του άρθρου 22 του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων σε ορισμένες κατηγορίες υποθέσεων. Στην παράγραφο 19 των οδηγιών προβλέπεται ότι στην περίπτωση που μία συναλλαγή δεν είναι κοινοποιήσιμη στο κράτος μέλος που παραπέμπει, θα είναι κανονικά κατάλληλη για παραπομπή, όταν ο κύκλος εργασιών τουλάχιστον μιας από τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν δεν αντικατοπτρίζει το πραγματικό ή δυνητικό ανταγωνιστικό δυναμικό της, όπως για παράδειγμα, όταν πρόκειται για νεοφυή επιχείρηση που δεν έχει ακόμη αναπτύξει επιχειρηματικό μοντέλο που να παράγει σημαντικά έσοδα. Οι οδηγίες επίσης αναφέρονται σε διαδικαστικές πτυχές των παραπομπών βάσει του άρθρου 22 του Κανονισμού. Συγκεκριμένα (παράγραφοι 28-31):

- Όταν δεν απαιτείται κοινοποίηση, το κράτος μέλος πρέπει να υποβάλει το αίτημα παραπομπής το αργότερο εντός 15 εργάσιμων ημερών από την ημερομηνία κατά την οποία έλαβε επαρκείς πληροφορίες σχετικά με την συγκέντρωση, ώστε να προβεί σε προκαταρκτική εκτίμηση ότι η συναλλαγή πληροί τα απαιτούμενα κριτήρια επηρεασμού

των συναλλαγών μεταξύ χωρών της Ένωσης και απειλής του ανταγωνισμού στην αιτούσα χώρα.

- Άλλα κράτη μέλη μπορούν να συμμετέχουν στην αρχική αίτηση εντός 15 εργάσιμων ημερών από την ημερομηνία που η Ευρωπαϊκή Επιτροπή τα ενημερώσει σχετικά με την αίτηση.
- Η Επιτροπή έχει στη διάθεσή της 10 εργάσιμες ημέρες μετά το τέλος της τελευταίας περιόδου για να αποφασίσει αν θα εξετάσει την συγκέντρωση (European Commission Guidance on the application of the referral mechanism set out in Article 22, 2021).

Σύμφωνα με το άρθρο 7 του Κανονισμού, η πιθανή αίτηση αναστολής για την ολοκλήρωση μιας συναλλαγής ισχύει εάν τα μέρη δεν έχουν ήδη πραγματοποιήσει την συγκέντρωση κατά την ημερομηνία που η Επιτροπή τα ενημερώνει ότι έλαβε το αίτημα παραπομπής.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κάνει δεκτή την πρώτη αίτηση παραπομπής βάσει του άρθρου 22, στο πλαίσιο αυτής της νέας πολιτικής, τον Απρίλιο του 2021 (υπόθεση M.10188 – υπόθεση ILLUMINA / GRAIL). Το κοινοποιούν μέρος ασκεί έφεση στο Γενικό Δικαστήριο, το οποίο πρόσφατα έχει επικυρώσει την αποδοχή της παραπομπής από την Επιτροπή (υπόθεση T-227/21) και έπειτα το κοινοποιούν μέρος ασκεί έφεση κατά της απόφασης αυτής στο Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τον Ιούλιο του 2021, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ξεκινά μία εμπεριστατωμένη έρευνα φάσης II για την συναλλαγή. Ενώ η έρευνα βρίσκεται σε εξέλιξη, τα μέρη προχωρούν και υλοποιούν την συναλλαγή τον Αύγουστο του 2021, με αποτέλεσμα η Ευρωπαϊκή Επιτροπή να κινήσει έρευνα για παραβίαση της απαίτησης αναστολής (υπόθεση M.10483) και να λάβει προσωρινά μέτρα για την αποκατάσταση και τη διατήρηση συνθηκών αποτελεσματικού ανταγωνισμού εν αναμονή της έκβασης του ελέγχου φάσης II (υπόθεση M.10493). Τον Σεπτέμβριο του 2022, η Επιτροπή απαγορεύει τελικά την συναλλαγή.

❖ Από επίπεδο Επιτροπής σε εθνικό επίπεδο

Στην συνέχεια των δυνατοτήτων που παρέχονται από τον Κανονισμό περί συγκεντρώσεων για αλλαγή της δικαιοδοσίας υπάρχει η περίπτωση παραπομπής από την Επιτροπή στα κράτη μέλη. Υπάρχουν δύο μηχανισμοί βάσει Κανονισμού που επιτρέπουν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να μεταφέρει τη δικαιοδοσία επί του συνόλου ή τμήματος μιας συγκέντρωσης που θεωρείται ότι έχει κοινοτική διάσταση.

Πρώτον, πριν από την κοινοποίηση μιας συγκέντρωσης με κοινοτική διάσταση, τα μέρη μπορούν να υποβάλουν αιτιολογημένη εισήγηση στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία στην συνέχεια ενημερώνει όλα τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ζητώντας να εξετάσει την συναλλαγή η Εθνική Αρχή Ανταγωνισμού του επηρεαζόμενου κράτους μέλους (Κανονισμός περί συγκεντρώσεων, άρθρο 4(4)).

Δεύτερον, μπορεί να το πράξει η Εθνική Αρχή Ανταγωνισμού της εν λόγω χώρας, ανεξάρτητα από το αν τα μέρη υποβάλλουν τέτοιο αίτημα, (άρθρο 9 του Κανονισμού). Και οι δύο μηχανισμοί εφαρμόζονται όταν η συγκέντρωση απειλεί να επηρεάσει τον ανταγωνισμό σε διακριτή αγορά που βρίσκεται εντός κράτους μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η ανακοίνωση της Επιτροπής για την παραπομπή υποθέσεων, που συμπληρώνεται από τις οδηγίες του 2021 για τις παραπομπές βάσει του άρθρου 22, εξετάζει τα νομικά κριτήρια που πρέπει να πληροί καθένας από τους ανωτέρω τέσσερεις μηχανισμούς παραπομπής και

καθορίζει τους παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την λήψη αποφάσεων παραπομπής.

❖ Ειδική περίπτωση

Ως ειδική περίπτωση νοείται η προστασία των νόμιμων συμφερόντων των κρατών μελών. Ως εξαίρεση στην αρχή one-stop-shop, τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης μπορούν να λαμβάνουν κατάλληλα μέτρα για την προστασία νόμιμων συμφερόντων, διαφορετικών από εκείνα που λαμβάνει υπόψη ο Κανονισμός περί συγκεντρώσεων, υπό την προϋπόθεση ότι τα συμφέροντα αυτά είναι συμβατά με το Δίκαιο της Ένωσης (Κανονισμός, άρθρο 21(4)). Οι διατάξεις αυτές επιτρέπουν στα κράτη μέλη να επιβάλουν περιορισμούς και, ενδεχομένως, να απαγορεύουν μία κοινοποιηθείσα συγκέντρωση που έχει εγκριθεί από την Επιτροπή. Ο Κανονισμός αναγνωρίζει ρητά τη δημόσια ασφάλεια, την πολυφωνία των μέσων ενημέρωσης και τους κανόνες χρηστής διαχείρισης, ως νόμιμα συμφέροντα συμβατά με το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ένα κράτος μέλος, που επιθυμεί να εξετάσει οποιοδήποτε άλλο δημόσιο συμφέρον κατά την εξέταση μιας συγκέντρωσης, πρέπει πρώτα να κοινοποιήσει το συμφέρον αυτό στην Επιτροπή για να αξιολογηθεί η συμβατότητά του με το ενωσιακό δίκαιο.

Ο Αριθμός Συναλλαγών και ο Έλεγχός τους

Η Κωδικοποιημένη Ανακοίνωση της επιτροπής για θέματα δικαιοδοσίας (άρθρα 36-50) εξηγεί ότι πολλές πράξεις μπορούν να θεωρηθούν ως ενιαία συγκέντρωση σύμφωνα με τον Κανονισμό περί συγκεντρώσεων : είτε σύμφωνα με τον γενικό κανόνα του άρθρου 3, που ορίζει την ύπαρξη συγκέντρωσης με γενικούς και ουσιαστικούς όρους, αλλά δεν καθορίζει άμεσα το ζήτημα της αρμοδιότητας της Επιτροπής όσον αφορά τις συγκεντρώσεις, είτε σύμφωνα με την ειδική διάταξη του άρθρου 5(2). Το άρθρο 5(2) στοχεύει να προσδιορίσει το πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων, ιδίως με τον καθορισμό του κύκλου εργασιών που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη για να διαπιστωθεί αν μία συγκέντρωση έχει κοινοτική διάσταση. Επιπλέον, επιτρέπει στην Επιτροπή να θεωρεί ότι δύο ή περισσότερες πράξεις συγκέντρωσης συνιστούν μία ενιαία συγκέντρωση για τον υπολογισμό του κύκλου εργασιών των συμμετεχουσών επιχειρήσεων (European Commission Consolidated Jurisdictional Notice, 2008).

Σύμφωνα με τον ορισμό της συγκέντρωσης βάσει του άρθρου 3(1) του Κανονισμού, όπου το αποτέλεσμα είναι ο έλεγχος μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων, υπονοείται ότι δεν θεωρείται σημαντικό εάν η απόκτηση πραγματοποιήθηκε με μία ή περισσότερες συναλλαγές. Ουσιαστικά φαίνεται ότι δύο ή περισσότερες πράξεις συνιστούν ενιαία συγκέντρωση για τους σκοπούς του άρθρου 3, εάν έχουν ως σκοπό την συνένωση. Προκειμένου να εξακριβωθεί εάν όντως οι συναλλαγές έχουν ως σκοπό την συνένωση πρέπει, σε κάθε μεμονωμένη περίπτωση, να εξακριβωθεί κατά πόσον οι εν λόγω συναλλαγές είναι αλληλεξαρτώμενες, κατά τρόπον ώστε η μία συναλλαγή να μην είχε πραγματοποιηθεί χωρίς την άλλη. Στην συνέχεια στην Κωδικοποιημένη Ανακοίνωση (άρθρο 39) εξηγείται ότι είναι σκόπιμο να αντιμετωπίζονται ως ενιαία συγκέντρωση οι πράξεις που συνδέονται στενά, καθόσον συνδέονται υπό όρους. Η απαιτούμενη αιρεσιμότητα συνεπάγεται ότι καμία από τις πράξεις δεν θα πραγματοποιούνταν χωρίς τις άλλες και, επομένως, αποτελούν ενιαία πράξη. Η εν λόγω αιρεσιμότητα αποδεικνύεται συνήθως εάν οι πράξεις συνδέονται de jure, δηλαδή οι ίδιες οι συμφωνίες

συνδέονται με αμοιβαία αιρεσιμότητα. Εάν η de facto αιρεσιμότητα μπορεί να αποδειχθεί ικανοποιητικά, μπορεί επίσης να αρκεί για να θεωρηθούν οι πράξεις ως ενιαία συγκέντρωση. Αυτό απαιτεί οικονομική εκτίμηση του κατά πόσον κάθε μία από τις συναλλαγές εξαρτάται αναγκαστικά από την σύναψη των άλλων. Περαιτέρω ενδείξεις της αλληλεξάρτησης διαφόρων συναλλαγών μπορεί να είναι οι δηλώσεις των ίδιων των μερών ή η ταυτόχρονη σύναψη των σχετικών συμφωνιών. Το συμπέρασμα της de facto αλληλεξάρτησης διαφόρων συναλλαγών είναι δύσκολο να συναχθεί ελλείψει της ταυτόχρονης πραγματοποίησής τους. Η έντονη έλλειψη ταυτόχρονης ισχύος των νομικά αλληλεξαρτώμενων συναλλαγών μπορεί επίσης να θέσει υπό αμφισβήτηση την πραγματική αλληλεξάρτησή τους.

Επιπρόσθετα, στο άρθρο 48 της Κωδικοποιημένης Ανακοίνωσης εξηγείται ότι ενιαία συγκέντρωση προκύπτει επίσης σε περιπτώσεις όπου ο έλεγχος μιας επιχείρησης αποκτάται με σειρά συναλλαγών σε κινητές αξίες που πραγματοποιούνται εντός ευλόγως σύντομου χρονικού διαστήματος από έναν ή περισσότερους πωλητές. Η συγκέντρωση σε αυτά τα σενάρια δεν περιορίζεται στην απόκτηση του "ενός και αποφασιστικού" μεριδίου, αλλά καλύπτει όλες τις περιπτώσεις απόκτησης τίτλων που πραγματοποιούνται σε εύλογα σύντομο χρονικό διάστημα.

Στο άρθρο 5(2) προβλέπεται ένας ειδικός κανόνας που επιτρέπει στην Επιτροπή να θεωρεί διαδοχικές συναλλαγές που πραγματοποιούνται σε μία καθορισμένη χρονική περίοδο ως ενιαία συγκέντρωση για τον υπολογισμό του κύκλου εργασιών των συμμετεχουσών επιχειρήσεων. Σκοπός της διάταξης αυτής είναι να διασφαλιστεί ότι τα ίδια πρόσωπα δεν θα αναλύουν μία συναλλαγή σε σειρά πωλήσεων περιουσιακών στοιχείων κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου, με σκοπό να αποφύγουν την αρμοδιότητα που ανατίθεται στην Επιτροπή από τον Κανονισμό περί συγκεντρώσεων. Συγκεκριμένα, εάν δύο ή περισσότερες συναλλαγές (καθεμία από τις οποίες επιφέρει απόκτηση ελέγχου) πραγματοποιούνται εντός διετίας μεταξύ των ίδιων προσώπων ή επιχειρήσεων, χαρακτηρίζονται ως ενιαία συναλλαγή, ανεξάρτητα από το αν οι συναλλαγές αυτές αφορούν τμήματα της ίδιας επιχείρησης ή τον ίδιο τομέα. Αυτό δεν ισχύει όταν τα ίδια πρόσωπα ή επιχειρήσεις συνδέονται με άλλα πρόσωπα ή επιχειρήσεις για ορισμένες μόνον από τις σχετικές συναλλαγές. Αρκεί οι συναλλαγές, μολονότι δεν πραγματοποιούνται μεταξύ των ίδιων εταιρειών, να πραγματοποιούνται μεταξύ εταιρειών που ανήκουν στους ίδιους αντίστοιχους ομίλους. Η διάταξη εφαρμόζεται επίσης σε δύο ή περισσότερες συναλλαγές μεταξύ των ίδιων προσώπων ή επιχειρήσεων, εφόσον πραγματοποιούνται ταυτόχρονα. Όταν οδηγούν σε απόκτηση ελέγχου από την ίδια επιχείρηση, οι ταυτόχρονες αυτές συναλλαγές μεταξύ των ίδιων μερών αποτελούν ενιαία συγκέντρωση, ακόμη και αν δεν εξαρτώνται η μία από την άλλη. Επισημαίνεται ότι, οι συναλλαγές αυτές στο σύνολό τους αντιμετωπίζονται ως ενιαία συγκέντρωση που προκύπτει κατά την ημερομηνία της τελευταίας συναλλαγής.

Κοινοποίηση Συγκεντρώσεων

Όπως προαναφέρθηκε η κοινοποίηση είναι υποχρεωτική. Με την επιφύλαξη ελάχιστων εξαιρέσεων μία συγκέντρωση που πληροί τα κατώτατα όρια πρέπει να κοινοποιείται πριν από την ολοκληρωτική εφαρμογή της και δεν μπορεί να εφαρμοστεί πριν από την έγκριση (Κανονισμός άρθρο 4(1) και άρθρο 7(1)). Στο πλαίσιο αυτό και με δεδομένο ότι η εφαρμογή του Κανονισμού δεν θίγει το άρθρο 346 της Συνθήκης για την λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το οποίο επιτρέπει στα κράτη μέλη της να λαμβάνουν μέτρα που κρίνουν αναγκαία

για την προστασία ουσιωδών συμφερόντων ασφάλειας που συνδέονται με την παραγωγή ή το εμπόριο όπλων, πυρομαχικών και πολεμικού υλικού, τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν τη δυνατότητα να δώσουν εντολή στα μέρη των συγκεντρώσεων που πληρούν τα όρια δικαιοδοσίας να μην κοινοποιούν τα τμήματα των εν λόγω συναλλαγών που αφορούν τον αμυντικό τομέα. Αντίστοιχη διάταξη ισχύει και για τα κράτη της Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελευθέρων Συναλλαγών στο πλαίσιο της συμφωνίας για τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Η ευθύνη για την κοινοποίηση εξαρτάται από την φύση της συγκέντρωσης. Πιο συγκεκριμένα σε μία συγχώνευση ευθύνη φέρουν τα συγχωνευόμενα μέρη, σε απόκτηση αποκλειστικού ελέγχου η ευθύνη βαραίνει τον αποκτώντα τον έλεγχο και σε απόκτηση κοινού ελέγχου την ευθύνη φέρουν οι αποκτώντες τον κοινό έλεγχο.

Τα μέρη με υποχρέωση κοινοποίησης, μπορούν να την υποβάλουν πριν συνάψουν συμφωνία, εάν μπορούν να αποδείξουν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή τόσο την πρόθεσή τους να συνάψουν συμφωνία, όσο και ένα συγκεκριμένο σχέδιο επίτευξής της (παραδείγματος χάριν με βάση μία πρώτη συμφωνία, ένα μνημόνιο κατανόησης ή μία επιστολή δήλωσης προθέσεων). Σε περίπτωση δημόσιας προσφοράς, το γρηγορότερο στάδιο για την υποβολή κοινοποίησης είναι συνήθως αμέσως μετά την ανακοίνωση της πρόθεσης υποβολής της προσφοράς. Λόγω των συνεπειών της επιδημίας COVID-19, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού ενθαρρύνει τα μέρη να συζητούν το χρονοδιάγραμμα των κοινοποιήσεων με τις αρμόδιες ομάδες ελέγχου και να κοινοποιούν ηλεκτρονικά, δεδομένου ότι δεν υπάρχει τέλος υποβολής.

Έντυπα Κοινοποίησης Συγκεντρώσεων

Τα μέρη που φέρουν την υποχρέωση κοινοποίησης, πρέπει να την υποβάλουν με τον τρόπο που προβλέπεται, με την χρήση του εντύπου CO (Form CO) (παράρτημα I του Εκτελεστικού Κανονισμού). Για ορισμένες συναλλαγές υπάρχει η δυνατότητα χρήσης ενός εντύπου συνοπτικής κοινοποίησης CO (παράρτημα II του Εκτελεστικού Κανονισμού).

Η ανακοίνωση της Επιτροπής για την απλουστευμένη διαδικασία (Commission Notice on a simplified procedure (2013/C 366/04)) καθορίζει τον αριθμό των έντυπων και ηλεκτρονικών αντιγράφων που πρέπει να υποβάλλονται μαζί με το υπογεγραμμένο πρωτότυπο και καθορίζει επίσης τους κανόνες για την μορφοποίηση των ηλεκτρονικών υποβολών.

Η νέα ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την απλουστευμένη διαδικασία εξέτασης ορισμένων συγκεντρώσεων (Notice on Simplified Procedure 2023/C 160/01) καθορίζει μία απλοποιημένη μορφή της διαδικασίας ελέγχου των συγκεντρώσεων που δεν προκαλούν ανησυχίες για τον ανταγωνισμό. Η διαδικασία αυτή εφαρμόζεται ουσιαστικά στην περίπτωση που αποκτάται κοινός έλεγχος από δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις μιας οντότητας, η οποία έχει αμελητέες πραγματικές ή προβλεπόμενες δραστηριότητες στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Σε αυτήν την περίπτωση η κοινή επιχείρηση (συν τυχόν περιουσιακά στοιχεία που συνεισφέρουν σε αυτήν οι αποκτώσες) έχει κατά την στιγμή της κοινοποίησης κύκλο εργασιών και συνολική αξία περιουσιακών στοιχείων, μικρότερη των 100 εκατομμυρίων ευρώ εντός του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (άρθρο 5(α) και (β)).

Η διαδικασία εφαρμόζεται επίσης στις συγκεντρώσεις όταν οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις δεν ασκούν επιχειρηματικές δραστηριότητες στην ίδια αγορά προϊόντων και στην ίδια γεωγραφική αγορά (δεν υπάρχει οριζόντια σχέση) ή σε αγορές προϊόντων που βρίσκονται σε προγενέστερο ή μεταγενέστερο στάδιο η μία από την άλλη (δεν υπάρχει κάθετη σχέση).

Ακόμη και αν υπάρχει τέτοια σχέση, η Επιτροπή εφαρμόζει την απλουστευμένη διαδικασία συν τοις άλλοις εάν:

- το συνδυασμένο μερίδιο αγοράς όλων των συμμετεχουσών επιχειρήσεων που έχουν οριζόντια σχέση είναι μικρότερο από 20% και
- τα ατομικά ή συνδυασμένα μερίδια αγοράς όλων των συμμετεχουσών επιχειρήσεων που βρίσκονται σε κάθετη σχέση είναι μικρότερα από 30%.

Η Επιτροπή μπορεί επίσης να εφαρμόσει την απλουστευμένη διαδικασία εάν το συνδυασμένο μερίδιο αγοράς όλων των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε οριζόντια σχέση είναι μικρότερο από 50% και η αύξηση (δέλτα) του δείκτη Herfindahl-Hirschman που προκύπτει από την συγκέντρωση είναι μικρότερη από 150. Σε αυτές τις τελευταίες περιπτώσεις, ωστόσο, η Επιτροπή αποφασίζει κατά περίπτωση εάν θα αποδεχθεί το έντυπο συνοπτικής κοινοποίησης CO (European Commission Notice on a simplified treatment for certain concentrations, 2023).

Για τους σκοπούς του προσδιορισμού των προϋποθέσεων υπαγωγής στην απλουστευμένη διαδικασία σε περίπτωση συγκέντρωσης που περιλαμβάνει την απόκτηση κοινού ελέγχου, η Επιτροπή δεν αντιμετωπίζει τις σχέσεις μεταξύ των αποκτώντων τον κοινό έλεγχο εκτός του πεδίου της κοινής επιχείρησης ως οριζόντιες ή κάθετες σχέσεις.

Σύμφωνα με την ανακοίνωση για την απλουστευμένη διαδικασία (Commission Notice on a simplified treatment), εκτός από τις επιλέξιμες μορφές συγκεντρώσεων που εντάσσονται απευθείας σε απλουστευμένη διαδικασία ελέγχου, δίδονται ορισμένες ελαφρύνσεις μέσω της ρήτρας ευελιξίας για την μετάβαση από την κανονική στην απλουστευμένη διαδικασία (άρθρα 8 και 9).

Επιπλέον αναφέρεται ότι η Επιτροπή επανέρχεται στην κανονική διαδικασία ελέγχου όταν ένα κράτος μέλος εκφράζει τεκμηριωμένες ανησυχίες για τον ανταγωνισμό σχετικά με την κοινοποιηθείσα συγκέντρωση, εντός 15 εργάσιμων ημερών από την παραλαβή του αντιγράφου της κοινοποίησης. Επίσης προβλέπεται ότι η απλουστευμένη διαδικασία δεν θα εφαρμόζεται εάν ένα κράτος μέλος ζητήσει την παραπομπή μιας κοινοποιηθείσας συγκέντρωσης, σύμφωνα με το άρθρο 9 του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων ή εάν η Επιτροπή αποδεχθεί αίτημα από ένα ή περισσότερα κράτη μέλη για παραπομπή μιας κοινοποιηθείσας συγκέντρωσης, σύμφωνα με το άρθρο 22 του ίδιου Κανονισμού (άρθρα 22 και 23). Επιπρόσθετα στην ίδια ανακοίνωση αναφέρεται ότι, εφόσον η Επιτροπή διαπιστώσει ότι η συγκέντρωση πληροί τα κριτήρια της απλουστευμένη διαδικασίας (άρθρα 5, 8 και 9), εκδίδει συνήθως μία συνοπτική απόφαση. Περιλαμβάνει περιπτώσεις που δεν δημιουργούν ανησυχίες για τον ανταγωνισμό, όταν λαμβάνει κοινοποίηση βάσει του εντύπου CO. Η συγκέντρωση κηρύσσεται συμβατή με την εσωτερική αγορά εντός 25 εργάσιμων ημερών από την ημερομηνία κοινοποίησης, σύμφωνα με το άρθρο 10 (1) και (6) του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων. Η Επιτροπή εκδίδει σύντομη απόφαση το συντομότερο δυνατό μετά την λήξη της περιόδου των 15 εργάσιμων ημερών κατά τη διάρκεια της οποίας τα κράτη μέλη μπορούν να ζητήσουν την παραπομπή μιας κοινοποιηθείσας συγκέντρωσης σύμφωνα με το άρθρο 9 του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων. Ωστόσο, κατά την περίοδο που προηγείται της προθεσμίας των 25 εργάσιμων ημερών, η Επιτροπή έχει τη δυνατότητα να επανέρχεται σε κανονική διαδικασία και να κινεί έρευνες ή/και να εκδίδει πλήρεις αποφάσεις, εάν κρίνει ότι αυτό είναι σκόπιμο. Στις περιπτώσεις αυτές, η Επιτροπή μπορεί επίσης να θεωρήσει την κοινοποίηση ως ουσιωδώς ελλιπή, σύμφωνα με το άρθρο 5(2) του Εκτελεστικού Κανονισμού, εάν δεν έχει λάβει

έντυπο CO (άρθρο 30 της ανακοίνωσης) (European Commission Notice on a simplified treatment for certain concentrations, 2023).

Χρονοδιάγραμμα Ελέγχου Συγκεντρώσεων

Το χρονοδιάγραμμα για τον έλεγχο εξαρτάται ουσιαστικά από το αν η κοινοποιηθείσα συγκέντρωση μπορεί να εγκριθεί κατά την αρχική έρευνα της "φάσης I", με διάρκεια 25 εργάσιμες ημέρες, ή εάν κρίνεται αναγκαίο να περάσει από την λεπτομερή έρευνα της "φάσης II", κατά την οποία απαιτούνται επιπλέον 90 εργάσιμες ημέρες. Και στα δύο στάδια, προβλέπεται η δυνατότητα για παράταση ή/και αναστολή της περιόδου εξέτασης ανάλογα με την περίπτωση. Εκτός από τις περιόδους επανεξέτασης, στο χρονοδιάγραμμα πρέπει να λαμβάνεται υπόψιν και ο χρόνος πριν από την κοινοποίηση.

Περίοδος πριν από την κοινοποίηση: Η περίοδος πριν από την επίσημη υποβολή της κοινοποίησης αποτελεί σημαντικό τμήμα του συνολικού χρονικού πλαισίου για τον έλεγχο. Τα εμπλεκόμενα μέρη ξεκινούν την περίοδο πριν από την κοινοποίηση με την υποβολή αίτησης για τον ορισμό μιας ομάδας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ανταγωνισμού. Μετά τον προσδιορισμό της ομάδας ελέγχου της υπόθεσης (case team) από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού και την εκχώρηση αριθμού υπόθεσης, το επόμενο βήμα είναι μία ανεπίσημη επαφή με την εν λόγω ομάδα για να συζητηθεί το χρονοδιάγραμμα. Οι συζητήσεις ξεκινούν με την υποβολή λεπτομερούς σχεδίου του εντύπου CO για την εξέτασή του. Η εξέταση από την ομάδα ελέγχου απαιτεί συνήθως πέντε εργάσιμες ημέρες και έπειτα οι εκπρόσωποι των εμπλεκόμενων μερών συναντώνται συνήθως με την ομάδα είτε αυτοπροσώπως είτε τηλεφωνικά προκειμένου να λάβουν τα σχόλιά τους και να συζητήσουν το χρονοδιάγραμμα. Μετά από αυτήν την συνάντηση, η ομάδα ελέγχου μπορεί να αποστείλει αιτήματα για πρόσθετες πληροφορίες στα εμπλεκόμενα μέρη, τα οποία θα πρέπει να ενσωματώσουν τις απαντήσεις τους σε ένα νέο σχέδιο του εντύπου CO. Οι απαντήσεις στις αρχικές αιτήσεις παροχής πληροφοριών (requests for information - RFI) ενδέχεται να οδηγήσουν σε περαιτέρω αιτήματα της ομάδας για πρόσθετες πληροφορίες. Σε ορισμένες περιπτώσεις, μπορεί να χρειαστεί να υποβληθούν πολλαπλά σχέδια του εντύπου CO για την εξέταση από την ομάδα ελέγχου. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού συνιστά στα μέρη να υποβάλουν το συντομότερο δυνατόν, εντός της περιόδου πριν από την κοινοποίηση, εσωτερικά έγγραφα, όπως παρουσιάσεις του διοικητικού συμβουλίου, έρευνες, αναλύσεις, εκθέσεις και μελέτες, που αναλύουν την σχεδιαζόμενη συναλλαγή, την οικονομική της λογική, την ανταγωνιστική της σημασία και το πλαίσιο της αγοράς. Σε περιπτώσεις υψηλής πολυπλοκότητας, είναι συνήθης πρακτική οι ομάδες ελέγχου να ζητούν και να πραγματοποιούν επιτόπια επίσκεψη στις σχετικές εγκαταστάσεις κατά την περίοδο πριν από την κοινοποίηση, προκειμένου να διευκολυνθούν στην κατανόηση των διαδικασιών παραγωγής και των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων.

Προτού τα εμπλεκόμενα μέρη καταθέσουν επίσημα το τελικό έντυπο CO, είναι σημαντικό να διασφαλιστεί ότι το έντυπο περιλαμβάνει όλες τις πληροφορίες που η ομάδα ελέγχου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ανταγωνισμού θεωρεί απαραίτητες για την έρευνά της. Εάν τα εμπλεκόμενα μέρη δεν το πράξουν αυτό, η ομάδα ελέγχου μπορεί να απορρίψει την επίσημη κατάθεση ως ελλιπή. Για παράδειγμα, τον Ιούλιο του 2019, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κηρύσσει την κοινοποίηση στην υπόθεση M.9406 (υπόθεση LONE STAR - STARK GROUP

με SAINT-GOBAIN BDD) ελλιπή περίπου δύο εβδομάδες μετά την έναρξη της εξέτασης της φάσης I, ωθώντας πάλι την συναλλαγή στην φάση πριν από την κοινοποίηση. Αυτή είναι η πρώτη φορά που η Επιτροπή κηρύσσει ελλιπή μία κοινοποίηση από το 2015. Η περίοδος πριν από την κοινοποίηση μπορεί να διαρκέσει πολλούς μήνες σε πολύπλοκες υποθέσεις. Η συναλλαγή Halliburton/Baker Hughes (υπόθεση M.7477), στην οποία η περίοδος πριν από την κοινοποίηση διαρκεί περίπου 13 μήνες, αποτελεί ακραίο παράδειγμα. Για τις συγκεντρώσεις που πληρούν τις προϋποθέσεις της απλουστευμένη διαδικασίας, η περίοδος πριν από την κοινοποίηση μπορεί να απαιτήσει μόνον μερικές εβδομάδες, αν και για τις συναλλαγές που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις της εν λόγω διαδικασίας, η περίοδος πριν από την κοινοποίηση συχνά διαρκεί περισσότερο από έναν μήνα, ακόμη και στις μη σύνθετες υποθέσεις.

Φάση I της έρευνας: Η επίσημη κατάθεση του τελικού εντύπου CO, εφόσον γίνει δεκτή ως πλήρης, ξεκινάει την "φάση I" της έρευνας της ομάδας ελέγχου της υπόθεσης. Η Επιτροπή έχει στη διάθεσή της έως και 25 εργάσιμες ημέρες, οι οποίες εκκινούν την πρώτη εργάσιμη ημέρα μετά την επίσημη κατάθεση. Μέχρι το τέλος αυτής της περιόδου, η Επιτροπή πρέπει να εκδώσει απόφαση για την συναλλαγή ή να ξεκινήσει λεπτομερή έρευνα "φάσης II". Μετά την αποδοχή της κατάθεσης ως πλήρους, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού δημοσιεύει στον δικτυακό της τόπο μία σελίδα πληροφοριών με τα ονόματα των μερών, τον αριθμό της υπόθεσης, την ημερομηνία της κοινοποίησης και την προσωρινή ημερομηνία λήξης της φάσης I, και ενημερώνει την σελίδα αυτήν, καθώς εξελίσσεται η εξέταση, με άλλες βασικές ημερομηνίες. Αρκετές ημέρες μετά την κατάθεση, η Επιτροπή δημοσιεύει ανακοίνωση στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καλώντας τα τρίτα μέρη να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους εντός συγκεκριμένης προθεσμίας από την ημερομηνία δημοσίευσης. Η ομάδα ελέγχου της υπόθεσης μπορεί επίσης να στείλει ερωτηματολόγια ελέγχου της αγοράς σε πελάτες, ανταγωνιστές και προμηθευτές. Ο Κανονισμός περί συγκεντρώσεων (άρθρο 18(4)) προβλέπει ότι η Επιτροπή έχει το δικαίωμα να επικοινωνεί με τρίτους που αιτιολογημένα ενδιαφέρονται για τη διαδικασία του ελέγχου.

Εάν ο έλεγχος της αρμόδιας ομάδας δεν εγείρει σοβαρές αμφιβολίες ως προς την συμβατότητα της συγκέντρωσης με την εσωτερική αγορά, δηλαδή τον κίνδυνο η συναλλαγή να παρεμποδίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό στην εσωτερική αγορά της Ένωσης, τότε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα εκδώσει απόφαση έγκρισης έως την 25^η εργάσιμη ημέρα της περιόδου εξέτασης. Από το 1990 που ξεκινά ο έλεγχος των συγκεντρώσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η Επιτροπή έχει εγκρίνει περίπου το 90% όλων των κοινοποιημένων συγκεντρώσεων χωρίς όρους στην φάση I. Από την εισαγωγή της απλουστευμένης διαδικασίας το 2000, οι εγκρίσεις με τη διαδικασία αυτή αντιπροσωπεύουν περίπου το 66% όλων των εγκρίσεων χωρίς όρους στη φάση I. Αντίθετα, εάν η επανεξέταση εγείρει σοβαρές αμφιβολίες, τότε η αρμόδια ομάδα ελέγχου της υπόθεσης θα πραγματοποιήσει συνάντηση με τα εμπλεκόμενα μέρη περίπου την 15^η εργάσιμη ημέρα της φάσης I. Τα εμπλεκόμενα μέρη έχουν τότε τη δυνατότητα να υποβάλουν διορθωτικά μέτρα που αίρουν τις σοβαρές αμφιβολίες, με σκοπό να αποφευχθεί η έναρξη έρευνας φάσης II. Αυτά τα διορθωτικά μέτρα πρέπει να υποβληθούν πριν από την λήξη της 20^{ης} εργάσιμης ημέρας. Εάν δεν υποβάλλουν εγκαίρως διορθωτικά μέτρα και εάν η περαιτέρω έρευνα της ομάδας ελέγχου δεν εξαλείψει τις σοβαρές αμφιβολίες, η Επιτροπή εκκινεί έρευνα φάσης II. Επισημαίνεται ότι η έγκαιρη υποβολή διορθωτικών μέτρων από τα εμπλεκόμενα μέρη παρατείνει αυτόματα την περίοδο της φάσης I κατά 10 εργάσιμες ημέρες. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, η ομάδα ελέγχου θα αξιολογήσει τα διορθωτικά μέτρα

και θα τα δοκιμάσει στην αγορά με πελάτες και ανταγωνιστές. Το αργότερο την 35^η εργάσιμη ημέρα, η Επιτροπή εκδίδει απόφαση έγκρισης υπό όρους, εάν διαπιστώσει ότι τα διορθωτικά μέτρα αίρουν τις σοβαρές ανησυχίες ή ξεκινά έρευνα φάσης II, εάν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι δεν αίρονται. Οι συγκεντρώσεις που απελευθερώνονται υπό όρους στο τέλος της φάσης I και οι συγκεντρώσεις που περνούν στη φάση II αντιπροσωπεύουν, αντίστοιχα, περίπου το 3-4% όλων των κοινοποιημένων συγκεντρώσεων.

Φάση II της έρευνας: Όταν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ξεκινήσει έρευνα φάσης II, η περίοδος έρευνας των 90 εργάσιμων ημερών υπολογίζεται από το τέλος της περιόδου φάσης I, ενώ υπάρχει και δυνατότητα για εθελοντική παράταση της περιόδου των 90 εργάσιμων ημερών. Τα εμπλεκόμενα μέρη μπορούν να ζητήσουν από την Επιτροπή να παρατείνει την περίοδο, εάν υποβάλλουν το αίτημα πριν από την λήξη της 15^{ης} εργάσιμης ημέρας της περιόδου. Η Επιτροπή μπορεί να αναλάβει πρωτοβουλία για την παράταση της περιόδου της φάσης II ανά πάσα στιγμή, αλλά μπορεί να την παρατείνει μόνον με την συμφωνία των εμπλεκόμενων μερών. Η συνολική διάρκεια αυτών των παρατάσεων δεν μπορεί να υπερβαίνει συνολικά τις 20 εργάσιμες ημέρες. Επιπλέον, η Επιτροπή μπορεί να αναστείλει τη διάρκεια της περιόδου, εάν, με υπαιτιότητα μιας εκ των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στην συγκέντρωση, παρεμποδίζεται η έρευνα.

Η Επιτροπή εκκινεί την φάση II με την έκδοση εμπιστευτικής απόφασης που περιγράφει λεπτομερώς τους λόγους των σοβαρών ανησυχιών της. Εν συνεχεία, η ομάδα ελέγχου της υπόθεσης καθορίζει συνάντηση με τα εμπλεκόμενα μέρη εντός δύο εβδομάδων από την απόφαση. Πριν από την συνάντηση αυτήν, τα εμπλεκόμενα μέρη υποβάλλουν συνήθως προς συζήτηση γραπτές παρατηρήσεις σχετικά με την απόφαση. Η ομάδα ελέγχου διεξάγει έρευνα μέσω περαιτέρω αιτημάτων για πληροφορίες προς τα εμπλεκόμενα μέρη και επαφών με τα λοιπά ενδιαφερόμενα τρίτα μέρη.

Όταν η περαιτέρω έρευνα της ομάδας ελέγχου τεκμηριώνει επαρκώς ότι η συναλλαγή δεν παρεμποδίζει σημαντικά τον ανταγωνισμό και δεν ενέχει τον κίνδυνο δημιουργίας μονοπωλίου, η Επιτροπή εκδίδει απόφαση έγκρισης της συναλλαγής. Σε αντίθετη περίπτωση η Επιτροπή εκκινεί την επεξεργασία της δήλωσης αντιρρήσεων (statement of objections), στην οποία αναπτύσσονται σε βάθος τα ευρήματα και τα συμπεράσματά της. Πριν την έκδοση της δήλωσης είθισται η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού να πραγματοποιεί εκ νέου συνάντηση με τα εμπλεκόμενα μέρη. Τα εμπλεκόμενα μέρη μπορούν να αποφύγουν την κοινοποίηση της δήλωσης αντιρρήσεων, που συχνά πραγματοποιείται κατά την συνάντηση ή αμέσως μετά από αυτήν, εάν δηλώσουν ότι επιθυμούν να υποβάλουν διορθωτικά μέτρα (remedies) και προχωρήσουν αμέσως σε αυτά. Η δήλωση αντιρρήσεων είναι εμπιστευτική και εκδίδεται με απευθείας κοινοποίηση στα εμπλεκόμενα μέρη, ενώ η έκδοσή της γίνεται το αργότερο εντός επτά ή οκτώ εβδομάδων μετά την έναρξη της φάσης II. Τέτοιες δηλώσεις αντιρρήσεων εκδίδονται για περίπου το 40% των υποθέσεων της φάσης II. Τα εμπλεκόμενα μέρη έχουν το δικαίωμα να απαντήσουν γραπτώς στο έγγραφο που τους κοινοποιείται και να ζητήσουν προφορική ακρόαση.

Τα εμπλεκόμενα μέρη μπορούν να υποβάλουν διορθωτικά μέτρα για την άρση των προβλημάτων ανταγωνισμού σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο πριν από την λήξη της 65^{ης} εργάσιμης ημέρας της περιόδου επανεξέτασης της φάσης II και η υποβολή διορθωτικών μέτρων κατά ή μετά την 55^η εργάσιμη ημέρα παρατείνει αυτόματα την περίοδο ελέγχου φάσης II κατά 15 επιπλέον εργάσιμες ημέρες. Μέχρι την λήξη της περιόδου ή πριν από αυτήν, η

Επιτροπή δύναται να εκδώσει απόφαση έγκρισης υπό όρους, εάν διαπιστώσει ότι τα προσφερόμενα διορθωτικά μέτρα αίρουν τις ήδη γνωστές ανταγωνιστικές ανησυχίες της ομάδας ελέγχου ή απόφαση απαγόρευσης, εάν διαπιστώσει ότι δεν τις αίρουν ή εάν τα εμπλεκόμενα μέρη δεν υποβάλλουν καθόλου διορθωτικά μέτρα. Σε ποσοστιαία βάση, περίπου το 27% των υποθέσεων της φάσης II καταλήγουν σε έγκριση χωρίς όρους, το 60% σε έγκριση υπό όρους και το υπόλοιπο ποσοστό σε απαγόρευση.

Εν συντομία, διαπιστώνεται ότι ο πιο σύντομος τρόπος ολοκλήρωσης μιας συναλλαγής προκύπτει όταν τίθεται σε ισχύ η απλουστευμένη διαδικασία ή εναλλακτικά, για τις συναλλαγές που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις της, η προετοιμασία ενός εμπειριστατωμένου σχεδίου του εντύπου CO. Η στενή συνεργασία με την καθορισμένη ομάδα ελέγχου της Επιτροπής κατά την περίοδο πριν από την κοινοποίηση μπορεί να βοηθήσει στην αποφυγή εκπλήξεων κατά την φάση I. Αντίθετα διαπιστώνεται ότι όταν η διαδικασία περάσει από όλα τα στάδια ελέγχου, και χωρίς να συνυπολογίζεται το διάστημα πριν από την κοινοποίηση, η συνολική διάρκεια δυνητικά μπορεί να φτάσει τους 5 μήνες (145 μέρες).

Επισημαίνεται ότι η Επιτροπή, κατά την αξιολόγηση των συγκεντρώσεων για παρεμπόδιση του ανταγωνισμού στην εσωτερική αγορά, λαμβάνει υπόψη μόνον τα κριτήρια που επικεντρώνονται σε θέματα ανταγωνισμού (Κανονισμός περί συγκεντρώσεων άρθρο 2(1)).

Απαίτηση Αναστολής

Είναι αντιληπτό ότι η ολοκλήρωση μιας συναλλαγής πριν την σχετική άδεια της Επιτροπής απαγορεύεται (Κανονισμός άρθρο 7(1)). Τον Μάιο του 2018, το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης κρίνει ότι οι ενέργειες που πραγματοποιούνται και είναι αναγκαίες για την επίτευξη της αλλαγής ελέγχου, ακόμη και αν δεν ολοκληρώνουν οι ίδιες την αλλαγή ελέγχου, μπορούν να παραβιάζουν την υποχρέωση σεβασμού της απαίτησης αναστολής (υπόθεση C-633/16, EY Denmark and KPMG Denmark).

Εξάιρεση από την απαίτηση αναστολής ισχύει για την πραγματοποίηση δημόσιας προσφοράς ή σειράς συναλλαγών επί κινητών αξιών, υπό την προϋπόθεση ότι ο αποκτών ενημερώνει αμέσως για την συγκέντρωση και δεν ασκεί τα δικαιώματα ψήφου που συνδέονται με τις κινητές αξίες. Το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιβεβαιώνει με πρόσφατη απόφαση την θέση της Επιτροπής ότι η εξάιρεση για σειρά απόκτησης δικαιωμάτων σε κινητές αξίες δεν εφαρμόζεται όταν μία επιχείρηση αποκτά αρχικά ένα σημαντικό μειοψηφικό πακέτο μετοχών που της παρέχει de facto αποκλειστικό έλεγχο σε μία εταιρεία με σκοπό να αποκτήσει αργότερα πλειοψηφικό πακέτο μετοχών μέσω δημόσιας προσφοράς (υπόθεση C-10/18 P, MARINE HARVEST έναντι της Ευρωπαϊκής Επιτροπής).

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή μπορεί επίσης να χορηγήσει εξάιρεση από την απαίτηση αναστολής κατόπιν αιτιολογημένου αιτήματος που θα αποδεικνύει εξαιρετικές περιστάσεις (Κανονισμός άρθρο 7(3)). Ενδεικτικό είναι ότι η Επιτροπή έχει χορηγήσει εξαιρέσεις σε περίπου 130 περιπτώσεις από την έναρξη ισχύος του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων.

Εγκυρότητα Συναλλαγής

Η εγκυρότητα μιας συναλλαγής, η οποία έχει ολοκληρωθεί πριν την λήψη της απαιτούμενης άδειας, εξαρτάται από το αποτέλεσμα της έρευνας της Επιτροπής (Κανονισμός άρθρο 7(4)). Συγκεκριμένα, εάν μία συναλλαγή πραγματοποιηθεί και εν συνεχεία πάρει την έγκριση της Επιτροπής, με ή χωρίς όρους, θεωρείται έγκυρη. Αντίθετα στην περίπτωση που απαγορευθεί από την Επιτροπή, θεωρείται άκυρη. Μοναδική εξαίρεση σε αυτόν τον κανόνα υφίσταται για τις συναλλαγές τίτλων, οι οποίες θεωρούνται άκυρες μόνον εάν ο αγοραστής ή/και ο πωλητής γνώριζαν ή όφειλαν να γνωρίζουν ότι η συναλλαγή πραγματοποιήθηκε κατά παράβαση της απαίτησης αναστολής. Επιπλέον, εάν η Επιτροπή απαγορεύσει μία ήδη ολοκληρωμένη συναλλαγή, ενδέχεται τα μέρη να αναγκαστούν να λύσουν την συγκέντρωση, ώστε να αποκατασταθεί, στο μέτρο του δυνατού, η κατάσταση που επικρατούσε πριν από την ολοκλήρωση της συναλλαγής (Κανονισμός περί συγκεντρώσεων άρθρο 8(4)). Παράλληλα η Επιτροπή δύναται να διατάξει ή να λάβει οποιοδήποτε άλλο πρόσφορο μέτρο για να εξασφαλίσει ότι τα μέρη θα διαλύσουν την συναλλαγή και θα αποκαταστήσουν την προηγούμενη κατάσταση.

Ουσιαστικά, οι πιο σημαντικοί κίνδυνοι, που ενέχει η ολοκλήρωση μιας συγκέντρωσης χωρίς προηγούμενη έγκριση της Επιτροπής, είναι η ακυρότητα της συναλλαγής και η επιβολή προστίμων.

Η εγκυρότητα της συναλλαγής εξαρτάται από το κατά πόσον μπορεί να ικανοποιήσει όλες τις παραμέτρους της δοκιμασίας επιπτώσεων στον ανταγωνισμό (substantive test) που προβλέπει ο Κανονισμός. Υπενθυμίζεται ότι η Επιτροπή στα πλαίσια των αρμοδιοτήτων της οφείλει να απαγορεύει ως ασυμβίβαστες με την εσωτερική αγορά, τις συγκεντρώσεις που παρεμποδίζουν σημαντικά τον ανταγωνισμό στο σύνολο ή σε σημαντικό τμήμα της αγοράς, ιδίως λόγω της δημιουργίας ή της ενίσχυσης δεσπόζουσας θέσης (Κανονισμός περί συγκεντρώσεων άρθρο 2(3)). Το τεστ επιπτώσεων στον ανταγωνισμό (substantive test), χρησιμοποιείται για να καθοριστεί αν αυτό συμβαίνει.

Αντίθετα, ο κίνδυνος επιβολής προστίμου εξαρτάται από την ολοκλήρωση μιας συγκέντρωσης εκ προθέσεως ή εξ αμελείας πριν δοθεί η έγκριση της Επιτροπής. Επισημαίνεται ότι η Επιτροπή είναι εξουσιοδοτημένη να επιβάλει πρόστιμα έως και το 10% του συνολικού παγκόσμιου κύκλου εργασιών καθεμιάς από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις, όταν αυτές πραγματοποιούν συγκέντρωση χωρίς έγκριση (Κανονισμός, άρθρο 14(2)).

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιβάλλει τον Απρίλιο του 2018 το πρώτο πρόστιμο για τέτοιου είδους συγκέντρωση (υπόθεση M.7993, Altice και PT Portugal) ύψους 124,5 εκατομμυρίων ευρώ στον αγοραστή, επειδή η συμφωνία αγοράς μετοχών με τον πωλητή συμπεριλαμβάνει ορισμένες διατάξεις που αποσκοπούν στη διατήρηση της αξίας του στόχου κατά την περίοδο πριν από την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιβάλλει πρόστιμα για δύο ξεχωριστές παραβάσεις: 62,25 εκατομμύρια ευρώ για μερική εφαρμογή πριν από την κοινοποίηση και 62,25 εκατομμύρια ευρώ για μερική εφαρμογή μετά την κοινοποίηση, αλλά πριν από την έγκρισή της. Η Επιτροπή αναγνωρίζει στην απόφασή της ότι είναι σύνηθες και σκόπιμο να περιλαμβάνονται ρήτρες που αποσκοπούν στην προστασία της αξίας του στόχου πριν από την ολοκλήρωση της συναλλαγής, υπό την προϋπόθεση ότι οι ρήτρες περιορίζονται αυστηρά στο μέτρο που είναι απαραίτητο για να διασφαλιστεί η διατήρηση της αξίας του στόχου. Διαπιστώνει ωστόσο, ότι οι εν λόγω ρήτρες υπερβαίνουν αυτό το όριο και παραβιάζουν

την απαίτηση αναστολής, καθώς επιτρέπουν στον αγοραστή να ασκεί αποφασιστική επιρροή μέσω της εξουσίας να εγκρίνει τον διορισμό των ανώτερων διοικητικών στελεχών του στόχου, την τιμολογιακή πολιτική του και τους εμπορικούς όρους και προϋποθέσεις με τους πελάτες, καθώς και τη δυνατότητά του να συνάπτει, να καταγγέλλει ή να τροποποιεί ένα ευρύ φάσμα συμβάσεων. Κατόπιν έφεσης, το Γενικό Δικαστήριο επικυρώνει την απόφαση της Επιτροπής, αλλά μειώνει το πρόστιμο ύψους 62,25 εκατ. ευρώ για μερική εφαρμογή πριν από την κοινοποίηση κατά 10%, επειδή ο αγοραστής είχε ενημερώσει την Επιτροπή για την συναλλαγή πριν από την υπογραφή της σύμβασης αγοράς μετοχών και της είχε αποστείλει αίτηση ανάθεσης σε ομάδα ελέγχου αμέσως μετά την υπογραφή.

Ολοκλήρωση Διαδικασίας

Η κανονιστική διαδικασία ολοκληρώνεται με την έκδοση απόφασης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή όπου :

- διαπιστώνεται ότι η συγκέντρωση δεν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού (φάση I),
- εγκρίνεται η συγκέντρωση χωρίς όρους (φάση I ή φάση II),
- εγκρίνεται η συγκέντρωση υπό όρους, με την προϋπόθεση της τήρησης των δεσμεύσεων σχετικά με τα διορθωτικά μέτρα (φάση I ή φάση II), ή
- απαγορεύεται η συγκέντρωση (φάση II).

Η διαδικασία μπορεί επίσης να λήξει χωρίς απόφαση, εάν τα μέρη αποδείξουν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή ότι έχουν εγκαταλείψει την συγκέντρωση. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού έχει εκδώσει σχετικό ενημερωτικό σημείωμα, με το οποίο καθορίζει τα απαιτούμενα για την απόδειξη της εγκατάλειψης της συγκέντρωσης. Θεωρητικά, η διαδικασία μπορεί επίσης να λήξει, εάν λήξει η προθεσμία και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν έχει λάβει καμία απόφαση. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η συγκέντρωση θεωρείται ότι έχει εγκριθεί (Κανονισμός περί συγκεντρώσεων άρθρο 10(6)), αν και συνήθως η Επιτροπή επιλέγει να λάβει απόφαση αντί να επιτρέψει τη λήξη της προθεσμίας.

Διορθωτικά Μέτρα

Η ευθύνη για την υποβολή μέτρων βαραίνει τα εμπλεκόμενα μέρη, τα οποία θα πρέπει να λάβουν υπόψη ότι οι προτάσεις που υποβάλλονται στην Επιτροπή πρέπει να εφαρμόζονται άμεσα, και παράλληλα πρέπει να έχουν μακροχρόνιο χαρακτήρα για την διασφάλιση του ανταγωνισμού και τον κατευνασμό οιασδήποτε ανησυχιών. Αν και η Επιτροπή δεν διαπραγματεύεται επίσημα τα διορθωτικά μέτρα με τα εμπλεκόμενα μέρη, η πραγματικότητα είναι ότι πραγματοποιούνται σχετικές επικοινωνίες και, εφόσον η Επιτροπή κρίνει ότι καλύπτεται από τα προτεινόμενα μέτρα, τότε τα εμπλεκόμενα μέρη τα υποβάλλουν επίσημα με την μορφή δεσμεύσεων. Εν συνεχεία η απόφαση έγκρισης που εκδίδεται, υπόκειται σε όρους και υποχρεώσεις που αποσκοπούν στη διασφάλιση της συμμόρφωσης με τις αναληφθείσες δεσμεύσεις.

Είναι δυνατόν, και μάλιστα όχι σπάνιο φαινόμενο, τα εμπλεκόμενα μέρη να προτείνουν διορθωτικά μέτρα (remedies) που περιέχουν τροποποιήσεις στην συναλλαγή με σκοπό την

λήψη έγκρισης από την Επιτροπή, εάν η τελευταία δεχτεί ότι οι τροποποιήσεις εξαλείφουν πλήρως τις ανησυχίες περί αθέμιτου ανταγωνισμού. Επισημαίνεται δε ότι διορθωτικά μέτρα υποβάλλονται στην Επιτροπή, ανεξάρτητα από το αν η συγκέντρωση αφορά εταιρείες εντός της Ένωσης ή αν αφορά συναλλαγή εταιρειών που προέρχονται από τρίτες χώρες.

Η ανακοίνωση της Επιτροπής για τα αποδεκτά διορθωτικά μέτρα (Commission notice on remedies acceptable under Council Regulation (EC) No 139/2004) (European Commission notice on acceptable remedies , 2008) που δημοσιεύτηκε το 2008, παρέχει το πλαίσιο αναφορικά με τις βασικές προϋποθέσεις για τις αποδεκτές δεσμεύσεις, την καταλληλότητα των διαφόρων τύπων διορθωτικών μέτρων, καθώς και τις διαδικασίες για την υποβολή από τα εμπλεκόμενα μέρη και για την αποδοχή των διορθωτικών μέτρων από την Επιτροπή.

Τα μέτρα κρίνονται σε δύο επίπεδα. Το πρώτο είναι ότι οι δεσμεύσεις πρέπει να εξαλείφουν πλήρως τις ανησυχίες για τον ανταγωνισμό, να έχουν ολοκληρωμένο χαρακτήρα και να είναι αποτελεσματικές από κάθε άποψη. Το δεύτερο είναι ότι οι δεσμεύσεις πρέπει να εφαρμόζονται αποτελεσματικά σε σύντομο χρονικό διάστημα, δεδομένου ότι οι συνθήκες ανταγωνισμού στην αγορά δεν θα διατηρηθούν μέχρι την εκπλήρωσή τους.

Κατά την αξιολόγηση της δεύτερης προϋπόθεσης, δηλαδή κατά πόσον η προτεινόμενη δέσμευση θα εξαλείψει πιθανώς τις διαπιστωθείσες ανησυχίες για τον ανταγωνισμό, η Επιτροπή εξετάζει όλους τους παράγοντες που σχετίζονται με το ίδιο το προτεινόμενο μέτρο, συμπεριλαμβανομένου, μεταξύ άλλων, του τύπου, της κλίμακας και του πεδίου εφαρμογής του, το οποίο κρίνεται με βάση τη δομή και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς για την οποία προκύπτουν οι ανησυχίες για τον ανταγωνισμό, συμπεριλαμβανομένης της θέσης των μερών και των άλλων παραγόντων στην αγορά.

Επιπλέον, ο απαιτούμενος βαθμός βεβαιότητας για την εφαρμοσιμότητα των μέτρων κρίνεται από την υλοποίηση των προτεινόμενων δεσμεύσεων και δυνητικά επηρεάζεται από κινδύνους που αφορούν την μεταβίβαση μιας προς εκποίηση επιχείρησης, όπως οι όροι που θέτουν τα μέρη για την εκποίηση, τα δικαιώματα τρίτων σε σχέση με την επιχείρηση ή οι κίνδυνοι εξεύρεσης κατάλληλου αγοραστή, καθώς και οι κίνδυνοι σε σχέση με την υποβάθμιση των περιουσιακών στοιχείων έως ότου πραγματοποιηθεί η εκποίηση.

Τα Είδη των Διορθωτικών Μέτρων

Εκποίηση

Οι διορθωτικές δεσμεύσεις και ειδικότερα οι εκποιήσεις, που προτείνονται από τα μέρη, νοείται ότι πληρούν τις αναγκαίες προϋποθέσεις μόνον εφόσον η Επιτροπή είναι σε θέση να συμπεράνει με τον απαιτούμενο βαθμό βεβαιότητας ότι είναι δυνατή η εφαρμογή τους και ότι είναι πιθανόν οι νέες εμπορικές δομές που θα προκύψουν από αυτές να είναι επαρκώς λειτουργικές και διαρκείς, ώστε να διασφαλίζεται ότι δεν θα προκύψει σημαντικό εμπόδιο για τον ανταγωνισμό. Τα μέρη οφείλουν να εξαλείψουν αυτές τις αβεβαιότητες, όσον αφορά την εφαρμογή του διορθωτικού μέτρου, κατά την υποβολή του στην Επιτροπή. Οι δεσμεύσεις εκποίησης είναι ο καλύτερος τρόπος για την εξάλειψη των προβλημάτων ανταγωνισμού που προκύπτουν από οριζόντιες επικαλύψεις και μπορεί επίσης να είναι το καλύτερο μέσο για την επίλυση προβλημάτων όταν προκύπτουν ανησυχίες από κάθετες ή ετερογενείς συγκεντρώσεις. Σύμφωνα με την νομολογία του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο βασικός στόχος των δεσμεύσεων είναι να εξασφαλιστούν ανταγωνιστικές δομές της αγοράς. Κατά συνέπεια, οι

δεσμεύσεις διαρθρωτικού χαρακτήρα, όπως η δέσμευση για την πώληση μιας επιχειρηματικής μονάδας, είναι κατά κανόνα προτιμότερες από την άποψη του στόχου του Κανονισμού συγκεντρώσεων, δεδομένου ότι οι δεσμεύσεις αυτές αποτρέπουν διαχρονικά τα προβλήματα ανταγωνισμού που θα προκαλούσε η κοινοποιηθείσα συγκέντρωση και δεν απαιτούν, επιπλέον μεσοπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα μέτρα παρακολούθησης. Ωστόσο, δεν μπορεί να αποκλειστεί αυτομάτως το ενδεχόμενο να είναι και άλλα είδη δεσμεύσεων ικανά να αποτρέψουν την σημαντική παρεμπόδιση του ανταγωνισμού.

Αναφορικά με τα διαρθρωτικά διορθωτικά μέτρα που συνεπάγονται εκποίηση, η ανακοίνωση της Επιτροπής για τα αποδεκτά μέτρα διακρίνει τρεις περιπτώσεις. Η πρώτη, και η πλέον συνήθης στην πράξη, περιλαμβάνει τη δέσμευση να πωληθούν τα περιουσιακά στοιχεία ή η επιχείρηση που εκχωρείται εντός καθορισμένης περιόδου μετά την απόφαση έγκρισης. Η δεύτερη, η οποία χρησιμοποιείται σε περιπτώσεις όπου ενδέχεται να υπάρχουν σημαντικά εμπόδια για τον εντοπισμό κατάλληλου αγοραστή, είναι ένα διορθωτικό μέτρο κατά το οποίο παρουσιάζεται εκ των προτέρων ο αγοραστής και τα εμπλεκόμενα μέρη δεσμεύονται να μην ολοκληρώσουν την υπό όρους εγκριθείσα από την Επιτροπή συγκέντρωση πριν από την σύναψη δεσμευτικής συμφωνίας με τον αγοραστή των περιουσιακών στοιχείων. Η τρίτη, η οποία είναι η λιγότερο συνηθισμένη στην πράξη, είναι η αποκαλούμενη λύση "fix-it-first", κατά την οποία τα εμπλεκόμενα μέρη πρέπει να συνάψουν νομικά δεσμευτική συμφωνία με αγοραστή της εκποιούμενης επιχείρησης πριν η Επιτροπή εγκρίνει την συγκέντρωση (Spinks & Daly, 2022).

Η ανακοίνωση της Επιτροπής για τα αποδεκτά διορθωτικά μέτρα περιγράφει επίσης τις απαιτήσεις για την υλοποίηση των δεσμεύσεων, συμπεριλαμβανομένης της διαδικασίας εκποίησης, τις διαδικασίες για την αποδοχή από την Επιτροπή της καταλληλότητας του αγοραστή των εκποιούμενων περιουσιακών στοιχείων ή επιχειρήσεων και της συμφωνίας πώλησης και αγοράς, καθώς και τις υποχρεώσεις των εμπλεκόμενων μερών κατά την ενδιάμεση περίοδο μέχρι την ολοκλήρωση της εκποίησης. Τα εμπλεκόμενα μέρη πρέπει να ολοκληρώσουν την εκποίηση εντός καθορισμένης προθεσμίας που συμφωνείται με την Επιτροπή. Εν αναμονή της ολοκλήρωσης αυτής, τα εμπλεκόμενα μέρη θα πρέπει να διατηρούν τα περιουσιακά στοιχεία ή τις επιχειρήσεις που εκχωρούνται διαχωρισμένα και υπό την επίβλεψη διαχειριστή παρακολούθησης.

Προκειμένου οι δεσμεύσεις να θεωρηθούν σύμφωνες με τα δύο επίπεδα ελέγχου, πρέπει να υπάρχει ικανότητα τεκμηρίωσης της αποτελεσματικής εφαρμογής τους και δυνατότητα παρακολούθησής τους. Οι εκποιήσεις, από την στιγμή που υλοποιούνται, δεν απαιτούν περαιτέρω μέτρα παρακολούθησης, όμως άλλα είδη δεσμεύσεων απαιτούν αποτελεσματικούς μηχανισμούς παρακολούθησης, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι η αποτελεσματικότητά τους δεν μειώνεται ή ακόμη και δεν εξαλείφεται από τα εμπλεκόμενα μέρη. Για τον λόγο αυτόν και ανεξάρτητα από το είδος του διορθωτικού μέτρου, οι δεσμεύσεις περιλαμβάνουν συνήθως ρήτρα επανεξέτασης (review clause). Αυτή η ρήτρα μπορεί να επιτρέψει στην Επιτροπή, κατόπιν αιτήματος των μερών που αποδεικνύουν σοβαρούς λόγους, να χορηγήσει παράταση των προθεσμιών ή, σε εξαιρετικές περιστάσεις, να παραιτηθεί, να τροποποιήσει ή να αντικαταστήσει τις δεσμεύσεις. Στην περίπτωση που δεν τεκμαίρεται η υλοποίηση των μέτρων μέσω των μηχανισμών παρακολούθησης, οι δεσμεύσεις αυτές θεωρούνται ως απλές δηλώσεις πρόθεσης των μερών και δεν ισοδυναμούν με δεσμευτικές υποχρεώσεις, καθώς, λόγω της έλλειψης αποτελεσματικών μηχανισμών παρακολούθησης, τυχόν παραβίασή τους δεν θα

μπορούσε να οδηγήσει σε ανάκληση της απόφασης, σύμφωνα με τις διατάξεις του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων. Επιπλέον, εάν τα μέρη υποβάλλουν προτάσεις διορθωτικών μέτρων τόσο εκτεταμένες και περίπλοκες που δεν επιτρέπουν στην Επιτροπή να διαπιστώσει με τον απαιτούμενο βαθμό βεβαιότητας, κατά την στιγμή της απόφασής της, ότι θα εφαρμοστούν πλήρως και ότι είναι πιθανόν να διατηρήσουν το επίπεδο ανταγωνισμό στην αγορά, δεν μπορεί να εκδοθεί απόφαση έγκρισης. Τέλος, η Επιτροπή επισημαίνει ότι το είδος του διορθωτικού μέτρου που θεωρείται ως κατάλληλο για την εξάλειψη των προβλημάτων ανταγωνισμού που έχουν εντοπιστεί, πρέπει να εξετάζεται κατά περίπτωση.

Λοιπά μέτρα (συμπεριφορικά)

Είναι εφικτό να γίνει μία γενική διάκριση μεταξύ εκποιήσεων και των λοιπών διορθωτικών διορθωτικών μέτρων, όπως παραδείγματος χάριν η παροχή πρόσβασης σε βασικές υποδομές ή εισροές με όρους που δεν εισάγουν διακρίσεις (Access remedies), τροποποίηση μακροχρόνιων αποκλειστικών συμβάσεων (Change of long-term exclusive contracts) και δεσμεύσεις σχετικά με την μελλοντική συμπεριφορά της συγχωνευθείσας οντότητας και ειδικότερα αναφορικά με την αποχή της από ορισμένες εμπορικές συμπεριφορές. Οι λοιπές διορθωτικές δεσμεύσεις μπορεί να είναι κατάλληλες για την επίλυση όλων των τύπων προβλημάτων, εάν τα προτεινόμενα διορθωτικά μέτρα είναι ισοδύναμα με τις εκποιήσεις ως προς τα αποτελέσματά τους (άρθρο 61). Οι δεσμεύσεις που αφορούν την μελλοντική συμπεριφορά της συγχωνευμένης οντότητας μπορεί να είναι αποδεκτές μόνον κατ' εξαίρεση σε πολύ συγκεκριμένες περιπτώσεις και μόνον εάν η λειτουργικότητά τους διασφαλίζεται πλήρως με αποτελεσματική εφαρμογή και παρακολούθηση (σύμφωνα με τα αναφερόμενα στα άρθρα 13-14, 66, 69), και εάν δεν κινδυνεύουν να οδηγήσουν σε στρεβλωτικές επιπτώσεις στον ανταγωνισμό. Σε κάθε περίπτωση, οι συμπεριφορικές δεσμεύσεις που λαμβάνουν την μορφή υπόσχεσης περί μη αύξησης των τιμών, μείωσης του εύρους των προϊόντων ή κατάργησης των εμπορικών σημάτων, δεν εξαλείφουν γενικά τις ανησυχίες για τον ανταγωνισμό που προκύπτουν από τις οριζόντιες επικαλύψεις (European Commission notice on acceptable remedies , 2008).

Επιπλέον στις εξαιρετικές περιπτώσεις που η Επιτροπή εξετάζει συμπεριφορικά μέτρα, είναι και οι περιπτώσεις που οι ανησυχίες για τον ανταγωνισμό προκύπτουν από τις δομές ομίλων (σε αντίθεση με τις οριζόντιες ή κάθετες σχέσεις). Τον Δεκέμβριο του 2020, η Επιτροπή δέχεται αμφιλεγόμενες μακροχρόνιες δεσμεύσεις συμπεριφοράς σε μια υπόθεση υψηλού ενδιαφέροντος που αφορούσε την εξαγορά της Fitbit, ενός κατασκευαστή έξυπνων ρολογιών παρακολούθησης της φυσικής κατάστασης, από την Google (υπόθεση M.9660). Η Google συμφώνησε, μεταξύ άλλων, να μην χρησιμοποιεί τα δεδομένα της Fitbit για διαφημιστικούς σκοπούς. Οι πολύ περιορισμένες επικαλύψεις στις επιχειρήσεις της Google και της Fitbit ήταν ένας από τους παράγοντες που οδήγησαν την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να κρίνει ότι οι δεσμεύσεις συμπεριφοράς ήταν κατάλληλες σε αυτήν την περίπτωση (Sprinks & Daly, 2022).

Χρονοδιάγραμμα Υποβολής Διορθωτικών Μέτρων

Το χρονοδιάγραμμα για την υποβολή διορθωτικών μέτρων εξαρτάται από το στάδιο αξιολόγησης της συναλλαγής και τα εμπλεκόμενα μέρη μπορούν να υποβάλουν διορθωτικά

μέτρα σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο πριν από την εκπνοή των προκαθορισμένων προθεσμιών.

Η προθεσμία για την υποβολή διορθωτικών μέτρων φάσης I είναι πριν από την λήξη της 20^{ης} εργάσιμης ημέρας της περιόδου ελέγχου. Η έγκαιρη υποβολή διορθωτικών μέτρων φάσης I έχει ως αποτέλεσμα την αυτόματη παράταση της περιόδου ελέγχου από 25 σε 35 εργάσιμες ημέρες.

Η προθεσμία για την υποβολή διορθωτικών μέτρων φάσης II λήγει πριν από την λήξη της 65^{ης} εργάσιμης ημέρας της περιόδου επανεξέτασης. Ωστόσο υπάρχει περίπτωση που η Επιτροπή έχει αποδεχθεί δεσμεύσεις που για πρώτη φορά υποβλήθηκαν μετά την 65^η εργάσιμη ημέρα. Η υποβολή μέτρων μετά την 54^η εργάσιμη ημέρα έχει ως αποτέλεσμα την αυτόματη παράταση της περιόδου επανεξέτασης κατά 15 επιπλέον εργάσιμες ημέρες (European Commission notice on acceptable remedies , 2008).

Διαδικασία Υποβολής

Τα εμπλεκόμενα μέρη πρέπει να υποβάλουν επίσημη δέσμευση, συνοδευόμενη από συμπληρωμένο έντυπο RM (το FORM RM επισυνάπτεται ως παράρτημα IV στον Εκτελεστικό Κανονισμό 914/2023), στο οποίο περιγράφεται η δέσμευση, εξηγείται η καταλληλότητά της για την άρση της ανησυχίας για τον ανταγωνισμό, προσδιορίζονται τυχόν αποκλίσεις από τα πρότυπα κείμενα της Επιτροπής και παρέχονται λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με την εκποιούμενη επιχείρηση. Η συνήθης πρακτική είναι να υποβάλλεται ένα σχέδιο της δέσμευσης και το συμπληρωμένο έντυπο RM για εξέταση και σχόλια στην ομάδα ελέγχου της υπόθεσης της Επιτροπής. Η ομάδα ελέγχου μπορεί στην συνέχεια να επανέλθει με ερωτήσεις που θα πρέπει να απαντήσουν τα μέρη πριν δώσει την έγκρισή της για την υποβολή της τελικής επίσημης δέσμευσης και του τελικού εντύπου RM. Μετά την παραλαβή της επίσημης δέσμευσης, η Επιτροπή, πριν την αποδεχθεί, την ελέγχει με τους λοιπούς παράγοντες της αγοράς. Εφόσον η Επιτροπή θεωρήσει τις προτεινόμενες δεσμεύσεις ως κατάλληλες, εκδίδει ανακοίνωση για τα αποδεκτά διορθωτικά μέτρα, όπου γίνεται και διάκριση μεταξύ όρων και υποχρεώσεων. Παραδείγματος χάριν, η απαίτηση ολοκλήρωσης μιας εκποίησης εντός του χρονοδιαγράμματος της δέσμευσης αποτελεί όρο, ενώ τα μέτρα εφαρμογής που είναι αναγκαία για την επίτευξη του αποτελέσματος αυτού (π.χ. διορισμός διαχειριστή) αποτελούν γενικά υποχρεώσεις (European Commission Implementing Regulation, 2023).

Παραβίαση Όρων και Υποχρεώσεων

Η παραβίαση ενός όρου έχει αυτόματα ως αποτέλεσμα να μην ισχύει πλέον η απόφαση έγκρισης και μπορεί να οδηγήσει την Επιτροπή στην λήψη προσωρινών μέτρων για τη διατήρηση των συνθηκών ανταγωνισμού στην αγορά. Στην συνέχεια η Επιτροπή μπορεί να προχωρήσει στην έναρξη έρευνας φάσης II, χωρίς ωστόσο να δεσμεύεται από τις προθεσμίες του Κανονισμού περί Συγχωνεύσεων (άρθρο 8(7)). Σε συγκεκριμένες περιπτώσεις, η Επιτροπή μπορεί να δώσει εντολή στα μέρη να ακυρώσουν την συγκέντρωση. Τέλος σε περίπτωση παραβίασης όρου, η Επιτροπή δύναται να επιβάλει πρόστιμο μέχρι δέκα τοις εκατό του συνολικού κύκλου εργασιών της ενδιαφερόμενης επιχείρησης.

Αντίθετα η παραβίαση μιας υποχρέωσης, δεν οδηγεί σε αυτόματη ανάκληση της έγκρισης. Είναι στη διακριτική ευχέρεια της Επιτροπής εάν θα το πράξει. Εναλλακτικά μπορεί να επιβάλει πρόστιμο έως ένα τοις εκατό του συνολικού κύκλου εργασιών για την παράβαση ή και περιοδικές χρηματικές ποινές έως το πέντε τοις εκατό του μέσου ημερήσιου συνολικού κύκλου εργασιών, με σκοπό να υποχρεώσει την επιχείρηση να συμμορφωθεί με την υποχρέωση (Spinks & Daly, 2022).

Επισημαίνεται ότι η δικαιοδοσία της Επιτροπής για την επιβολή προστίμων ή κυρώσεων υπόκειται σε τριετή παραγραφή σε περίπτωση παραβάσεων των διατάξεων που αφορούν τις κοινοποιήσεις, τις αιτήσεις για πληροφόρηση και τις επιθεωρήσεις (Κανονισμός (ΕΟΚ) αριθ. 2988/74 του Συμβουλίου). Η προθεσμία εκκινεί από την ημέρα διάπραξης της παράβασης ή, σε περίπτωση συνεχιζόμενης ή επαναλαμβανόμενης παράβασης, από την ημέρα παύσης της. Οποιαδήποτε ενέργεια της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ή μιας Εθνικής Επιτροπής Ανταγωνισμού, που ενεργεί κατόπιν αιτήματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τους σκοπούς προκαταρκτικής έρευνας ή διαδικασίας σχετικά με την παράβαση (αίτηση για περαιτέρω πληροφόρηση, γραπτή εξουσιοδότηση ή απόφαση που διατάσσει επιθεώρηση, έναρξη διαδικασίας ή έκδοση κοινοποίησης αιτιάσεων) διακόπτει την προθεσμία η οποία εκκινεί εκ νέου. Τέλος, η εξουσία της Επιτροπής να εκτελεί αποφάσεις επιβολής προστίμων ή κυρώσεων υπόκειται σε πενταετή παραγραφή που εκκινεί από την ημέρα έκδοσης της απόφασης της.

Προσβολή Απόφασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

Οι αποφάσεις της Επιτροπής μπορούν να προσβληθούν σε πρώτο βαθμό από το Γενικό Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (βάσει του άρθρου 263 της Σύμβασης για την λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης). Ο αποδέκτης ή οι αποδέκτες της απόφασης της Επιτροπής μπορούν να ασκήσουν έφεση. Λοιποί εμπλεκόμενοι (π.χ. ο στόχος μιας εχθρικής δημόσιας πρότασης, ανταγωνιστές, πελάτες, εκπρόσωποι των εργαζομένων) μπορούν επίσης να ασκήσουν προσφυγή, εφόσον τους αφορά άμεσα και ατομικά η απόφαση.

Το Γενικό Δικαστήριο (General Court) δεν μπορεί να υποκαταστήσει την εκτίμηση της συγκέντρωσης από την Επιτροπή. Αντιθέτως, πρέπει να περιορίζει τον έλεγχο του στο κατά πόσον η Επιτροπή είναι αρμόδια να εκδώσει την απόφαση, αιτιολογεί επαρκώς την απόφασή της, αναφέρει επακριβώς τα πραγματικά περιστατικά, έχει υποπέσει σε πρόδηλη πλάνη εκτίμησης ή έχει διαπράξει κατάχρηση εξουσίας. Οι αποφάσεις του Γενικού Δικαστηρίου μπορούν να αναιρεθούν στο Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EU Court of Justice), αλλά μόνον επί νομικών ζητημάτων. Εάν ένα εκ των δύο αρμόδιων οργάνων ακυρώσει την απόφαση, η Επιτροπή πρέπει να επανεξετάσει την συγκέντρωση σε νέα διαδικασία φάσης I, υπό το φως των τότε υφιστάμενων συνθηκών της αγοράς, και, εφόσον είναι αναγκαίο, σύμφωνα με νέα κοινοποίηση (Κανονισμός περί συγκεντρώσεων άρθρο 10(5)).

Η προθεσμία για την προσβολή της απόφασης είναι δύο μήνες και 10 ημέρες από α) την κοινοποίηση της απόφασης στην περίπτωση των αποδεκτών της απόφασης, ή β) την ημέρα που η απόφαση περιήλθε σε γνώση τους στην περίπτωση τρίτων (Spinks & Daly, 2022).

Το Νομικό Πλαίσιο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο

Ιστορικά Στοιχεία

Δραστηριότητα στον τομέα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο υπάρχει κατά κύματα από τα τέλη του 19^{ου} αιώνα. Από το 1985 έχουν ανακοινωθεί περισσότερες από 103.070 σχετικές συναλλαγές ύψους περίπου 5,69 τρισεκατομμυρίων λιρών Αγγλίας (GBP). Ο μεγαλύτερος αριθμός συναλλαγών πραγματοποιείται το έτος 2000, οπότε και ανακοινώνονται περισσότερες από 5.100 συναλλαγές.

Στην πιο πρόσφατη ιστορία, το 2017 πραγματοποιούνται 3.916 συμφωνίες συνολικής αξίας 326 δις GBP, παρουσιάζοντας, σε σχέση με το 2016, σημαντική αύξηση και ως προς τον αριθμό και ως προς την αξία αυτών. Επίσης το 2021 υπάρχει σημαντική αύξηση των συναλλαγών σε σχέση με το 2020, οπότε γίνονται 55 προσφορές για εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου, έναντι 40 αντίστοιχων προσφορών το 2020. Επιπλέον το 2021 υπάρχει μεγάλη αύξηση των προσφορών άνω του ενός δις GBP σε σχέση με το 2020 και συγκεκριμένα 21 προσφορές το 2021 έναντι 10 προσφορών το 2020 (Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances United Kingdom M&A Statistics, 2023) και (Cheveley, et al., 2022).

Δημόσιες και Ιδιωτικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται, μεταξύ άλλων, σε δημόσιες και ιδιωτικές. Στις δημόσιες συγχωνεύσεις και εξαγορές ο αγοραστής εξαγοράζει μία εταιρεία ήδη εισηγμένη στο χρηματιστήριο, της οποίας η μετοχή βρίσκεται ήδη σε δημόσια διαπραγμάτευση στην αγορά μετοχών. Για τις εισηγμένες εταιρείες υπάρχει μεγάλος αριθμός κανόνων που είναι σε ισχύ, ώστε να προστατεύονται οι επενδυτές.

Στις ιδιωτικές συγχωνεύσεις και εξαγορές οι μετοχές δεν αποτελούν αντικείμενο δημόσιας διαπραγμάτευσης σε οποιονδήποτε χρηματιστηριακό δείκτη. Στις περιπτώσεις αυτές, πλην συγκεκριμένων που στην συνέχεια αναφέρονται, ισχύουν λιγότεροι κανόνες και ρυθμίσεις (A Guide to Mergers and Acquisitions by Wilson Browne, n.d.).

Γενικό Νομικό Πλαίσιο

Κύρια Νομοθεσία

Ο Κώδικας Εξαγορών του Ηνωμένου Βασιλείου ή Κώδικας (UK Takeover Code – Code) εμπεριέχει τους περισσότερους κανόνες που ισχύουν για τις δημόσιες εξαγορές, καθώς και για συγκεκριμένες ιδιωτικές εξαγορές. Ο Κώδικας εφαρμόζεται από την Επιτροπή Εξαγορών του Ηνωμένου Βασιλείου ή Επιτροπή (UK Takeover Panel – Panel) (The Takeover Panel Takeover Code, 2023). Θεσμική βάση και των δύο αποτελεί ο Νόμος περί Εταιρειών του 2006 (Companies Act 2006 – CA2006).

Πρωταρχικός στόχος είναι η διασφάλιση δίκαιης και ισότιμης μεταχείρισης όλων των μετόχων της εταιρείας-στόχου, καθώς και η γρήγορη και αποτελεσματική επίλυση τυχόν προβλημάτων (Avery-Gee & Cox, 2023).

Ο Κώδικας στην 13^η έκδοσή του (επικαιροποιήθηκε τον Ιούνιο 2022) περιλαμβάνει έξι Γενικές Αρχές (General Principles). Πέραν των Γενικών Αρχών υπάρχουν 38 Λεπτομερείς Κανόνες (Detailed Rules) για τη διαδικασία των εξαγορών, οι οποίοι αναφέρονται στα χρονοδιαγράμματα που πρέπει να τηρηθούν, στην πληροφόρηση που πρέπει να είναι διαθέσιμη στους μετόχους και τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, καθώς και στην συμπεριφορά του υποψήφιου αγοραστή και της εταιρείας-στόχου τόσο κατά την περίοδο της προσφοράς, όσο και μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Το ζητούμενο της Επιτροπής είναι οι Γενικές Αρχές και οι κανόνες να εφαρμόζονται με τρόπο που επιτυγχάνει τους υποκείμενους στόχους τους.

Κατά διαστήματα η Επιτροπή εκδίδει συγκεκριμένες Οδηγίες Εφαρμογής (Practice Statements), που παρέχουν ανεπίσημα οδηγίες σε σχέση με τον Κώδικα, αλλά δεν αποτελούν τμήμα του και συνεπώς δεν είναι δεσμευτικές για την Επιτροπή (Cheveley, et al., 2022) και (Berkner, et al., 2023).

Ο Κώδικας εφαρμόζεται σε προσφορές εξαγορών και άλλες συναλλαγές σχετιζόμενες με συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιρειών με καταστατική έδρα στο Ηνωμένο Βασίλειο, τις Νήσους της Μάγχης ή την Νήσο Μαν και οι οποίες έχουν κινητές αξίες εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου ή σε μηχανισμό διαπραγμάτευσης, όπως η κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου (London Stock Exchange – LSE) ή η Αγορά Εναλλακτικών Επενδύσεων (Alternative Investment Market – AIM) ή σε χρηματιστήριο των Νήσων της Μάγχης ή της Νήσου Μαν.

Ο Κώδικας εφαρμόζεται επίσης σε δημόσιες και ιδιωτικές εταιρείες που δεν έχουν κινητές αξίες εισηγμένες προς διαπραγμάτευση, εφόσον η καταστατική τους έδρα βρίσκεται στο Ηνωμένο Βασίλειο, τις Νήσους της Μάγχης ή την Νήσο Μαν και ο “τόπος κεντρικής διαχείρισης και ελέγχου” τους είναι επίσης στο Ηνωμένο Βασίλειο, στις Νήσους της Μάγχης ή στη Νήσο Μαν. Αυτό είναι γνωστό ως το "κριτήριο διαμονής" και καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από την κατοικία του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας.

Ωστόσο, στην περίπτωση ιδιωτικών εταιρειών, ο Κώδικας εφαρμόζεται μόνον εάν ικανοποιείται το κριτήριο διαμονής και εφόσον, εντός των προηγούμενων 10 ετών, είτε:

- η εταιρεία έχει κινητές αξίες εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου ή σε πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης ή σε οποιοδήποτε χρηματιστήριο των Νήσων της Μάγχης ή της Νήσου Μαν,
- οι συναλλαγές ή/και οι τιμές των κινητών αξιών της εταιρείας δημοσιεύονται σε τακτική βάση για συνεχές χρονικό διάστημα τουλάχιστον έξι μηνών,
- οι κινητές αξίες της εταιρείας έχουν τεθεί σε καθεστώς εμπορίας ή
- η εταιρεία έχει καταθέσει ενημερωτικό δελτίο σε οποιαδήποτε αρχή του Ηνωμένου Βασιλείου, των Νήσων της Μάγχης ή της Νήσου Μαν (Avery-Gee & Cox, 2023).

Λοιπή Νομοθεσία και Κανονισμοί

Ο Νόμος περί Εταιρειών του 2006 (The Companies Act 2006), που θεσμοθετεί τον Κώδικα και τις ρυθμιστικές αρμοδιότητες της Επιτροπής.

Επίσης περιλαμβάνει :

- Τις διαδικασίες που σχετίζονται με την υποχρεωτική απόκτηση μετοχών μειοψηφίας (και το δικαίωμα εξαγοράς μιας μειοψηφίας).

- Διατάξεις που παρέχουν σε μία δημόσια εταιρεία το δικαίωμα να ερευνά ποιος έχει συμφέρον στις μετοχές της.
- Απαγόρευση παράνομης οικονομικής βοήθειας για την απόκτηση μετοχών μιας δημόσιας εταιρείας.
- Τις διαδικασίες που σχετίζονται με συστήματα διακανονισμού και
- Μία πολύ σπάνια, αν όχι καθόλου, χρησιμοποιούμενη θεσμοθετημένη διαδικασία για την συγγώνευση ή/και τη διάσπαση των δημοσίων εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου.

Ο Κανονισμός Κατάχρησης Αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου (The UK Market Abuse Regulation - UK MAR). Πρόκειται για την έκδοση του Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την Κατάχρηση Αγοράς (596/2014), που έχει υιοθετηθεί μετά το Brexit και η οποία σε γενικές γραμμές είναι αντίστοιχη με τον MAR. Σύμφωνα με τον Κανονισμό απαγορεύεται η εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών, η παράνομη αποκάλυψη εμπιστευτικών πληροφοριών και η χειραγώγηση της αγοράς.

Ο Νόμος περί Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών και Αγορών του 2000 (The Financial Services and Markets Act 2000), με τον οποίο εξουσιοδοτείται η Αρχή Χρηματοοικονομικής Συμπεριφοράς (Financial Conduct Authority - FCA) να απαιτεί πληροφορίες από εκδότες και τους διευθυντές ή ανώτερα διευθυντικά στελέχη τους σε σχέση με ορισμένες απαιτήσεις γνωστοποίησης βάσει του UK MAR με σκοπό την προστασία των χρηστών και την εύρυθμη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Ο Νόμος περί Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών του 2012 (The Financial Services Act 2012), ο οποίος προβλέπει ότι συνιστούν αδίκημα ορισμένες παραπλανητικές δηλώσεις ή εντυπώσεις για συγκεκριμένες επενδύσεις.

Ο Νόμος περί Ποινικής Δικαιοσύνης του 1993 (The Criminal Justice Act 1993), σύμφωνα με τον οποίο είναι ποινικό αδίκημα η συμμετοχή σε ορισμένες συναλλαγές κινητών αξιών του κατόχου εμπιστευτικών πληροφοριών ή η ενθάρρυνση άλλων να συναλλάσσονται και/ή να διαβιβάζουν εμπιστευτικές πληροφορίες.

Οι Κανόνες Καταχώρισης (The Listing Rules). Οι κανόνες ισχύουν για δημόσιες εταιρείες με κινητές αξίες εγγεγραμμένες στον Επίσημο Κατάλογο της FCA και, στην περίπτωση εισαγωγής στο χρηματιστήριο εταιρείας με μετοχές με premium (σε αντίθεση με τις τυπικές), απαιτείται έγκριση μετόχου για συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη και σημαντικές εξαγορές (σχετικά με το 25 % ή περισσότερο του ακαθάριστου ενεργητικού, των κερδών, του ακαθάριστου κεφαλαίου ή την κεφαλαιοποίησης της αγοράς).

Οι Ρυθμιστικοί Κανόνες για το Ενημερωτικό Δελτίο της FCA (The FCA's Prospectus Regulation Rules). Απαιτείται συνήθως, ενώ υπάρχουν συγκεκριμένες εξαιρέσεις, η έκδοση ενημερωτικού δελτίου ή αντίστοιχου εγγράφου για προσφορά κινητών αξιών στο κοινό του Ηνωμένου Βασιλείου ή όπου οι κινητές αξίες πρόκειται να γίνουν δεκτές προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Οι Οδηγίες Γνωστοποίησης και οι Κανόνες Διαφάνειας (The Disclosure Guidance and Transparency Rules - DTRs), απαιτούν την γνωστοποίηση της ύπαρξης σημαντικού πακέτου μετοχών με δικαίωμα ψήφου της εταιρείας-στόχου που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά.

Ο Νόμος περί Εθνικής Ασφάλειας και Επενδύσεων 2021 (The National Security and Investment Act 2021 - NSIA). Ο νόμος τέθηκε σε πλήρη ισχύ από τις 4 Ιανουαρίου 2022 και

εξουσιοδοτεί την κυβέρνηση να ζητήσει επανεξέταση, από την άποψη της εθνικής ασφάλειας, των συναλλαγών που εμπίπτουν σε ελέγχους συγκεκριμένων ορίων. Οι συναλλαγές σε καθορισμένους, δυνητικά ευαίσθητους, τομείς πρέπει να κοινοποιούνται στην κυβέρνηση, ενώ άλλες μπορούν να γνωστοποιούνται οικειοθελώς. Η κυβέρνηση έχει την εξουσία να επιβάλλει όρους ή ακόμη και να απαγορεύει συναλλαγές που προκαλούν ανησυχίες για την εθνική ασφάλεια.

Ο Νόμος περί Επιχειρήσεων του 2002 (The Enterprise Act 2002). Ο Νόμος τροποποιήθηκε το 2013 από τον Νόμο **the Enterprise and Regulatory Reform Act 2013**. Ο νόμος για τις επιχειρήσεις είναι η βασική πηγή της νομοθεσίας για τον έλεγχο των συγχωνεύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο και εφαρμόζεται από την Αρχή Ανταγωνισμού και Αγορών του Ηνωμένου Βασιλείου (**The UK's Competition and Markets Authority - CMA**).

Ο Κανονισμός για τις Συγχωνεύσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης - 139/2004 (The EU Merger Regulation 139/2004 - EUMR). Το Ηνωμένο Βασίλειο αποχωρεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση στις 31 Ιανουαρίου 2020, οπότε και λαμβάνει το καθεστώς τρίτης χώρας και αρχίζει η μεταβατική περίοδος που διαρκεί έως τις 31 Δεκεμβρίου 2020 (European Union on Brexit, 2020). Μετά την ημερομηνία αυτή δεν ισχύει στο Ηνωμένο Βασίλειο ο συγκεκριμένος Κανονισμός. Παρόλα αυτά, οι συγκεντρώσεις με διάσταση και στην Ευρωπαϊκή Ένωση, που πληρούν τα όρια δικαιοδοσίας, πρέπει να συνεχίσουν να κοινοποιούνται και να γίνονται αποδεκτές από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή πριν την υλοποίηση (Cheveley, et al., 2022).

Αρμόδιες Αρχές

Η Επιτροπή Εξαγορών (The Takeover Panel) είναι ένα ανεξάρτητο όργανο που οι κύριες αρμοδιότητές του είναι η έκδοση και διαχείριση των διατάξεων του Κώδικα Εξαγορών (Takeover Code), καθώς και η επίβλεψη και ρύθμιση εξαγορών και άλλων θεμάτων στα οποία έχει εφαρμογή ο Κώδικας. Οι κύριοι σκοποί της Επιτροπής είναι η εξασφάλιση δίκαιης μεταχείρισης για όλους τους μετόχους και ενός εύρυθμου πλαισίου για προσφορές εξαγορών. Η Επιτροπή αποτελείται από 35 μέλη, που αντιπροσωπεύουν ένα εύρος ειδικών σε ζητήματα εξαγορών, αγορών κινητών αξιών, βιομηχανίας και εμπορίου. Ο Πρόεδρος, οι Αναπληρωτές Πρόεδροι και άλλα 20 Μέλη διορίζονται μετά από πρόταση της επιτροπής ανάδειξης υποψηφίων και 11 Μέλη διορίζονται από μεγάλους επιχειρηματικούς οργανισμούς (The Takeover Panel, 2023).

Το καθημερινό έργο της εποπτείας και ρύθμισης των εξαγορών διεξάγεται από την Εκτελεστική Επιτροπή, η οποία εκδίδει αποφάσεις σχετικά με την ερμηνεία, την εφαρμογή και την επίδραση του Κώδικα, διεξάγει έρευνες και παρακολουθεί τις συναλλαγές σε εταιρείες που υπόκεινται στους κανόνες του Κώδικα. Τα εμπλεκόμενα μέρη μιας εξαγοράς μπορεί να έχουν συχνή επαφή με την Εκτελεστική Επιτροπή. Υπάρχει δυνατότητα υποβολής έφεσης κατά των αποφάσεων της Εκτελεστικής Επιτροπής στην Επιτροπή Ακροάσεων, η οποία κυρίως επανεξετάζει τις αποφάσεις της Εκτελεστικής Επιτροπής. Οι προσφυγές κατά των αποφάσεων της Επιτροπής Ακροάσεων εξετάζονται από ένα ανεξάρτητο όργανο, το Συμβούλιο Προσφυγών Εξαγοράς.

Η Αρχή Χρηματοοικονομικής Συμπεριφοράς (Financial Conduct Authority - FCA) είναι η ρυθμιστική αρχή των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και κινητών αξιών. Έχει

την ευθύνη για τη διαχείριση των κανόνων εισαγωγής στο χρηματιστήριο, των ρυθμιστικών κανόνων για το ενημερωτικό δελτίο, των οδηγιών γνωστοποίησης και των κανόνων διαφάνειας, καθώς και για την παρακολούθηση και τη διερεύνηση της ενδεχόμενης κατάχρησης αγοράς βάσει του σχετικού κανονισμού. Όλοι οι ελεγχόμενοι τομείς μπορεί να είναι σχετικοί στο πλαίσιο εξαγοράς μιας εταιρείας με μετοχές εισηγμένες στην κύρια αγορά και ο κανονισμός για την κατάχρηση αγοράς επεκτείνεται και σε μη εισηγμένες εταιρείες που διαπραγματεύονται σε άλλες δημόσιες αγορές (για παράδειγμα Alternative Investment Market).

Η Αρχή Ανταγωνισμού και Αγορών (The Competition and Markets Authority - CMA) λειτουργεί ως αρχή ελέγχου των συγχωνεύσεων βάσει του νόμου περί επιχειρήσεων του 2002. Η Αρχή Ανταγωνισμού και Αγορών διοικείται από μη κυβερνητικό συμβούλιο και διαθέτει ομάδα ανεξάρτητων μελών με μεγάλη εμπειρία σε θέματα επιχειρήσεων, οικονομίας, δικαίου και πολιτικής ανταγωνισμού. Έχει αρμοδιότητα να διερευνά τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων σε σχέση με θέματα τόσο δημοσίου συμφέροντος, όσο και ανταγωνισμού. Στο Ηνωμένο Βασίλειο εφαρμόζεται μία προαιρετική διαδικασία εξέτασης δύο σταδίων των συγχωνεύσεων που πληρούν τις προβλεπόμενες προϋποθέσεις. Στο τέλος της έρευνάς της η Αρχή μπορεί να εγκρίνει, να επιβάλει όρους ή να απαγορεύσει την συγκεκριμένη συναλλαγή (Cheveley, et al., 2022) και (Parr, et al., 2022).

Γενικές Αρχές

Οι ακόλουθες γενικές αρχές ισχύουν για τις δημόσιες εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο:

- Σε όλους τους κατόχους κινητών αξιών της ίδιας κατηγορίας μιας εταιρείας-στόχου πρέπει να παρέχεται ισοδύναμη μεταχείριση και, εάν ένα πρόσωπο αποκτήσει τον έλεγχο μιας εταιρείας, οι άλλοι κάτοχοι των κινητών αξιών πρέπει να προστατεύονται.
- Οι κάτοχοι των κινητών αξιών μιας εταιρείας-στόχου πρέπει να έχουν επαρκή χρόνο και πληροφόρηση, ώστε να μπορούν να λάβουν μία ορθά τεκμηριωμένη απόφαση σχετικά με την προσφορά. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου, όταν συμβουλεύει τους κατόχους των τίτλων, πρέπει να διατυπώνει τις απόψεις του σχετικά με τις επιπτώσεις που θα έχει η υλοποίηση της προσφοράς στην απασχόληση, τις συνθήκες απασχόλησης και στις περιοχές που δραστηριοποιείται η εταιρεία.
- Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου πρέπει να ενεργεί προς το συμφέρον της εταιρείας ως συνόλου και δεν πρέπει να στερεί από τους κατόχους κινητών αξιών την ευκαιρία να αποφασίσουν για τα πλεονεκτήματα της προσφοράς.
- Δεν πρέπει να δημιουργούνται ψεύτικες αγορές στους τίτλους της εταιρείας-στόχου, της προσφέρουσας εταιρείας ή οποιασδήποτε άλλης εταιρείας που αφορά η προσφορά, με τρόπο που καθιστά τεχνητή την άνοδο ή την πτώση των τιμών των κινητών αξιών και στρεβλώνει την κανονική λειτουργία των αγορών.
- Ο προσφέρων – υποψήφιος αγοραστής οφείλει να μην ανακοινώνει προσφορά πριν διασφαλίσει ότι μπορεί να εκπληρώσει πλήρως οποιαδήποτε αντιπαροχή σε μετρητά και λάβει όλα τα εύλογα μέτρα για να εξασφαλίσει την υλοποίηση κάθε άλλου είδους αντιπαροχής.

- Μία εταιρεία-στόχος δεν πρέπει να παρεμποδίζεται εξαιτίας μιας προσφοράς για τους τίτλους της στον χειρισμό των υποθέσεων της πέραν ενός εύλογου χρονικού διαστήματος.

Περιορισμοί Αλλοδαπών Επενδύσεων

Ο Νόμος περί Εθνικής Ασφάλειας και Επενδύσεων που ισχύει από τον Ιανουάριο 2022 (The National Security and Investment Act 2021 - NSIA) εισάγει ένα νέο αυτόνομο καθεστώς επανεξέτασης των αλλοδαπών επενδύσεων για συναλλαγές που εγείρουν ζητήματα εθνικής ασφάλειας στο Ηνωμένο Βασίλειο. Υποχρεωτική γνωστοποίηση απαιτείται για τις συναλλαγές που εμπίπτουν σε 17 συγκεκριμένους ευαίσθητους τομείς, που είναι : προηγμένα υλικά, προηγμένη ρομποτική, τεχνητή νοημοσύνη, πυρηνικές εγκαταστάσεις, επικοινωνίες, εξοπλισμός ηλεκτρονικών υπολογιστών, κρίσιμοι προμηθευτές της κυβέρνησης, κρίσιμοι προμηθευτές των υπηρεσιών έκτακτης ανάγκης, κρυπτογραφική πιστοποίηση ταυτότητας, υποδομές δεδομένων, άμυνα, ενέργεια, είδη διπλής χρήσης (για στρατιωτικούς και πολιτικούς σκοπούς), κβαντικές τεχνολογίες, δορυφορικές και διαστημικές τεχνολογίες, συνθετική βιολογία και μεταφορές.

Τα γεγονότα που ενεργοποιούν την υποχρεωτική γνωστοποίηση είναι:

- Η απόκτηση ποσοστού άνω του 25 %, άνω του 50 % ή του 75 % ή και περισσότερου των ψήφων ή μετοχών μιας οντότητας που πληροί τις προϋποθέσεις (καλύπτει μία σειρά νομικών δομών, συμπεριλαμβανομένων των εταιρειών, των εταιρειών περιορισμένης ευθύνης και των καταπιστευμάτων) ή
- Η απόκτηση δικαιωμάτων ψήφου που επιτρέπουν ή εμποδίζουν την λήψη οποιασδήποτε απόφασης για τις υποθέσεις της οντότητας που πληροί τις προϋποθέσεις.

Για τις υποχρεωτικές γνωστοποιήσεις, η έγκριση πρέπει να ληφθεί πριν από την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Σε περίπτωση που δεν πραγματοποιηθεί η υποχρεωτική γνωστοποίηση, η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου μπορεί να επανεξετάσει την συμφωνία ανά πάσα στιγμή.

Τα γεγονότα ενεργοποίησης, που περιγράφονται ανωτέρω σε σχέση με συμφωνίες που δεν εμπίπτουν στους 17 υποχρεωτικούς τομείς, μπορούν να γνωστοποιηθούν οικειοθελώς προς έγκριση. Επίσης τα παρακάτω αναφερόμενα γεγονότα ενεργοποίησης μπορούν να γνωστοποιηθούν οικειοθελώς :

- Η απόκτηση ουσιώδους επιρροής στην πολιτική μιας οντότητας που πληροί τις προϋποθέσεις ή
- Η απόκτηση δικαιώματος ή συμφέροντος σε ένα περιουσιακό στοιχείο ή σε σχέση με ένα περιουσιακό στοιχείο, που πληροί τις προϋποθέσεις (καλύπτει τόσο υλικά περιουσιακά στοιχεία, κινητά ή ακίνητα, όσο και άυλα περιουσιακά στοιχεία), που παρέχει τη δυνατότητα χρήσης ή ελέγχου του (είτε εξ ολοκλήρου είτε σε μεγαλύτερο βαθμό).

Εκτός των 17 υποχρεωτικών τομέων, η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου έχει τη δυνατότητα να ζητήσει την επανεξέταση μιας συμφωνίας έως και πέντε έτη από το γεγονός ενεργοποίησης. Στο τέλος της περιόδου αξιολόγησης, η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου είτε θα εγκρίνει είτε θα επιβάλει όρους είτε θα απαγορεύσει την εξαγορά.

Οι οντότητες-στόχοι με έδρα εκτός Ηνωμένου Βασιλείου μπορεί να ελεγχθούν όταν είτε ασκούν δραστηριότητες στο Ηνωμένο Βασίλειο είτε παρέχουν αγαθά ή υπηρεσίες σε

πρόσωπα στο Ηνωμένο Βασίλειο. Τα περιουσιακά στοιχεία εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου καλύπτονται, εάν χρησιμοποιούνται σε σχέση με τη διεξαγωγή δραστηριοτήτων ή την παροχή αγαθών ή υπηρεσιών σε πρόσωπα στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Πριν από μία Δημόσια Προσφορά Εξαγοράς

Δικαιώματα και Εξουσίες Μετόχων

Τα βασικά δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των μετόχων είναι ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους σε μια βρετανική Public Limited Company (Plc), της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Πολλά από τα δικαιώματα μπορεί να τροποποιούνται από το καταστατικό της εταιρείας.

Πέραν της συσχέτισης με το ποσοστό συμμετοχής των μετόχων, σε ορισμένες περιπτώσεις τα σχετικά ποσοστά θα είναι τα ποσοστά των ψήφων που εγκρίθηκαν στην συνέλευση:

- Μία συνήθης απόφαση απαιτεί απλή πλειοψηφία των ψηφίζοντων. Εκτός εάν το καταστατικό προβλέπει διαφορετικά, μία συνήθης απόφαση δίνει τον έλεγχο για την σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, τη δυνατότητα διορισμού ελεγκτών, την αύξηση κεφαλαίου, την εξουσία διάθεσης μετοχών, τη διακήρυξη μερισμάτων και τον έλεγχο της εταιρείας γενικά.
- Μία ειδική απόφαση, που απαιτεί πλειοψηφία του 75% των μελών που ψηφίζουν, απαιτείται συχνά σε διάφορες περιπτώσεις, συνήθως όταν πρόκειται για καταστατική αλλαγή ή εάν απαιτείται από το καταστατικό, όπως για τροποποίηση άρθρων του καταστατικού, για αλλαγή της επωνυμίας της εταιρείας, για άδεια έκδοσης νέων μετοχών με τρόπο εκτός της κατ' αναλογία των υφιστάμενων μελών, για μείωση του κεφαλαίου, για έγκριση μιας εκούσιας εκκαθάρισης ή μιας ανασυγκρότησης ή ενός σχεδίου διακανονισμού ή συγχώνευσης. Δεδομένων των επιπέδων συμμετοχής στις περισσότερες συνεδριάσεις, μπορεί να είναι δυνατόν να εμποδιστεί μία ειδική απόφαση με ποσοστό συμμετοχής μικρότερο του 25%.

Περιορισμοί και Προσεκτικός Σχεδιασμός

Ο Κώδικας Εξαγορών περιέχει ορισμένους κανόνες που εφαρμόζονται ήδη πριν από την ανακοίνωση δημόσιας πρότασης εξαγοράς. Οι κανόνες αυτοί επιβάλλουν περιορισμούς και εμπόδια σε σχέση με την εκ των προτέρων δημιουργία μετοχικού κεφαλαίου από έναν υποψήφιο αγοραστή, ανακοινώσεις μιας ενδεχόμενης προσφοράς εξαγοράς από τον υποψήφιο αγοραστή ή την εταιρεία-στόχο και προηγούμενο ενδελεχή έλεγχο από έναν δυνητικό αγοραστή. Συνεπώς, απαιτείται προσεκτικός σχεδιασμός εάν ένας υποψήφιος αγοραστής ή η εταιρεία-στόχος προτίθεται να ξεκινήσει μία διαδικασία που πιθανώς θα οδηγήσει σε δημόσια προσφορά εξαγοράς.

Μυστικότητα, Ανακοινώσεις και Περίοδοι Προσφοράς

Πριν από κάθε δημόσια ανακοίνωση μιας προσφοράς, ο Κώδικας Εξαγορών απαιτεί απόλυτη μυστικότητα με στόχο την αποφυγή του κινδύνου ψεύτικης αγοράς. Πρέπει πάντα να χρησιμοποιούνται συμφωνημένες κωδικές ονομασίες για όλα τα μέρη, αντί των πραγματικών τους ονομάτων, από την στιγμή που εξετάζεται οποιαδήποτε εξαγορά. Οι σύμβουλοι οφείλουν

να ενημερώνουν τους πελάτες τους για την μεγάλη σημασία της τήρησης του απορρήτου. Ο Κώδικας Εξαγορών απαιτεί η προσφορά να υποβάλλεται, σε πρώτη φάση, στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου και να γνωστοποιείται η ταυτότητα του υποψήφιου αγοραστή.

Ορισμένες διατάξεις του Κώδικα Εξαγορών εφαρμόζονται μόνον κατά τη διάρκεια της “περιόδου προσφοράς”. Αυτή είναι η περίοδος που αρχίζει από την πρώτη ανακοίνωση μιας προσφοράς ή μιας πιθανής προσφοράς έως ότου είτε όλες οι ανακοινωθείσες προσφορές και πιθανές προσφορές έχουν λήξει ή αποσυρθεί είτε η προσφορά έχει ολοκληρωθεί. Το γεγονός ότι με την πρώτη ανακοίνωση αρχίζει μία περίοδος προσφορών, καθιστά τον χρόνο αυτής της ανακοίνωσης ιδιαίτερα σημαντικό.

Η ανακοίνωση απαιτείται από τον Κώδικα Εξαγορών :

- Όταν η σταθερή πρόθεση υποβολής προσφοράς κοινοποιείται στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου από τον υποψήφιο αγοραστή ή εκ μέρους του, ανεξάρτητα από την στάση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας-στόχου έναντι της προσφοράς.
- Όταν ένα πρόσωπο, αποκτώντας μετοχές, αυξάνει το συνολικό ποσοστό συμμετοχής του σε 30% ή περισσότερο και υποχρεούται να υποβάλει προσφορά.
- Όταν η προσέγγιση ενός ενδεχόμενου υποψήφιου αγοραστή, ή άλλου για λογαριασμό του, στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου, προκαλεί φήμες και εικασίες ή μία ανεπιθύμητη κίνηση στην τιμή της μετοχής της εταιρείας-στόχου (γενικά 5% ή περισσότερο).
- Όταν, αφού ένας πιθανός υποψήφιος αγοραστής εξετάσει για πρώτη φορά ενεργά το ενδεχόμενο υποβολής προσφοράς, αλλά πριν προσεγγίσει το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου, αυτή αποτελεί αντικείμενο φημών και εικασιών ή υπάρχει μία ανεπιθύμητη κίνηση στην τιμή της μετοχής της και υπάρχουν βάσιμοι λόγοι να θεωρηθούν αποτέλεσμα ενεργειών του δυνητικού υποψήφιου αγοραστή.
- Όταν οι διαπραγματεύσεις ή οι συζητήσεις πρόκειται να επεκταθούν πέραν ενός πολύ περιορισμένου αριθμού προσώπων, δηλαδή εκτός εκείνων που επιβάλλεται να γνωρίζουν εντός των εμπλεκόμενων εταιρειών και των άμεσων συμβούλων τους.
- Όταν αναζητείται αγοραστής για μετοχές που φέρουν συνολικά το 30% ή περισσότερο των δικαιωμάτων ψήφου μιας εταιρείας ή όταν το διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρείας επιδιώκει μία ή περισσότερες πιθανές προσφορές, και :
 - α) η εταιρεία αποτελεί αντικείμενο φημολογίας και κερδοσκοπίας ή υπάρχει μία ανεπιθύμητη κίνηση στην τιμή της μετοχής της ή
 - β) ο αριθμός των υποψήφιων αγοραστών πρόκειται να αυξηθεί και να περιλαμβάνει περισσότερους από έναν πολύ περιορισμένο αριθμό ατόμων.

Ο υποψήφιος αγοραστής έχει την ευθύνη να πραγματοποιήσει τις απαιτούμενες ανακοινώσεις πριν προσεγγίσει το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου. Μετά την προσέγγιση του διοικητικού συμβουλίου, η εταιρεία-στόχος έχει την ευθύνη να προβεί στις απαιτούμενες ανακοινώσεις, εκτός εάν έχει απερίφραστα απορρίψει κάθε προσέγγιση.

Κάθε ανακοίνωση της εταιρείας-στόχου πρέπει να αποκαλύπτει την ταυτότητα όλων των υποψήφιων αγοραστών που την έχουν προσεγγίσει, εκτός εάν η προσέγγιση αυτή απορρίπτεται απερίφραστα. Επίσης προσδιορίζει την έναρξη προθεσμίας 28 ημερών, εντός της οποίας οι υποψήφιοι αγοραστές πρέπει να αποσαφηνίσουν τις προθέσεις τους είτε δηλώνοντας ότι δεν θα υποβληθεί εκ μέρους τους προσφορά είτε προβαίνοντας σε γνωστοποίηση της

σταθερής τους πρόθεσης με τη δέσμευση ότι θα υποβληθεί επίσημη προσφορά. Αυτή είναι γνωστή ως η “ανακοίνωση 2.7”, διότι προβλέπεται στον Κανόνα 2.7 του Κώδικα Εξαγορών.

Ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί γενικά να αποφύγει να προβεί σε ανακοίνωση όταν υπάρχουν φήμες ή εικασίες σχετικά με τις προθέσεις του, σταματώντας την ενεργό εξέταση της προσφοράς (με την επιφύλαξη της απαλλαγής από την Επιτροπή, που συνήθως χορηγείται). Ο υποψήφιος αγοραστής πρέπει στην συνέχεια να μην προβεί σε υποβολή προσφοράς για την εταιρεία-στόχο για περίοδο έξι μηνών, εκτός από ορισμένες περιορισμένες περιπτώσεις. Ωστόσο, η Επιτροπή μπορεί να απαιτήσει την έκδοση ανακοίνωσης, εάν οι φήμες ή οι εικασίες συνεχίζονται σε σχέση με τον υποψήφιο αγοραστή.

Μόλις γίνει η “ανακοίνωση 2.7” του υποψήφιου αγοραστή για την σταθερή του πρόθεση να υποβάλει προσφορά, αυτός οφείλει (εκτός εάν λάβει την συγκατάθεση της Επιτροπής να πράξει διαφορετικά) να προχωρήσει στην προσφορά και να δημοσιεύσει σχετικό πλήρες και λεπτομερές έγγραφο εντός 28 ημερών από την εν λόγω ανακοίνωση. Στην περίπτωση που το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου συναινεί, η προθεσμία περιορίζεται σε 14 ημέρες.

Όταν ένα πρόσωπο προβαίνει σε δήλωση ότι δεν προτίθεται να υποβάλει προσφορά, δεσμεύεται κανονικά από την εν λόγω δήλωση για περίοδο έξι μηνών. Αυτή αναφέρεται ως “δήλωση 2.8”, διότι προβλέπεται στον Κανόνα 2.8 του Κώδικα Εξαγορών. Κάθε τέτοια δήλωση πρέπει να είναι σαφής και ξεκάθαρη. Είναι ουσιώδες να γνωρίζουν την αρχή αυτή τα εμπλεκόμενα στη διενέργεια δημόσιων προσφορών μέρη.

Γνωστοποίηση της Μετοχικής Συμμετοχής – Δομής

Στο αγγλικό δίκαιο υπάρχουν νομοθετικές διατάξεις που μπορούν να περιορίσουν τη δυνατότητα ενός προσώπου να συναλλάσσεται με μετοχές σε εισηγμένες εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου, και συνεπάγονται απαιτήσεις κοινοποίησης και γνωστοποίησης σχετικά με τις εν λόγω συναλλαγές ή τις μετοχές που προκύπτουν.

Οι διατάξεις αυτές είναι σε γενικές γραμμές διατυπωμένες έτσι ώστε να διασφαλίζεται ότι περιλαμβάνουν όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων που έχουν σχεδιαστεί να ρυθμίζουν. Ειδικότερα, ορισμοί όπως “συναλλαγές”, “σχετικές κινητές αξίες”, “χρηματοοικονομικά μέσα”, “επιλέξιμες επενδύσεις” και “συμφέροντα σε κινητές αξίες” λειτουργούν με τέτοιο τρόπο που επιτρέπει ένα ευρύ φάσμα εργαλείων να εμπίπτει π.χ. παράγωγα και δικαιώματα προαίρεσης, και συναλλαγές, όπως για παράδειγμα συμφωνίες ψήφου, συναλλαγές αντιστάθμισης κινδύνου.

Οι γενικοί κανόνες σχετικά με την γνωστοποίηση και τη διαφάνεια ισχύουν πριν από την έναρξη της περιόδου προσφοράς. Σύμφωνα με τους κανόνες αυτούς, εάν ένας υποψήφιος αγοραστής αρχίσει να δημιουργεί μερίδιο στην εταιρεία-στόχο, υποχρεούται να ανακοινώσει την συμμετοχή του, εάν τα συνδεδεμένα δικαιώματα ψήφου έχουν υπερβεί ένα καθορισμένο όριο γνωστοποίησης. Το αρχικό όριο είναι 3%, ενώ περαιτέρω γνωστοποίηση απαιτείται σε κάθε περίπτωση που συμπληρώνεται ή ξεπερνιέται επιπλέον 1%, δηλαδή 4%, 5%, 6% κ.λπ.

Επιπλέον, κάθε εταιρεία του Ηνωμένου Βασιλείου μπορεί, με γνωστοποίηση, σύμφωνα με το άρθρο 793 του Νόμου περί Εταιρειών του 2006, να ζητήσει από κάθε πρόσωπο να επιβεβαιώσει και να δώσει πληροφορίες σχετικά με τα συμφέροντά του στις μετοχές της εταιρείας. Παράλειψη συμμόρφωσης δίνει το δικαίωμα στην εταιρεία να ζητήσει δικαστική

απόφαση για την επιβολή περιορισμών που εμποδίζουν το συγκεκριμένο πρόσωπο να μεταβιβάσει τις μετοχές του ή να ψηφίζει ή να λαμβάνει μερίσματα. Σε πολλές περιπτώσεις, οι εταιρείες επίσης έχουν πρόσθετες, προβλεπόμενες από το καταστατικό τους, υποχρεώσεις γνωστοποίησης.

Εντός 10 εργάσιμων ημερών από την έναρξη μιας περιόδου προσφοράς κάθε εμπλεκόμενο μέρος (ο υποψήφιος αγοραστής και η εταιρεία-στόχος) πρέπει να προβεί σε ανακοίνωση για την “γνωστοποίηση θέσης έναρξης”. Σε αυτήν πρέπει να υπάρχουν οι λεπτομέρειες σχετικά με τις θέσεις που κατέχουν και τα δύο μέρη (και οι συνασπισμένοι με αυτά) σε κινητές αξίες της εταιρείας-στόχου (εκτός εάν ο υποψήφιος αγοραστής προσφέρει μετρητά). Κάθε μέτοχος που κατέχει 1% ή περισσότερο της εταιρείας-στόχου πρέπει επίσης να προβεί σε ανακοίνωση για “γνωστοποίηση θέσης έναρξης” και η εταιρεία-στόχος πρέπει να ενημερώσει εγγράφως όλους αυτούς τους μετόχους για αυτήν την υποχρέωση.

Στην πράξη, επομένως, είναι σημαντικό για κάθε ένα από τα εμπλεκόμενα μέρη να εξετάσουν σε πρώιμο στάδιο μιας ενδεχόμενης διαδικασίας προσφοράς:

- α) ποια ακριβώς φυσικά και νομικά πρόσωπα είναι πιθανόν να συμφωνούν και
- β) πώς θα είναι σε θέση να αποσπάσουν γρήγορα και αποτελεσματικά τις απαραίτητες πληροφορίες, ώστε να περιληφθούν σε μία ανακοίνωση για “γνωστοποίηση θέσης έναρξης”, εάν αυτό απαιτηθεί.

Συναλλαγές μετά την Έναρξη της Περιόδου Προσφοράς

Μετά την ανακοίνωση μιας προσφοράς ή πιθανής προσφοράς, ο υποψήφιος αγοραστής δεν μπορεί να πουλήσει μετοχές της εταιρείας-στόχου χωρίς προηγούμενη έγκριση της Επιτροπής και μόνο μετά από 24ωρη δημόσια γνωστοποίηση της πώλησης αυτής. Η τιμή πώλησης δεν μπορεί να είναι χαμηλότερη από την τιμή της προσφοράς.

Εάν, μετά την ανακοίνωση της σταθερής πρόθεσης για υποβολή προσφοράς, ο υποψήφιος αγοραστής αποκτήσει οιονδήποτε αριθμό μετοχών σε τιμή υψηλότερη από την τιμή προσφοράς, τότε πρέπει να αυξήσει την προσφορά του στην υψηλότερη τιμή που καταβλήθηκε.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου προσφοράς, κάθε περαιτέρω απόκτηση μετοχών, όσο μικρή και αν είναι, από τον υποψήφιο αγοραστή ή οποιονδήποτε άλλον που ενεργεί από κοινού με αυτόν, πρέπει να ανακοινώνεται (Baker McKenzie, 2022).

Πραγματοποίηση Εξαγοράς

Δομή των Προσφορών Εξαγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο

Η συντριπτική πλειονότητα των προσφορών εξαγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο γίνεται είτε μέσω συμβατικής προσφοράς, προαιρετικής ή υποχρεωτικής, είτε μέσω νόμιμου, εγκεκριμένου από το δικαστήριο, σχεδίου διακανονισμού. Είναι δυνατόν, αν και σπάνιο, κατά τη διάρκεια της συναλλαγής η δομή μιας εξαγοράς να αλλάξει από σχέδιο διακανονισμού σε συμβατική προσφορά ή το αντίστροφο.

Συμβατικές Προσφορές

Μία συμβατική προσφορά στο Ηνωμένο Βασίλειο γίνεται μέσω ενός σχετικού εγγράφου. Το έγγραφο, που αποτελεί προσφορά για την απόκτηση μετοχών, αποστέλλεται στους μετόχους της εταιρείας-στόχου. Οι μέτοχοι μπορούν στην συνέχεια να αποδεχθούν την προσφορά είτε συμπληρώνοντας και επιστρέφοντας ένα έντυπο αποδοχής είτε με ηλεκτρονική αποδοχή μέσω του CREST. CREST είναι το αρκτικόλεξο για το Certificateless Registry for Electronic Share Transfer, το οποίο είναι το κεντρικό αποθετήριο τίτλων με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο (HAYES, 2021).

Εάν ένας μέτοχος αποδέχεται την προσφορά, δεσμεύεται να μεταβιβάσει τις μετοχές του στον υποψήφιο αγοραστή με την επιφύλαξη της ικανοποίησης ή της παραίτησης από τους όρους της προσφοράς. Προκειμένου να αποκτήσει το 100% των μετοχών της εταιρείας-στόχου με μία προσφορά, ο υποψήφιος αγοραστής πρέπει να αποκτήσει το 90% των μετοχών στις οποίες αφορά η προσφορά. Στην συνέχεια ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να ακολουθήσει μία διαδικασία υποχρεωτικής εξαγοράς, σύμφωνα με τον Νόμο περί Εταιρειών του 2006, για να αποκτήσει τις υπόλοιπες μετοχές.

Η μέθοδος αυτή συχνά προτιμάται αντί του σχεδίου διακανονισμού, αφενός διότι δεν συνεπάγεται την εφαρμογή διαδικασίας δικαστικής έγκρισης και αφετέρου διότι υπάρχουν τα εξής πλεονεκτήματα έναντι του σχεδίου διακανονισμού :

- Προκειμένου να επιτύχει η προσφορά, δηλαδή ο υποψήφιος αγοραστής να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας-στόχου, χρειάζεται να επιτύχει οποιοδήποτε ποσοστό άνω του 50% του μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα ψήφου, σε σύγκριση με το σύνηθες όριο του 75% που απαιτείται στο πλαίσιο ενός σχεδίου διακανονισμού.
- Το χρονοδιάγραμμα για την επίτευξη του ελέγχου μπορεί να είναι πολύ μικρότερο από αυτό της περίπτωσης ενός σχεδίου διακανονισμού και, σε μία προτεινόμενη από το διοικητικό συμβούλιο προσφορά, ο έλεγχος μπορεί συχνά να αποκτηθεί εντός ενός μηνός.
- Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου ελέγχει αποτελεσματικά την εφαρμογή ενός σχεδίου διακανονισμού, ενώ στην περίπτωση των συμβατικών προσφορών τον έλεγχο της διαδικασίας έχει αυτός που κάνει την προσφορά, δηλαδή ο υποψήφιος αγοραστής.
- Μία συμβατική προσφορά, σε αντίθεση με ένα σχέδιο διακανονισμού, μπορεί να υλοποιηθεί χωρίς την συνεργασία του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας-στόχου.

Σχέδια Διακανονισμού

Σχέδιο διακανονισμού είναι ένας μηχανισμός που προβλέπεται από τον Νόμο περί Εταιρειών του 2006, βάσει του οποίου μία εξαγορά μπορεί να πραγματοποιηθεί με την λήψη αποφάσεων από τους μετόχους της εταιρείας-στόχου και με την έγκριση του δικαστηρίου.

Ένα σχέδιο διακανονισμού προϋποθέτει την έγκριση της πλειοψηφίας που αριθμητικά αντιπροσωπεύει σε αξία το 75% των μετόχων της εταιρείας-στόχου που ψηφίζουν για την λήψη των απαραίτητων αποφάσεων. Ωστόσο, μόλις εγκριθεί, όλοι οι μέτοχοι δεσμεύονται από το σχέδιο διακανονισμού. Πρόκειται για μία διαδικασία που αναλαμβάνει και προωθεί η εταιρεία-στόχος, απαιτεί την πλήρη συνεργασία της και συνεπώς δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε εχθρικές καταστάσεις.

Η επιλογή του, αντί της συμβατικής προσφοράς, συχνά οφείλεται στα ακόλουθα πλεονεκτήματα που έχει ένα σχέδιο διακανονισμού :

- Παρόλο που μπορεί να απαιτείται περισσότερος χρόνος για την απόκτηση αποτελεσματικού ελέγχου, για παράδειγμα 50%, γενικά απαιτείται λιγότερος χρόνος για την επίτευξη του 100%. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία-στόχος μπορεί να επανεγγραφεί ως ιδιωτική εταιρεία και, στην συνέχεια, να δώσει οποιαδήποτε αναγκαία οικονομική βοήθεια πολύ πιο γρήγορα από ό,τι στο πλαίσιο μιας προσφοράς.
- Ένα σχέδιο απαιτεί χαμηλότερο όριο για την επίτευξη του 100% (ψήφος της πλειοψηφίας που αριθμητικά αντιπροσωπεύει σε αξία το 75% των μετόχων που ψηφίζουν για το σχέδιο) από μία συμβατική προσφορά (που απαιτείται το κατώτατο όριο του 90% του συνόλου των μετοχών που αφορά η προσφορά).
- Ένα σχέδιο, σε αντίθεση με μία συμβατική προσφορά, δεν αποτελεί γενικά “προσφορά για κινητές αξίες” και, για τον λόγο αυτό μπορεί συχνά να αποφύγει συγκεκριμένες διαδικαστικές και άλλες δυσκολίες κατά την απόκτηση μετοχών των μετόχων του εξωτερικού.
- Εάν πρόκειται να προσφερθεί αντάλλαγμα μετοχών, σε ένα σχέδιο διακανονισμού, σε αντίθεση με μία συμβατική προσφορά, μπορεί να επιτραπεί στον υποψήφιο αγοραστή να μην εκδώσει ενημερωτικό δελτίο σε σχέση με την προσφορά (Baker McKenzie, 2022).

Υποχρεωτικές Προσφορές

Ένα πρόσωπο υποχρεούται να κάνει προσφορά προς όλους τους μετόχους μιας εταιρείας για να αποκτήσει τις μετοχές τους, εφόσον, είτε αποκτά μετοχές που φέρουν το 30% ή περισσότερο των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας είτε κατέχει ήδη μετοχές που φέρουν το 30% ή περισσότερο, αλλά λιγότερο από το 50% των δικαιωμάτων ψήφου και αποκτά περαιτέρω συμμετοχή που αυξάνει το ποσοστό του στα δικαιώματα αυτά. Η εν λόγω υποχρεωτική προσφορά πρέπει:

- Κανονικά να είναι άνευ όρων, εκτός από τον όρο ότι η αποδοχή θα έχει ως αποτέλεσμα αυτός που κάνει την προσφορά να κατέχει το 50% ή περισσότερο των μετοχών με δικαίωμα ψήφου της εταιρείας-στόχου.
- Να είναι σε μετρητά ή να συνοδεύεται από εναλλακτική λύση σε μετρητά, σε τιμή όχι μικρότερη από την υψηλότερη τιμή που καταβάλλεται από αυτόν που κάνει την προσφορά κατά τη διάρκεια της περιόδου προσφοράς και των 12 μηνών που προηγούνται της έναρξής της.

Προϋποθέσεις, Ορισμένα Κεφάλαια και Ελάχιστη Τιμή

Ο Κώδικας Εξαγορών ορίζει ότι ο υποψήφιος αγοραστής θα πρέπει να ανακοινώνει προσφορά “μόνον μετά την πλέον προσεκτική και υπεύθυνη εξέταση και όταν έχει κάθε λόγο να πιστεύει ότι μπορεί και θα συνεχίσει να είναι σε θέση να υλοποιήσει την προσφορά”.

Η Επιτροπή έχει ρητά δηλώσει ότι η απόσυρση μιας προσφοράς μετά την ανακοίνωσή της είναι ένα πολύ ανεπιθύμητο βήμα που δεν πρέπει κανονικά να γίνεται, παρά μόνον στις πιο ακραίες συνθήκες. Η Επιτροπή έχει αυστηρά κριτήρια όταν αποφασίζει πόσο σημαντικός είναι ένας όρος που επικαλείται αυτός που κάνει την προσφορά, ώστε να συμφωνήσει και να του επιτρέψει να την αποσύρει.

Ο Κώδικας Εξαγορών ορίζει ότι ο υποψήφιος αγοραστής πρέπει να ανακοινώνει προσφορά μόνον αφού διασφαλίσει ότι μπορεί να εκπληρώσει πλήρως οποιοδήποτε χρηματικό αντάλλαγμα, εάν τέτοιο έχει προσφερθεί, και αφού λάβει όλα τα εύλογα μέτρα για να διασφαλίσει την υλοποίηση κάθε άλλου είδους ανταλλάγματος.

Η Επιτροπή κανονικά δεν επιτρέπει μία προσφορά να υπόκειται σε όρους χρηματοδότησης. Κατά συνέπεια, τόσο ο υποψήφιος αγοραστής, όσο και οι σύμβουλοί του στα χρηματοοικονομικά, έχουν υποχρεώσεις βάσει του Κώδικα Εξαγορών να διεξάγουν τον κατά το δυνατόν καλύτερο ενδελεχή έλεγχο πριν προβούν σε ανακοίνωση μιας προσφοράς. Επιπλέον, η ανακοίνωση της σταθερής πρόθεσης υποβολής προσφοράς σε μετρητά πρέπει να περιλαμβάνει δήλωση επιβεβαίωσης από τον χρηματοοικονομικό σύμβουλο του υποψήφιου αγοραστή ότι έχει επαρκείς διαθέσιμους πόρους που θα ικανοποιήσουν την πλήρη αποδοχή της προσφοράς. Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος που παρέχει την εν λόγω επιβεβαίωση μπορεί να κληθεί να καταβάλει ο ίδιος το τίμημα σε μετρητά, εάν βέβαια δεν έλαβε όλα τα εύλογα μέτρα για να διασφαλίσει ότι τα μετρητά υπάρχουν διαθέσιμα. Αυτό σημαίνει ότι εάν η προσφορά πρόκειται να χρηματοδοτηθεί εν όλω ή εν μέρει με δανειακές διευκολύνσεις, η δυνατότητα ανάληψης αυτών πρέπει κανονικά να είναι εντελώς άνευ όρων, ή να εξαρτάται μόνον από την επαρκή αποδοχή της ληφθείσας προσφοράς.

Δεν υπάρχουν περιορισμοί ως προς την φύση του ανταλλάγματος ή την τιμή στην οποία μπορεί να γίνει η προσφορά, εκτός εάν ο υποψήφιος αγοραστής ή οποιοσδήποτε ενεργεί συντονισμένα μαζί του αποκτά ή έχει αποκτήσει οποιαδήποτε συμμετοχή σε κινητές αξίες του στόχου.

Ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας-Στόχου

Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου πρέπει να ενεργεί προς το συμφέρον της εταιρείας συνολικά και να μην αρνείται στους μετόχους τη δυνατότητα να αποφασίσουν για τα πλεονεκτήματα μιας προσφοράς.

Κατά τη διάρκεια ή ακόμη και πριν την έναρξη της περιόδου προσφοράς, όταν έχει λόγους να πιστεύει πως επίκειται μία καλόπιστη προσφορά, το διοικητικό συμβούλιο δεν πρέπει να προβαίνει στην λήψη μέτρων που θα μπορούσαν να ματαιώσουν την προσφορά. Συγκεκριμένα δεν επιτρέπεται να εκδίδει μετοχές, δικαιώματα προαίρεσης ή μετατρέψιμες κινητές αξίες, να πουλήσει ή να αγοράσει σημαντικά περιουσιακά στοιχεία ή να συνάψει συμβάσεις πέραν της συνήθους λειτουργίας της επιχείρησης, χωρίς την συγκατάθεση των μετόχων. Σε περίπτωση αμφιβολίας αν μία ενέργεια εμπίπτει στους περιορισμούς αυτούς, γίνεται προσφυγή στην Επιτροπή. Η Επιτροπή μπορεί να συναινέσει στην προτεινόμενη ενέργεια χωρίς την συγκατάθεση των μετόχων, όπως εάν πρόκειται για εκτέλεση προϋπάρχουσας σύμβασης ή υποχρέωσης.

Το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να λαμβάνει συμβουλές από ανεξάρτητους συμβούλους για κάθε προσφορά, τις οποίες οφείλει να γνωστοποιεί στους μετόχους.

Επίσης πρέπει να εκφέρει τη δική του άποψη σχετικά την προσφορά και ειδικά για τις επιπτώσεις της υλοποίησής της στα συμφέροντα της εταιρείας.

Τακτικές Εξαγοράς

Δημιουργία μεριδίου

Μία τακτική που μπορεί να εξετάσει ένας υποψήφιος αγοραστής είναι η δημιουργία μεριδίου στην εταιρεία-στόχο. Αυτό έχει κάποια πιθανά οφέλη, μεταξύ των οποίων να επισημάνει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου την σοβαρότητα των προθέσεων του υποψήφιου αγοραστή, να μειώσει το συνολικό κόστος απόκτησης των μετοχών και ενδεχομένως να αποτρέψει ανταγωνιστές υποψήφιους αγοραστές.

Ωστόσο, πριν αποφασίσει να αποκτήσει μετοχές της εταιρείας-στόχου, ο υποψήφιος αγοραστής πρέπει να εξετάσει τα εξής ζητήματα και επιπτώσεις :

- Ο υποψήφιος αγοραστής δεν θα πρέπει να αποκτήσει κινητές αξίες της εταιρείας-στόχου σε μία χρονική στιγμή κατά την οποία το γεγονός αυτό θα μπορούσε να συνιστά κατάχρηση της αγοράς ή εσωτερική διαπραγμάτευση. Αυτό ενδεχομένως συμβαίνει εάν ο υποψήφιος αγοραστής έχει στην κατοχή του μη δημόσια γνωστές πληροφορίες από τη διαδικασία του ενδεδειχμένου ελέγχου που είναι εμπιστευτικές, ενώ δεν έχει ακόμη γίνει η προσφορά. Επίσης, ο Κώδικας Εξαγορών απαγορεύει σε οποιοδήποτε πρόσωπο, εκτός του υποψήφιου αγοραστή, το οποίο έχει εμπιστευτικές, ευαίσθητες σχετικά με την τιμή πληροφορίες, που αφορούν σε μία προσφορά ή σχεδιαζόμενη προσφορά, να κάνει συναλλαγές κινητών αξιών του στόχου το διάστημα από τον χρόνο κατά τον οποίο υπάρχει λόγος να θεωρείται ότι εξετάζεται προσέγγιση ή προσφορά έως και την ανακοίνωση ή τον τερματισμό των συζητήσεων αυτών.
- Οποιαδήποτε απόκτηση, ακόμη και μιας μετοχής, μπορεί να απαγορεύεται ή να οδηγεί σε απαίτηση για υποχρεωτική προσφορά για την εταιρεία-στόχο, εάν η εν λόγω απόκτηση έχει ως αποτέλεσμα το μετοχικό κεφάλαιο του μετόχου να ανέρχεται σε συνολική συμμετοχή 30% ή περισσότερο ή, εάν ο μέτοχος ενδιαφέρεται ήδη για περισσότερο από 30% αλλά λιγότερο από 50%, ή εάν η απόκτηση αυτή αυξάνει το ποσοστό των μετοχών με δικαίωμα ψήφου, για τα οποία ενδιαφέρεται ο μέτοχος.
- Κάθε συναλλαγή του υποψήφιου αγοραστή ή οποιουδήποτε ενεργεί συντονισμένα με αυτόν πρέπει να δημοσιοποιείται είτε προ είτε κατά την έναρξη της περιόδου προσφοράς.
- Μία αγορά μπορεί να επηρεάσει την φύση και το επίπεδο της αντιπαροχής που ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί στην συνέχεια να προσφέρει σε προσφορά εξαγοράς:
 - ❖ εάν ο υποψήφιος αγοραστής ή οποιοδήποτε πρόσωπο ενεργεί συντονισμένα με αυτόν αποκτήσει μετοχές κατά τη διάρκεια της περιόδου προσφοράς, τότε κάθε προσφορά πρέπει να είναι σε μετρητά ή να συνοδεύεται από εναλλακτική πρόταση σε μετρητά σε τιμή όχι κατώτερη από την υψηλότερη τιμή που κατέβαλε ο υποψήφιος αγοραστής κατά την περίοδο της προσφοράς και των 12 προηγούμενων της προσφοράς μηνών και
 - ❖ εάν οι μετοχές με το 10% ή περισσότερο των δικαιωμάτων ψήφου αποκτώνται με αντάλλαγμα κινητές αξίες κατά τους τρεις μήνες που προηγούνται της περιόδου προσφοράς και κατά τη διάρκειά της περιόδου της, τότε θα ζητηθεί κανονικά από τον υποψήφιο αγοραστή να προσφέρει την ίδια κατηγορία κινητών αξιών στους άλλους μετόχους της εταιρείας-στόχου.
- Εάν η προσφορά είναι δομημένη ως σχέδιο διακανονισμού, τυχόν μετοχές της εταιρείας-στόχου που κατέχει ο υποψήφιος αγοραστής δεν μπορούν να συμμετέχουν κατά την

ψηφοφορία για την έγκριση του σχεδίου. Απόκτηση μετοχών από την αγορά εκ μέρους του υποψήφιου αγοραστή θα έχει ως αποτέλεσμα την συγκέντρωση της διά της ψήφου δύναμης άλλων μετόχων σε σχέση με το σχέδιο. Αυτό είναι αντίθετο με την περίπτωση που η προσφορά είναι δομημένη ως συμβατική προσφορά, οπότε οι μετοχές που αγοράζονται από τον υποψήφιο αγοραστή μετά την προσφορά προσμετρώνται για την αποδοχή της και μπορούν συνεπώς να αποτελέσουν αποτελεσματικό εργαλείο για έναν υποψήφιο αγοραστή που επιδιώκει να διασφαλίσει την επιτυχία της προσφοράς του. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι εάν ο υποψήφιος αγοραστής αγοράζει μετοχές πριν από την υποβολή συμβατικής προσφοράς, οι μετοχές αυτές δεν προσμετρώνται για την επίτευξη του ορίου που θα του επέτρεπε να αποκτήσει τις μετοχές των υπόλοιπων μετόχων μειοψηφίας.

Διαπραγμάτευση Βάσει Εμπιστευτικών Πληροφοριών και Κατάχρηση της Αγοράς

Είναι σημαντικό όλα τα μέρη που εμπλέκονται σε μία πιθανή προσφορά εξαγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο να γνωρίζουν και να συμμορφώνονται με τους σχετικούς κανόνες και τους κανονισμούς. Το Ηνωμένο Βασίλειο έχει αυστηρούς κανόνες σχετικά με τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, οι οποίοι περιέχονται στον Νόμο περί Ποινικής Δικαιοσύνης του 1993. Διαπράττει ποινικό αδίκημα ένα πρόσωπο που, ενώ κατέχει εμπιστευτικές πληροφορίες, συναλλάσσεται ή ενθαρρύνει άλλους να συναλλάσσονται με βάση αυτές τις πληροφορίες ή τις αποκαλύπτει.

Οι εμπιστευτικές πληροφορίες είναι συγκεκριμένες πληροφορίες, που αφορούν συγκεκριμένη εταιρεία ή συγκεκριμένες κινητές αξίες, οι οποίες δεν έχουν δημοσιοποιηθεί, αλλά, εάν δημοσιοποιούνταν, θα ήταν πιθανόν να επηρεάσουν σημαντικά την τιμή τους.

Σημειώνεται πως οι κανόνες που περιβάλλουν τις εμπιστευτικές πληροφορίες και ο τρόπος με τον οποίο ερμηνεύονται, είναι πολύπλοκοι, βασίζονται στην νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η παράβασή τους μπορεί να επιφέρει σοβαρές κυρώσεις. Παράλληλα με τις ποινικές κυρώσεις που συνεπάγονται οι συναλλαγές με χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών και η χειραγώγηση της αγοράς, εφαρμόζεται ο Κανονισμός για την κατάχρηση της αγοράς που περιέχει αστική απαγόρευση της κατάχρησης της αγοράς. Η Αρχή Χρηματοοικονομικής Συμπεριφοράς (FCA) έχει την εξουσία να αποφασίζει ότι συγκεκριμένη συμπεριφορά συνιστά κατάχρηση της αγοράς και στην συνέχεια μπορεί να επιβάλει απεριόριστα πρόστιμα ή/και άλλες ποινές.

Προστασία των Συμφωνιών και Ίση Μεταχείριση

Ο Κώδικας Εξαγορών περιλαμβάνει μία γενική απαγόρευση για συμφωνίες προμήθειας, καθώς και μέτρα προστασίας για άλλου τύπου συμφωνίες, συμπεριλαμβανομένων των συμφωνιών αποκλειστικότητας, των συμφωνιών υλοποίησης και συμφωνιών με παρόμοιο ή συγκρίσιμο οικονομικό αποτέλεσμα όπως αυτό μιας αμοιβής προμήθειας. Αυτές συνολικά χαρακτηρίζονται ως “συμφωνίες σχετιζόμενες με την προσφορά”.

Υπάρχουν εξαιρέσεις που επιτρέπουν :

- Τη δέσμευση για διατήρηση της εμπιστευτικότητας των πληροφοριών.

- Τη δέσμευση για την μη λήψη πληροφοριών από υπαλλήλους, πελάτες ή προμηθευτές.
- Τη δέσμευση για παροχή πληροφοριών ή βοήθειας με σκοπό την απόκτηση επίσημης εξουσιοδότησης ή ρυθμιστικής άδειας.
- Ανέκκλητες δεσμεύσεις και επιστολές δήλωσης προθέσεων.
- Κάθε συμφωνία, διακανονισμό ή δέσμευση που επιβάλλει υποχρεώσεις μόνον σε έναν υποψήφιο αγοραστή ή συνεργαζόμενα μαζί του μέρη.
- Κάθε συμφωνία που αφορά σε οποιαδήποτε υφιστάμενη ρύθμιση παροχής κινήτρων προς τους εργαζόμενους.

Υπάρχουν περιορισμένες εξαιρέσεις από την γενική απαγόρευση των συμφωνιών για αμοιβή προμήθειας. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου πρέπει πάντοτε να αναζητά λεπτομερείς νομικές συμβουλές πριν συμφωνήσει οποιαδήποτε μέτρα προστασίας της συναλλαγής, ώστε να εξασφαλίσει πλήρη συμμόρφωση με τον Κώδικα Εξαγορών και τις εφαρμοστέες νομικές και κανονιστικές διατάξεις.

Όλοι οι μέτοχοι της ίδιας κατηγορίας πρέπει να έχουν ισότιμη μεταχείριση από έναν υποψήφιο αγοραστή και συνεπώς, εκτός πολύ περιορισμένων εξαιρέσεων, απαγορεύονται οι ειδικές προσφορές για συγκεκριμένους μετόχους. Η ισοδύναμη μεταχείριση αφορά και στην ισότητα στην πληροφόρηση, ούτως ώστε η πληροφόρηση για τα μέρη μιας προσφοράς να είναι εξίσου διαθέσιμη στους μετόχους της εταιρείας-στόχου, στον ίδιο χρόνο και με τον ίδιο τρόπο ή τουλάχιστον όσο πιο κοντά σε αυτό είναι δυνατόν.

Ανέκκλητες Δεσμεύσεις

Η ανέκκλητη δέσμευση είναι μία δέσμευση που δίδεται από έναν μέτοχο της εταιρείας-στόχου σε έναν υποψήφιο αγοραστή, όταν αναλαμβάνει την υποχρέωση να αποδεχθεί την προσφορά του υποψήφιου αγοραστή για την εταιρεία-στόχο, όποτε αυτή γίνει. Οι ανέκκλητες δεσμεύσεις χρησιμοποιούνται ώστε οι υποψήφιοι αγοραστές να μην χρειάζεται να αγοράζουν άμεσα τις μετοχές.

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους ένας υποψήφιος αγοραστής μπορεί να μην επιθυμεί να αγοράσει απευθείας τις μετοχές, όπως οι εξής :

- Ένας υποψήφιος αγοραστής που αγοράζει τις μετοχές θα μείνει με την συμμετοχή του σε περίπτωση αποτυχίας της προσφοράς του.
- Εφόσον η ανέκκλητη δέσμευση έχει συνταχθεί σωστά, οι μετοχές στις οποίες αναφέρεται μπορούν να προσμετρηθούν είτε υπέρ του σχεδίου, εάν η προσφορά είναι δομημένη ως σχέδιο διακανονισμού είτε στο όριο του 90% προκειμένου να εξαγοραστούν οι υπόλοιπες της μειοψηφίας, εάν πρόκειται για συμβατική προσφορά. Εάν ο υποψήφιος αγοραστής με την αγορά των μετοχών αποκτήσει το 30% ή περισσότερο των μετοχών της εταιρείας-στόχου, θα αναγκαστεί να υποβάλει υποχρεωτική προσφορά για τον στόχο. Αντίθετα, εάν λάβει ανέκκλητη δέσμευση, οι μετοχές που καλύπτονται από την εν λόγω ανέκκλητη δέσμευση δεν συνυπολογίζονται στο ποσοστό του 30% για τους σκοπούς αυτούς, με την προϋπόθεση ότι η ανέκκλητη δέσμευση δεν παρέχει στον υποψήφιο αγοραστή γενικό έλεγχο των δικαιωμάτων ψήφου.
- Ένας μέτοχος που προτίθεται να προβεί σε πώληση μετοχών μπορεί να είναι πιο πρόθυμος να δώσει μία ανέκκλητη δέσμευση παρά να πουλήσει τις μετοχές του, διότι αν πουλήσει,

δεν θα επωφεληθεί από οποιαδήποτε αναθεωρημένη ή αυξημένη προσφορά, κάτι που θα συμβεί εφόσον αποδεχθεί την προσφορά σύμφωνα με την ανέκκλητη δέσμευση (Baker McKenzie, 2022).

Ιδιωτικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Οι ιδιωτικές συναλλαγές υλοποιούνται είτε με την πώληση μετοχών είτε με την πώληση άλλων περιουσιακών στοιχείων και σε ορισμένες περιπτώσεις υπόκεινται στην έγκριση των υφιστάμενων ρυθμιστικών αρχών ή υποχρεούνται σε συμμόρφωση με το ισχύον ρυθμιστικό καθεστώς, ανάλογα με την εταιρεία-στόχο και τα συμβαλλόμενα μέρη.

Στις ιδιωτικές συγχωνεύσεις και εξαγορές ο Κώδικας Εξαγορών του Ηνωμένου Βασιλείου εφαρμόζεται σε συγκεκριμένες περιπτώσεις, όπως έχει προαναφερθεί.

Στα πλαίσια του Νόμου περί Εθνικής Ασφάλειας και Επενδύσεων 2021 (NSIA) επιβάλλεται η γνωστοποίηση των προτεινόμενων συναλλαγών και είναι δυνατόν να προκύψουν περιορισμοί για εταιρείες-στόχους που δραστηριοποιούνται σε συγκεκριμένους κλάδους.

Η Αρχή Χρηματοοικονομικής Συμπεριφοράς (FCA) απαιτείται να δώσει έγκριση, εφόσον μία συναλλαγή χαρακτηριστεί ως “σημαντική συναλλαγή” ή “συναλλαγή συνδεδεμένων μερών” (βάσει των κανόνων της FCA) ή περιλαμβάνει την απόκτηση του ελέγχου των “εξουσιοδοτημένων προσώπων” του Ηνωμένου Βασιλείου.

Η Αρχή Ανταγωνισμού και Αγορών (CMA) εμπλέκεται εφαρμόζοντας τις προβλεπόμενες διαδικασίες στις περιπτώσεις που εγείρονται ζητήματα δημοσίου συμφέροντος. Μία συναλλαγή μπορεί να ολοκληρωθεί χωρίς προηγούμενη γνωστοποίηση ή έγκριση της Αρχής Ανταγωνισμού και Αγορών, δεδομένου ότι η διαδικασία είναι προαιρετική. Η Αρχή όμως έχει τη δικαιοδοσία να διερευνήσει τις ουσιαστικές συνέπειες της συναλλαγής για το Ηνωμένο Βασίλειο έως και 4 μήνες μετά την ολοκλήρωση και δημοσιοποίησή της. Η Αρχή Ανταγωνισμού και Αγορών επανεξετάζει και καθορίζει μέτρα πρόληψης, επανόρθωσης ή μετριασμού των δυσμενών επιπτώσεων (Cheveley, et al., 2022).

Οι ιδιωτικές συναλλαγές υπόκεινται, πέραν του Δικαίου των Συμβάσεων (Contract Law) και του Εταιρικού Δικαίου (Company Law), στη δικαιοδοσία του Εθιμικού Δικαίου (Common Law), το οποίο, σε αντίθεση με το Αστικό Δίκαιο (Civil Law), αποτελεί μία δευτερεύουσα πηγή δικαίου και βασίζεται κυρίως σε δικαστικές αποφάσεις (νομολογία) εφαρμόζοντας την αρχή του δεδικασμένου. Το Εθιμικό Δίκαιο περιλαμβάνει μία σειρά συμβάσεων και αρχών που έχουν δοκιμαστεί και παραμένουν τμήμα του νομικού συστήματος του Ηνωμένου Βασιλείου έως σήμερα. Δεδομένης της περιορισμένης θεσμοθετημένης προστασίας των αγοραστών σε ό,τι αφορά την φύση ή το μέγεθος των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων μιας εταιρείας-στόχου, μία από τις βασικές αρχές που διέπουν τις εμπορικές συναλλαγές, όπως είναι και οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, είναι η “caveat emptor”, δηλαδή “αγοραστή πρόσεχε”, που σημαίνει πως ο αγοραστής είναι υπεύθυνος να ανακαλύψει όσα πρέπει να γνωρίζει για την επιχείρηση που σκοπεύει να αγοράσει. Το γεγονός αυτό βέβαια δεν απαλλάσσει την εταιρεία-στόχο από την ευθύνη που έχει, εάν εκ προθέσεως προσπαθήσει να αποκρύψει στοιχεία για την κατάστασή της. Για τον λόγο αυτό είναι πολύ σημαντική η διεξαγωγή του ενδεδειγμένου ελέγχου (Due Diligence), παρά το γεγονός ότι δεν είναι νομικό προαπαιτούμενο για την υλοποίηση της συναλλαγής (Baker, 2013) και (A Guide to Mergers and Acquisitions by Wilson Browne, n.d.).

Το Νομικό Πλαίσιο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Ιστορικά Στοιχεία

Η αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών των Η.Π.Α. παραμένει μία από τις μεγαλύτερες και πιο ενεργές ανά τον κόσμο. Εκατοντάδες συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών πραγματοποιούνται κάθε χρόνο και κυμαίνονται από εξαγορές μικρών εταιρειών έως μεγάλες συγχωνεύσεις παγκόσμιων πολυεθνικών οντοτήτων, με συμφωνίες που έχουν ως αντίτιμο ποσά που υπερβαίνουν τα 5 δισεκατομμύρια δολάρια Η.Π.Α. Μόνον το 2022 πραγματοποιήθηκαν στις Ηνωμένες Πολιτείες 314 συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών αξίας άνω του ενός δισεκατομμυρίου δολαρίων, εκ των οποίων η μεγαλύτερη ήταν αυτή της Microsoft έναντι της Activision Blizzard για \$68.7 δισεκατομμύρια δολάρια (Intelligence Top 10 Mergers & Acquisitions (M&A) Deals in 2022, 2023). Ο συνολικός αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν εντός του 2022 ανέρχεται σε 18.072 (Statista Research Department on the number of transactions in the United States, 2023).

Η μεγαλύτερη συχνότητα εντοπίζεται σε κλάδους όπως ο φαρμακευτικός και ο τομέας της υγειονομικής περίθαλψης, αλλά και στους τομείς της μεταποίησης, της ενέργειας, των τροφίμων και ποτών, της τεχνολογίας και των υπηρεσιών (DEPERSIO, 2022).

Γενικές Πληροφορίες

Οι Η.Π.Α. έχουν ομοσπονδιακό σύστημα διακυβέρνησης. Κατά συνέπεια, η ρύθμιση των δραστηριοτήτων συγχωνεύσεων και εξαγορών εμπίπτει στη διπλή δικαιοδοσία της ομοσπονδιακής κυβέρνησης, καθώς και της επιμέρους πολιτείας στην οποία εδρεύει η εταιρεία-στόχος.

Σε γενικές γραμμές, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση ρυθμίζει τις πωλήσεις και τις μεταβιβάσεις τίτλων μέσω της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC) και ασκεί πολιτική σε θέματα ανταγωνισμού μέσω της Αντιμονοπωλιακής Διεύθυνσης του Υπουργείου Δικαιοσύνης (DOJ) και της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Εμπορίου (FTC). Η Επιτροπή για τις ξένες επενδύσεις στις Η.Π.Α. (CFIUS) έχει ευρεία αρμοδιότητα να εντοπίζει και να μετριάξει τους κινδύνους για την εθνική ασφάλεια των Η.Π.Α., που μπορεί να προκύψουν από ξένες επενδύσεις σε αμερικανικές επιχειρήσεις. Άλλες ομοσπονδιακές υπηρεσίες επιβάλλουν πρόσθετες απαιτήσεις για τις εξαγορές σε ορισμένους ρυθμιζόμενους κλάδους (Stebbins & Hartmann, 2023).

Δεδομένων των συγκεκριμένων πρακτικών της αγοράς και του κανονιστικού πλαισίου για τη δημοσιοποίηση τίτλων, οι δημόσιες συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Η.Π.Α. συχνά απαιτούν την προετοιμασία λεπτομερών εγγράφων γνωστοποίησης, που περιγράφουν την προτεινόμενη συναλλαγή και τυχόν ψηφοφορίες των μετόχων που απαιτούνται για την πραγματοποίησή της. Ακόμη και όταν απαιτούνται ψηφοφορίες των μετόχων, ελλείψει εκτεταμένων αντιμονοπωλιακών διαδικασιών εγκρίσεων ή άλλων κανονιστικών απαιτήσεων, οι συναλλαγές μπορεί να ολοκληρωθούν γρήγορα, τόσο για τους αγοραστές των Η.Π.Α., όσο και για τους αγοραστές που εδρεύουν εκτός Η.Π.Α.

Ορολογία

Δίκαιο των Επιχειρήσεων της Πολιτείας Delaware (Delaware General Corporation Law)

Το Δίκαιο των Επιχειρήσεων του Delaware, που διέπει το εταιρικό δίκαιο στην αμερικανική πολιτεία του Delaware, εμπεριέχεται στον Κώδικα του Delaware (Delaware Code). Η Πολιτεία, υιοθετώντας μία φιλική προς τις επιχειρήσεις πολιτική, προσελκύει πολλούς επενδυτές. Πιο συγκεκριμένα πρόκειται για την πολιτεία όπου επιλέγει να συσταθεί η πλειονότητα των αμερικανικών εισηγμένων εταιριών. Το 66% των εταιριών του Fortune 500, συμπεριλαμβανομένης της Walmart και της Apple, που είναι δύο από τις μεγαλύτερες εταιρίες στον κόσμο με βάση τα έσοδά τους, έχουν συσταθεί και συνεπώς έχουν την έδρα τους για επίδοση δικογράφων, σε αυτήν την πολιτεία (Wikipedia contributors on Delaware General Corporation Law, 2023).

Στο Delaware, δεδομένης της μεγάλης εμπειρίας των δικαστών και της πλειάδας δικαστικών αποφάσεων σε εταιρικές διαφορές, σημαντικό ρόλο έχει και το εθιμικό δίκαιο. Η βασική πτυχή του εθιμικού δικαίου είναι ότι οι δικαστές που εκδικάζουν μία υπόθεση ακολουθούν δικαστικές αποφάσεις που έχουν ληφθεί σε προηγούμενες υποθέσεις με παρόμοια πραγματικά περιστατικά. Σημειώνεται ότι οι υπάρχοντες νομικοί κανόνες και καταστατικά δεν έχουν σχεδιαστεί για να είναι ολοκληρωμένοι ή να αντιμετωπίζουν όλα τα θέματα και ζητήματα που μπορεί να προκύψουν και, κατά την ερμηνεία και την εφαρμογή των διατάξεων του νόμου, οι δικαστές πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους κάθε σχετικό προηγούμενο. Επιπλέον, είναι η έδρα του Delaware Court of Chancery, το οποίο θεωρείται ως το κατ' εξοχήν αρμόδιο για την εκδίκαση εμπορικών διαφορών που αφορούν το δίκαιο των επιχειρήσεων στις Η.Π.Α. (Clark & Nshimiyimana, 2021).

Securities and Exchange Commission (SEC) : Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Securities Act των Η.Π.Α. του 1933 : Ο νόμος περί κινητών αξιών του 1933 είναι ο πρώτος ομοσπονδιακός νόμος που ρυθμίζει τον κλάδο των κινητών αξιών. Απαιτεί από τις εταιρίες που πωλούν μετοχές ή ομόλογα στο κοινό να γνωστοποιούν ορισμένες πληροφορίες, όπως τα περιουσιακά τους στοιχεία, την οικονομική τους κατάσταση, τα στελέχη τους και την περιγραφή του τίτλου που πωλείται (KENTON, 2020) και (U.S Securities and Exchange Commission SECURITIES ACT OF 1933, 2022).

Securities and Exchange ACT 1934 : Ο νόμος περί κινητών αξιών και χρηματιστηρίου του 1934 ("νόμος του 1934" ή "νόμος περί χρηματιστηρίου") ρυθμίζει πρωτίστως τις συναλλαγές κινητών αξιών στη δευτερογενή αγορά και τα μεγάλα χρηματιστήρια. Επίσης ρυθμίζει συνήθως τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται μεταξύ μερών που δεν είναι ο αρχικός εκδότης, όπως οι συναλλαγές που εκτελούν οι μικροεπενδυτές μέσω χρηματιστηριακών εταιριών. Στους συμμετέχοντες μπορεί να περιλαμβάνονται χρηματιστήρια, χρηματιστές, πράκτορες μεταβίβασης και οργανισμοί εκκαθάρισης. Στη δευτερογενή αγορά πραγματοποιούνται οι συναλλαγές μετά την αρχική έκδοση κινητών αξιών από μία εταιρεία. Οι κινητές αξίες μπορεί να περιλαμβάνουν μετοχές, ομόλογα, δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης μετοχών. Στόχος του νόμου είναι να εξασφαλίσει μεγαλύτερη οικονομική διαφάνεια και ακρίβεια και να μειώσει τη δυνατότητα απάτης ή χειραγώγησης (KENTON, 2023) και (U.S Securities and Exchange Commission SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, 2022).

Έντυπο 10-K (Form 10-K) : Ετήσιες εκθέσεις, που περιλαμβάνονται στις Απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων/γνωστοποιήσεων βάσει του νόμου περί κινητών αξιών και χρηματιστηρίου του 1934.

Έντυπο 10-Q (Form 10-Q) : Τριμηνιαίες εκθέσεις, που περιλαμβάνονται στις Απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων/γνωστοποιήσεων βάσει του νόμου περί κινητών αξιών και χρηματιστηρίου του 1934.

Έντυπο 8-K (Form 8-K) : Σημαντικά γεγονότα που αφορούν τους επενδυτές και τους μετόχους, η γνωστοποίηση των οποίων απαιτείται βάσει του νόμου περί κινητών αξιών και χρηματιστηρίου του 1934.

Πραγματική κυριότητα : η κατοχή του δικαιώματος ψήφου ή της εντολής ψήφου ή του δικαιώματος διάθεσης ή της εντολής διάθεσης ενός τίτλου.

Πραγματικός δικαιούχος : υφίσταται όταν το πρόσωπο έχει τη δυνατότητα να αποκτήσει πραγματική κυριότητα ενός τίτλου εντός 60 ημερών από την ημερομηνία προσδιορισμού με μετατροπή μετατρέψιμου τίτλου, άσκηση δικαιώματος προαίρεσης, εντάλματος ή άλλου δικαιώματος αγοράς ή εγγραφής σε τίτλο, ή με τον τερματισμό καταπιστεύματος ή παρόμοιας ρύθμισης. Επιπλέον, όταν δύο ή περισσότερα πρόσωπα συμφωνούν να ενεργούν από κοινού με σκοπό την απόκτηση, κατοχή, ψήφο ή διάθεση μετοχικών τίτλων ενός εκδότη, η ομάδα που σχηματίζουν θεωρείται ότι αποκτά την πραγματική κυριότητα επί όλων των μετοχικών τίτλων του εν λόγω εκδότη που ανήκουν κατά πλήρη κυριότητα στα μέλη της ομάδας.

Ο κανόνας 145 (Rule 145) : είναι ένας κανόνας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC), που επιτρέπει στις εταιρείες να πωλούν ορισμένους τίτλους χωρίς να χρειάζεται πρώτα να τους καταχωρίσουν στην SEC. Αυτό αναφέρεται συγκεκριμένα σε μετοχές που έχει λάβει ένας επενδυτής λόγω συγχώνευσης, εξαγοράς ή ανακατάταξης. Εκτός του ότι επιτρέπει σε ορισμένους τύπους κινητών αξιών να μην καταχωριστούν, ο κανόνας 145 απαιτεί επίσης ότι οι ακόλουθες συναλλαγές πρέπει να καταχωριστούν, εάν οι κάτοχοι κινητών αξιών ψηφίσουν για τις συναλλαγές αυτές: 1) Αναταξινόμηση κινητών αξιών που θα αντικαταστήσει μία κινητή αξία με μία άλλη. 2) Συγχώνευση, ενοποίηση ή εξαγορά, όπου οι τίτλοι μιας εταιρείας ή οργανισμού ανταλλάσσονται με τίτλους μιας άλλης εταιρείας ή οργανισμού. 3) Εάν η εταιρεία A αγοράζει την εταιρεία B και η εταιρεία A πρόκειται να δώσει τίτλους στους μετόχους της εταιρείας B, οι τίτλοι αυτοί πρέπει να καταχωριστούν.

Μετοχές υπό τον κανόνα 145 : Ένας μέτοχος της Εταιρείας B, ο οποίος έχει μετοχές της Εταιρείας B, αλλά δεν γίνεται μέτοχος της Εταιρείας A, θα λάβει μετοχές που υπόκεινται σε μεταπώληση βάσει του Κανόνα 145.

Μετοχές υπό τον κανόνα 144 : Ένας μέτοχος της Εταιρείας B, ο οποίος έχει μετοχές στην Εταιρεία B και στην συνέχεια γίνεται μέτοχος της Εταιρείας A, θα λάβει πλήρως ονομαστικές μετοχές στην Εταιρεία A. Υπόκεινται σε μεταπώληση βάσει του Κανόνα 144.

Αλλοδαποί ιδιωτικοί εκδότες (FPIs- Foreign Private Issuers) : Ως τέτοιοι νοούνται οι μη αμερικανικές εταιρείες που είναι εισηγμένες σε αμερικανικά χρηματιστήρια. Το κανονιστικό πλαίσιο αφορά πρωτίστως εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, που εκτός των άλλων έχουν δημιουργηθεί σύμφωνα με το δίκαιο μιας εκ των πολιτειών των Ηνωμένων Πολιτειών. Πιο συγκεκριμένα το κανονιστικό πλαίσιο εν προκειμένω είναι το εταιρικό δίκαιο και η νομολογία του Delaware, της πολιτείας σύστασης της πλειονότητας των αμερικανικών δημόσιων εταιριών. Σε πολλές, αλλά όχι όλες, από τις ομοσπονδιακές κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α., οι νόμοι και κανόνες που ρυθμίζουν τις εξαγορές εισηγμένων αμερικανικών εταιρειών

ισχύουν και για τις εξαγορές εισηγμένων FPIs (foreign private issuers). Σε ορισμένες περιπτώσεις, ωστόσο, οι εξαγορές των ξένων εισηγμένων στο χρηματιστήριο των Η.Π.Α. εταιρειών είτε εξαιρούνται από τους νόμους περί κινητών αξιών ή διέπονται από κανόνες που αφορούν ειδικά τους αλλοδαπούς ιδιωτικούς εκδότες.

Γενικό Νομικό Πλαίσιο

Ρύθμιση των κινητών αξιών και των εταιρειών

Η εξαγορά μιας εταιρείας εισηγμένης στο αμερικανικό χρηματιστήριο αξιών απαιτεί την συμμόρφωση με τους ομοσπονδιακούς νόμους των Ηνωμένων Πολιτειών και, για τις εξαγορές των Η.Π.Α., τους νόμους των πολιτειών. Το νομικό και κανονιστικό πλαίσιο που παρουσιάζεται ισχύει εξίσου για τις φιλικές εξαγορές και τις εχθρικές προσφορές.

Ομοσπονδιακοί νόμοι περί κινητών αξιών

Οι ομοσπονδιακοί νόμοι περί κινητών αξιών των Η.Π.Α. καθορίζουν γενικά τις πληροφορίες που πρέπει να παρέχονται στους μετόχους της εταιρείας-στόχου και τις διαδικασίες που επιβάλλονται και πρέπει να τηρούνται σε μία συναλλαγή εξαγοράς. Το νομικό πλαίσιο που ισχύει για μία συναλλαγή εξαρτάται από την μορφή της συναλλαγής, τον τόπο δραστηριοποίησης της εταιρείας-στόχου και την φύση του ανταλλάγματος της συγχώνευσης. Συγκεκριμένα:

- **Κανόνες γνωστοποίησης της πραγματικής ιδιοκτησίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς**

Το Τμήμα 13(d) του Securities and Exchange Act του 1934 και ο Κανονισμός 13D-G της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC) στο πλαίσιο του νόμου περί χρηματιστηρίου, απαιτούν γνωστοποίηση κατά την απόκτηση "πραγματικής κυριότητας" (beneficial ownership) σε ποσοστό μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) των δικαιωμάτων ψήφου μετοχικών τίτλων εταιρείας εισηγμένης σε χρηματιστήριο των Η.Π.Α. ή εγγεγραμμένης στο πλαίσιο του Exchange Act, εντός 10 ημερών από την αγορά ή στο κατά περίπτωση χρονικό διάστημα, όπως ορίζεται από την επιτροπή. Επιπλέον, το τμήμα 16 του νόμου περί χρηματιστηρίου και οι κανόνες της SEC, που εκδίδονται βάσει αυτού, προβλέπουν απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων και καταβολή αποζημίωσης για βραχυπρόθεσμα κέρδη (short-swing) για τους πραγματικούς δικαιούχους με ποσοστό μεγαλύτερο του δέκα τοις εκατό (10%) των εκδοθέντων τίτλων με δικαίωμα ψήφου μιας αμερικανικής δημόσιας εταιρείας.

- **Κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τις προσφορές εξαγοράς (tender offers)**

Το Τμήμα 14(d) του νόμου περί χρηματιστηρίου και ο Κανονισμός της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στα τμήματα 14D και 14E βάσει του Exchange Act ρυθμίζουν τις πληροφορίες που πρέπει να παρέχονται στους μετόχους της εταιρείας-στόχου σε προσφορές εξαγοράς, τόσο κατά το προκαταρκτικό στάδιο της επικοινωνίας και της ανακοίνωσης, όσο και ακολούθως σχετικά με την πραγματική προσφορά, όπως και με τη διαδικασία για τη διενέργειά της. Οι κανόνες αυτοί ισχύουν επίσης για προσφορές ανταλλαγής, στις οποίες το σύνολο ή μέρος του ανταλλάγματος της εξαγοράς αποτελείται από κινητές αξίες, και συνεπώς ως προς το νομικό πλαίσιο έχουν την ίδια αντιμετώπιση (U.S Securities and Exchange Commission SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, 2022).

- **Κανόνες του Νόμου περί Χρηματιστηρίου του 1934 για τις πληρεξουσιότητες (proxies/proxy rules)**

Άλλες μορφές εξαγοράς, όπως οι συγχωνεύσεις, ενοποιήσεις και πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων που ακολουθούνται από διάλυση της εταιρείας-στόχου και διανομή του τιμήματος στους μετόχους αυτής, απαιτούν ψηφοφορία ή συγκατάθεση των μετόχων της για την έγκριση της συναλλαγής. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η εταιρεία-στόχος θα πρέπει να ζητήσει την έγκριση αυτή μέσω επίσημης πληρεξουσιότητας. Όταν απευθύνονται στους μετόχους των εγχώριων εταιρειών των Η.Π.Α., αυτές οι προσκλήσεις διέπονται από τους κανόνες της SEC για την παροχή πληρεξουσιών, οι οποίοι περιλαμβάνουν το τμήμα 14 του Exchange Act. Οι κανόνες πληρεξουσιότητας προβλέπουν εκτεταμένες απαιτήσεις γνωστοποίησης για τις εν λόγω προσκλήσεις. Ο νόμος περί Χρηματιστηρίου επιβάλλει την γνωστοποίηση ορισμένων κρίσιμων στοιχείων, ώστε οι επενδυτές να μπορούν να λάβουν τεκμηριωμένη απόφαση πριν την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Τα άρθρα (a)-(c) του τμήματος 14 διέπουν την γνωστοποίηση κατά τη διάρκεια των διαγωνισμών πληρεξουσιότητας, όταν διάφορα μέρη μπορεί να ζητήσουν την ψήφο ενός επενδυτή για μία εταιρική ενέργεια ή για να ψηφίσει για ορισμένα μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Όλο το υλικό γνωστοποίησης πρέπει να κατατίθεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (U.S Securities and Exchange Commission SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, 2022).

- **Κανόνες του Νόμου περί Χρηματιστηρίου του 1934 για τις γνωστοποιήσεις**

Οι απαιτούμενες γνωστοποιήσεις και οι μορφές γνωστοποίησης ποικίλλουν ανάλογα με την κατάσταση και τον καταχωρίζοντα. Σε γενικές γραμμές, σύμφωνα με το άρθρο 13(a) του νόμου περί χρηματιστηρίου, οι εταιρείες με εγγεγραμμένους τίτλους που κατέχονται από το κοινό και οι εταιρείες ορισμένου μεγέθους ονομάζονται "εταιρείες αναφοράς", πράγμα που σημαίνει ότι πρέπει να προβαίνουν σε περιοδικές γνωστοποιήσεις με την υποβολή ετήσιων εκθέσεων (Έντυπο 10-K) και τριμηνιαίων εκθέσεων (Έντυπο 10-Q). Οι εταιρείες που υποβάλλουν εκθέσεις πρέπει επίσης να γνωστοποιούν αμέσως ορισμένα σημαντικά γεγονότα (το λεγόμενο έντυπο 8-K). Αυτές οι περιοδικές εκθέσεις περιλαμβάνουν ή ενσωματώνουν μέσω παραπομπής τύπους πληροφοριών που θα βοηθήσουν τους επενδυτές να αποφασίσουν αν η κινητή αξία μιας εταιρείας είναι καλή επένδυση. Οι πληροφορίες σε αυτές τις εκθέσεις περιλαμβάνουν στοιχεία σχετικά με τα στελέχη και τα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας, τον κλάδο δραστηριότητάς της και τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις (Legal Information Institute, n.d.).

- **Κανόνες της SEC που διέπουν τις δημόσιες προσφορές κινητών αξιών**

Ο Κανόνας 145 της SEC σύμφωνα με το Securities Act των Η.Π.Α. του 1933 προβλέπει ότι η υποβολή προς ψήφιση σε εταιρεία-στόχο σχεδίου ή συμφωνίας για συγχώνευση, ενοποίηση, μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων και ορισμένων άλλων συναλλαγών, στις οποίες το αντάλλαγμα αποτελεί, εν όλω ή εν μέρει, κινητές αξίες άλλου προσώπου που εκδίδονται ή διανέμονται στους μετόχους της εταιρείας-στόχου, συνιστά προσφορά ή πώληση κινητών αξιών σύμφωνα με τον νόμο περί κινητών αξιών. Οι κινητές αξίες που προσφέρονται σε τέτοιες συναλλαγές, καθώς και οι κινητές αξίες που προσφέρονται από τον αποκτώντα σε προσφορά ανταλλαγής που γίνεται απευθείας σε επιλεγμένους μετόχους της εταιρείας-στόχου, πρέπει να καταχωρίζονται σύμφωνα με τον νόμο περί κινητών αξιών, εκτός εάν υπάρχει εξαίρεση από την καταχώριση αυτής της συναλλαγής. Σημειώνεται ότι σύμφωνα με τους ισχύοντες κανόνες της SEC, το ίδιο έγγραφο με το οποίο ζητείται η ψήφος ή άλλη ενέργεια των μετόχων της εταιρείας-στόχου σε τέτοιες συναλλαγές, δηλαδή η δήλωση πληρεξουσιού της εταιρείας-

στόχου για συγχώνευση ή ενοποίηση ή η προσφορά ανταλλαγής που διανέμεται από τον αποκτώντα στους μετόχους της εταιρείας-στόχου, χρησιμεύει επίσης ως ενημερωτικό δελτίο για τις μετοχές της αποκτώσας που θα εκδοθούν ως το αντάλλαγμα της συναλλαγής.

- **Κρατικό εταιρικό δίκαιο**

Τα μέρη μιας συγχώνευσης ή άλλης επιχειρηματικής συνένωσης με διαπραγμάτευση, έχουν γενικά ελευθερία σύναψης συμβάσεων για τον καθορισμό των όρων της συναλλαγής, με την επιφύλαξη της ύπαρξης τυχόν περιορισμών ή απαιτήσεων που ισχύουν αναφορικά με συνενώσεις επιχειρήσεων και εμπεριέχονται στα οργανωτικά έγγραφα της εταιρείας-στόχου. Οι κρατικοί εταιρικοί νόμοι και οι δικαστικές αποφάσεις βάσει αυτών των νόμων διέπουν:

- διαδικαστικά θέματα, όπως απαιτήσεις ειδοποίησης, χρονοδιαγράμματος και ψηφοφορίας, για την επιδίωξη έγκρισης των μετόχων, σύμφωνα με τον νόμο περί συγχωνεύσεων της πολιτείας ή για την πραγματοποίηση διάλυσης μιας πωλήτριας εταιρείας μετά από πώληση περιουσιακών στοιχείων,

- την συμπίεση των μετόχων μειοψηφίας,

- σε εξαγορές με μετρητά και ορισμένες άλλες εξαγορές, τα δικαιώματα των μετόχων που δεν ψηφίζουν υπέρ της συγχώνευσης να λάβουν τη δικαστικά καθορισμένη αξία των μετοχών τους αντί του ανταλλάγματος της συγχώνευσης, καθώς και τις διαδικασίες για το σκοπό αυτό (που γενικά αναφέρονται ως "δικαιώματα διαφωνούντων" ή "δικαιώματα εκτίμησης") και

- τα καθήκοντα των μελών του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας-στόχου στο πλαίσιο μιας συγχώνευσης ή άλλης επιχειρηματικής συνένωσης.

Άλλες κανονιστικές απαιτήσεις - Hart-Scott-Rodino

Εκτός από τα στοιχεία που αναφέρονται στο γενικό κανονιστικό πλαίσιο υπάρχουν και άλλα ρυθμιστικά ζητήματα που ενδέχεται να προκύψουν στο πλαίσιο της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας Hart Scott-Rodino Improvements Act του 1976 ("HSR Act").

Σύμφωνα με τον παραπάνω νόμο, πριν από την ολοκλήρωση της απόκτησης περιουσιακών στοιχείων ή τίτλων με δικαίωμα ψήφου που υπερβαίνουν ορισμένα κατώτατα όρια μεγέθους, συμπεριλαμβανομένων των αγορών τίτλων στην ανοικτή αγορά από μία επιχείρηση πριν από την συνένωση επιχειρήσεων, οι αντιμονοπωλιακές αρχές των Η.Π.Α., το Υπουργείο Δικαιοσύνης ("DOJ") και η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Εμπορίου ("FTC"), πρέπει να ειδοποιούνται με γνωστοποίηση επί των λεπτομερειών της συναλλαγής και των εμπλεκόμενων μερών, με μια κατάθεση HSR. Το εν λόγω έγγραφο δεν αφορά κάθε συναλλαγή, καθώς υπάρχουν ελάχιστα μεγέθη συναλλαγών που ενεργοποιούν την απαίτηση υποβολής HSR. Για συναλλαγές που υπερβαίνουν μία συγκεκριμένη αξία υπάρχει επίσης ένα τεστ μεγέθους των μερών. Το μέγεθος των μερών και τα κατώτατα όρια συναλλαγών ανακαθορίζονται ετησίως. Εφόσον απαιτείται η κατάθεση του HSR, τα μέρη δεν μπορούν να οριστικοποιήσουν την συναλλαγή πριν από την λήξη της περιόδου αναμονής των 30 ημερών (Federal Trade Commission Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act of 1976, n.d.).

Ρύθμιση των Ξένων Επενδύσεων – CFIUS

Σύμφωνα με τον νόμο περί αμυντικής παραγωγής του 1950, όπως τροποποιήθηκε πρόσφατα από τον νόμο περί κινδύνου ξένων επενδύσεων του 2018 (FIRRMA), ο Πρόεδρος των Η.Π.Α. έχει ευρεία εξουσία να εμποδίζει ή να απαιτεί την εκποίηση ξένων επενδύσεων όταν διαπιστώνει ότι υπάρχει απειλή για την εθνική ασφάλεια. Ο Πρόεδρος επικουρείται από την

Επιτροπή Ξένων Επενδύσεων των Ηνωμένων Πολιτειών (CFIUS), μια διυτηρεσιακή επιτροπή που περιλαμβάνει οικονομικές υπηρεσίες και υπηρεσίες ασφαλείας στη διαχείριση της εξουσίας της. Οι κανονισμοί για την εφαρμογή του FIRREA τέθηκαν σε ισχύ στις 13 Φεβρουαρίου 2020.

Ενώ οι θεμελιώδεις εξουσίες του Προέδρου παραμένουν αμετάβλητες εδώ και δεκαετίες, η πρόσφατη νομοθεσία και οι κανονισμοί έχουν επεκτείνει τη δικαιοδοσία της CFIUS και έχουν δημιουργήσει ένα σύστημα δύο ταχυτήτων, όπου οι προ της ολοκλήρωσης καταθέσεις είναι υποχρεωτικές για ορισμένες ξένες επενδύσεις και προαιρετικές για άλλες. Το κίνητρο για την εθελοντική υποβολή αίτησης CFIUS είναι η διασφάλιση της διαδικασίας σε νομικό επίπεδο, καθώς εάν η CFIUS εγκρίνει μία συναλλαγή, ούτε η επιτροπή ούτε ο Πρόεδρος μπορούν στην συνέχεια να την αμφισβητήσουν (Stebbins & Hartmann, 2023).

Οι προ της ολοκλήρωσης καταθέσεις είναι υποχρεωτικές για δύο κατηγορίες συναλλαγών:

Αυτές με σημαντικό κυβερνητικό συμφέρον, που ως τέτοιες νοούνται συναλλαγές στις οποίες ένα αλλοδαπό νομικό πρόσωπο, στο οποίο μία αλλοδαπή κυβέρνηση έχει 49% ή περισσότερο ποσοστό ψήφων, αποκτά 25% ή περισσότερο του ποσοστού ψήφων σε μία αμερικανική επιχείρηση κρίσιμης τεχνολογίας, κρίσιμης υποδομής ή ευαίσθητων προσωπικών δεδομένων. Αυτές που αφορούν σε κρίσιμη τεχνολογία, δηλαδή συναλλαγές στις οποίες ένα αλλοδαπό φυσικό ή νομικό πρόσωπο αποκτά ορισμένη διακυβέρνηση ή δικαιώματα πληροφόρησης σε επιχείρηση που αναπτύσσει, δοκιμάζει ή παράγει τεχνολογία ζωτικής σημασίας για χρήση σε εισηγμένο τομέα.

Οι υποχρεωτικές καταθέσεις μπορούν λάβουν δύο μορφές, αυτήν της σύντομης "δήλωσης" (declaration) ή αυτήν της μεγαλύτερης "ειδοποίησης" (notice). Μία υποχρεωτική δήλωση πρέπει να υποβληθεί 30 ημέρες πριν από την ολοκλήρωση και τα πιθανά αποτελέσματα περιλαμβάνουν την εκκαθάριση, την μη λήψη μέτρων (ουσιαστική εκκαθάριση) και την απαίτηση υποβολής ανακοίνωσης, η οποία συνεπάγεται μεγαλύτερη διοικητική διαδικασία. Πιθανά αποτελέσματα από μία ανακοίνωση είναι η εκκαθάριση, η εκκαθάριση υπό όρους ή η αντίρρηση, με την επίσημη διαδικασία να διαρκεί συνήθως 45 έως 90 ημέρες. Η μη υποβολή της απαιτούμενης αίτησης μπορεί να επιφέρει κυρώσεις μέχρι το ύψος της αξίας της συναλλαγής.

Όταν η CFIUS έχει δικαιοδοσία, αλλά η υποβολή δεν είναι υποχρεωτική, τα μέρη μπορούν να υποβάλουν είτε δήλωση είτε ανακοίνωση. Τέλος, απαιτείται η καταβολή ενός τέλους κατάθεσης για μία ειδοποίηση (αλλά όχι για μία δήλωση) που υποβάλλεται στην CFIUS. Το ποσό του τέλους κατάθεσης καθορίζεται από την αξία της συναλλαγής (U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY - CFIUS, n.d.).

Πριν από μία Δημόσια Προσφορά Εξαγοράς

Υποχρεώσεις που προκύπτουν αναλόγως του ποσοστού ιδιοκτησίας

Ούτε οι ομοσπονδιακοί νόμοι περί κινητών αξιών των Ηνωμένων Πολιτειών ούτε, με ορισμένες εξαιρέσεις, το εταιρικό δίκαιο των πολιτειών επιβάλλουν υποχρεώσεις που σχετίζονται με την εξαγορά προς τους μετόχους μειοψηφίας (όπως υποχρεωτική προσφορά ή προσφορά για τις μετοχές τους) ως συνέπεια της επίτευξης ή της υπέρβασης οποιουδήποτε συγκεκριμένου

ποσοστού ιδιοκτησίας σε μία δημόσια εταιρεία. Ομοίως, ούτε οι ομοσπονδιακοί ούτε οι πολιτειακοί εταιρικοί νόμοι των Η.Π.Α. παρέχουν συγκεκριμένα δικαιώματα "αυτόματα" (όπως το δικαίωμα διορισμού ενός ή περισσότερων διευθυντών) με την απόκτηση συγκεκριμένου ποσοστού ιδιοκτησίας σε μία εταιρεία, εκτός από το δικαίωμα χρήσης της δύναμης ψήφου, που συνοδεύει το εν λόγω ποσοστό συμμετοχής, σύμφωνα με τα καταστατικά έγγραφα της εταιρείας και την ισχύουσα νομοθεσία. Τέτοια ειδικά δικαιώματα μπορεί να προβλέπονται από σύμβαση ή να χορηγούνται σε μία ή περισσότερες κατηγορίες τίτλων από τα έγγραφα της εταιρείας.

Ωστόσο, οι υποχρεώσεις γνωστοποίησης και άλλες συνέπειες τόσο για τους αγοραστές (συμπεριλαμβανομένων πιθανών περιορισμών των δικαιωμάτων του αποκτώντος ως μετόχου), όσο και για τους εκδότες, προκύπτουν όταν επιτυγχάνεται συγκεκριμένο ποσοστό ιδιοκτησίας.

Στην συνέχεια καταγράφονται οι υποχρεώσεις και οι συνέπειες αναλόγως της ποσοστιαίας ιδιοκτησίας επιχειρήσεων στις Η.Π.Α. για τους αγοραστές και τις εταιρείες-στόχους.

- Σε περίπτωση που υπάρχει ποσοστό πραγματικής ιδιοκτησίας μεγαλύτερο του 5% ισχύουν τα οριζόμενα από τον Exchange Act τμήμα 13(d), τους Κανονισμούς 13D και 13G και οι υποχρεώσεις αναφοράς της εταιρείας-στόχου.

Η απόκτηση πραγματικής κυριότητας άνω του 5% των τίτλων με δικαίωμα ψήφου ενός εκδότη πρέπει να δηλώνεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς βάσει του κανονισμού 13D. Θεσμικοί και άλλοι παθητικοί επενδυτές που δεν επιδιώκουν να ελέγξουν ή να επηρεάσουν τον εκδότη μπορούν να υποβάλουν ένα "σύντομο έντυπο" βάσει του κανονισμού 13G. Αυτές οι καταθέσεις είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό. Οι δημόσιες εταιρείες πρέπει να γνωστοποιούν στις δημόσιες αιτήσεις τους, τα ιδιοκτησιακά συμφέροντα, ορισμένες συναλλαγές και ορισμένες άλλες πληροφορίες σχετικά με τους κατόχους άνω του 5% των τίτλων με δικαίωμα ψήφου που βρίσκονται σε κυκλοφορία.

- Σε περίπτωση που γίνεται προσφορά εξαγοράς για ποσοστό πραγματικής ιδιοκτησίας μεγαλύτερο του 5% ισχύουν τα οριζόμενα από τον Exchange Act τμήμα 14(d), τους Κανονισμούς 14D και 14E και οι υποχρεώσεις ανταπόκρισης της εταιρείας-στόχου (Τμήμα 14D-9).

Μία προσφορά που διενεργείται από ένα μέρος, το οποίο θα κατέχει πάνω από το 5% των τίτλων με δικαίωμα ψήφου της εταιρείας-στόχου μετά την ολοκλήρωσή της, πρέπει να διεξάγεται σύμφωνα με τους κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τις προσφορές. Οι κανόνες περί προσφορών απαιτούν από την εταιρεία-στόχο να συστήσει στους μετόχους να αποδεχθούν, να απορρίψουν ή να προβούν σε άλλες ενέργειες σχετικά με την προσφορά, ή να δηλώσει ότι δεν είναι σε θέση να προβεί σε σύσταση ή ότι δεν προβαίνει σε καμία σύσταση, και να αιτιολογήσει την θέση της. Οι απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων του τμήματος 13(d) εξακολουθούν να ισχύουν κατά τη διάρκεια μιας προσφοράς.

- Σε περίπτωση που υπάρχει ποσοστό πραγματικής ιδιοκτησίας μεγαλύτερο του 10% ισχύουν τα οριζόμενα από τον Exchange Act τμήμα 16(a) και (b) και συμπληρώνονται τα έντυπα 3 και 4.

Η πραγματική ιδιοκτησία άνω του 10% των εκδοθέντων τίτλων με δικαίωμα ψήφου μιας αμερικανικής εγχώριας δημόσιας εταιρείας πρέπει να αναφέρεται στο Έντυπο 3. Οι μεταβολές στην εν λόγω ιδιοκτησία πρέπει να αναφέρονται στο έντυπο 4. Οι δηλώσεις είναι διαθέσιμες στο κοινό. Οι πραγματικοί δικαιούχοι του 10% υπόκεινται σε απώλεια κερδών από αγορές και πωλήσεις ή πωλήσεις και αγορές μετοχών του εκδότη εντός εξάμηνης περιόδου. Ουσιαστικά

οι ίδιες απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων και οι κανόνες για την κατάπτωση των κερδών "μικρής διάρκειας" ισχύουν γενικά για τους διευθυντές και τα εκτελεστικά στελέχη των εισηγμένων εταιρειών. Οι εισηγμένες εταιρείες πρέπει να γνωστοποιούν τις παραλείψεις υποβολής των εν λόγω απαιτούμενων δηλώσεων στο υλικό πληρεξουσιότητας για τις ετήσιες συνελεύσεις τους.

- Σε περίπτωση που υπάρχει ποσοστό ιδιοκτησίας 10% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου της εταιρείας-στόχου μπορεί να υφίσταται καθεστώς συνεργαζόμενης, σύμφωνα με τις αρχές του ομοσπονδιακού νόμου περί κινητών αξιών.

Δημόσιες πωλήσεις κινητών αξιών από συνεργαζόμενες μπορούν να πραγματοποιούνται μόνον σύμφωνα με δήλωση καταχώρισης, βάσει του νόμου περί κινητών αξιών ή με ισχύουσα απαλλαγή από την καταχώριση. Ένα πρόσωπο που ασκεί έλεγχο μπορεί να υπόκειται σε ορισμένες πρόσθετες ευθύνες σύμφωνα με την ομοσπονδιακή νομοθεσία των Η.Π.Α. περί κινητών αξιών.

- Σε περίπτωση που υπάρχει ποσοστό ιδιοκτησίας 10% έως 15% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου της εταιρείας-στόχου, δηλαδή "ενδιαφερόμενος μέτοχος", εφαρμόζονται μέτρα κατά της εξαγοράς.

Τα εν λόγω μέτρα "παγώνουν" και με άλλους τρόπους περιορίζουν ή θέτουν όρους για επιχειρηματικές συνενώσεις, π.χ. συγχωνεύσεις, μεταξύ της εταιρείας-στόχου και ενός "ενδιαφερόμενου μετόχου". Άλλοι κρατικοί νόμοι κατά της εξαγοράς επικεντρώνονται στα δικαιώματα ψήφου, την τιμολόγηση και τις εκλογικές ομάδες, πέραν των μετόχων που μπορεί να επηρεαστούν από μία εξαγορά.

- Σε περίπτωση που υπάρχει ποσοστό ιδιοκτησίας 10% έως 20% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου της εταιρείας-στόχου, τότε συνήθως ενεργοποιούνται τα δικαιώματα των μετόχων, δηλαδή τα σχέδια "poison pill".

Τα σχέδια δικαιωμάτων των μετόχων ("poison pills") θεσπίζονται από ορισμένες εταιρείες-στόχους, σύμφωνα με το κρατικό δίκαιο και αποτρέπουν τις εχθρικές εξαγορές, καθώς τις καθιστούν πολύ κοστοβόρες ή ανέφικτες, μέσω διατάξεων που, εάν ενεργοποιηθούν, θα "αραιώσουν" δραστικά την ιδιοκτησία του εχθρικού μέρους.

- Σε περίπτωση που υπάρχει ποσοστό ιδιοκτησίας 50% και πλέον των μετοχών με δικαίωμα ψήφου της εταιρείας-στόχου, τότε ένας μέτοχος ελέγχει τις περισσότερες ή όλες τις αποφάσεις (συμπεριλαμβανομένων των εκλογών στο διοικητικό συμβούλιο). Επίσης απαιτείται αναφορά της αλλαγής ελέγχου από την εταιρεία-στόχο (η οποία μπορεί να απαιτηθεί και σε χαμηλότερο ποσοστό, εάν αυτό το χαμηλότερο ποσοστό παρέχει έλεγχο).

Οι περισσότερες, αλλά όχι όλες, θεμελιώδεις αποφάσεις των αμερικανικών εταιρειών αποφασίζονται με την ψήφο των μετόχων που κατέχουν την πλειοψηφία των μετοχών με δικαίωμα ψήφου που παρίστανται (αυτοπροσώπως ή μέσω αντιπροσώπου) σε μία συνέλευση και ψηφίζουν ή με την πλειοψηφία των μετοχών με δικαίωμα ψήφου που βρίσκονται σε κυκλοφορία. Ουσιαστικά, ο πραγματικός έλεγχος επιτυγχάνεται συχνά σε χαμηλότερα όρια. Μία εταιρεία-στόχος που έχει υποστεί αλλαγή ελέγχου πρέπει να υποβάλει έκθεση στο έντυπο 8-K και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς γνωστοποιεί την αλλαγή ελέγχου. Το τμήμα 14(f) του Exchange Act και ο κανόνας 14f-1 της SEC απαιτούν την υποβολή και διανομή στους μετόχους της εταιρείας-στόχου ορισμένων πληροφοριών, εάν η πλειοψηφία του διοικητικού συμβουλίου επιλέγεται από την εξαγοράζουσα εταιρεία χωρίς συνέλευση των μετόχων.

- Σε περίπτωση που υπάρχει η πλειοψηφία των μετοχών που έχουν δικαίωμα ψήφου σε μία συγχώνευση ισχύει το Γενικό Εταιρικό Δίκαιο του Delaware, τμήμα 251 (h).

Σύμφωνα με το δίκαιο του Delaware, μία συμφωνία συγχώνευσης μεταξύ ενός υποψήφιου αγοραστή και μιας εισηγμένης εταιρείας-στόχου μπορεί να προβλέπει ότι, εάν ο υποψήφιος αγοραστής διεξάγει προσφορά και, μετά την ολοκλήρωση της προσφοράς, κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών της εταιρείας-στόχου που έχουν δικαίωμα ψήφου για την συγχώνευση (ή οποιοδήποτε υψηλότερο ποσοστό απαιτείται για μία τέτοια ενέργεια από το καταστατικό της εταιρείας-στόχου), ο υποψήφιος αγοραστής ή μία θυγατρική εταιρεία εξαγοράς μπορεί να ολοκληρώσει την συγχώνευση της εταιρείας-στόχου σε αυτήν ή με αυτήν του υποψήφιου αγοραστή χωρίς ψηφοφορία των μετόχων της εταιρείας-στόχου. Αυτή η διάταξη επιτρέπει μία πιο εξορθολογισμένη διαδικασία συγχώνευσης προσφοράς/συγχώνευσης.

- Σε περίπτωση που υπάρχει ποσοστό ιδιοκτησίας 90% και πλέον των μετοχών με δικαίωμα ψήφου της εταιρείας-στόχου, τότε μία εταιρεία-στόχος μπορεί να συγχωνευθεί με μία εξαγοράζουσα εταιρεία σε "σύντομη" βάση.

Σύμφωνα με τους νόμους του Delaware και πολλών άλλων πολιτειών, ένας υποψήφιος αγοραστής μπορεί να συγχωνεύσει μία εταιρεία-στόχο στον εαυτό του ή σε μία θυγατρική του χωρίς ψηφοφορία των μετόχων της εταιρείας-στόχου, εάν ο αγοραστής κατέχει το 90% ή περισσότερο των τίτλων με δικαίωμα ψήφου της εταιρείας-στόχου (συνήθως επιτυγχάνεται μέσω προσφοράς εξαγοράς) (U.S Securities and Exchange Commission SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, 2022).

Υποχρεώσεις Γνωστοποίησης της Πραγματικής Κυριότητας των Μετοχών

Ένα μέρος που προβαίνει σε "απόκτηση", η οποία έχει ως αποτέλεσμα το μέρος να γίνεται πραγματικός δικαιούχος περισσότερων από το 5% μιας κατηγορίας κινητών αξιών με δικαίωμα ψήφου ενός εισηγμένου εκδότη, πρέπει να αναφέρει την πραγματική του κυριότητα είτε σε Schedule 13D είτε, εάν ο επενδυτής πληροί ορισμένα κριτήρια και αποποιείται την πρόθεση να ελέγξει ή να επηρεάσει την εταιρεία-στόχο, στο Schedule 13G. Τα έντυπα αυτά αναφέρουν την ταυτότητα και τις προθέσεις του αγοραστή και πρέπει να υποβληθούν εντός λίγων εργάσιμων ημερών από την εξαγορά.

Εσωτερικές Συναλλαγές και Κανόνες κατά της Χειραγώγησης

Γενικά

Διάφορες διατάξεις των ομοσπονδιακών νόμων των Η.Π.Α. περί κινητών αξιών λειτουργούν για να απαγορεύουν την αγορά ή την πώληση μετοχών, ενόσω ένας κάτοχος εμπιστευτικής πληροφορίας έχει στην κατοχή του ουσιώδεις, μη δημόσιες πληροφορίες και να παρέχουν ένδικα μέσα για αστικές ή / και ποινικές παραβιάσεις αυτών των νόμων.

Τον Αύγουστο του 2000 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεσπίζει νέους κανόνες σχετικά με τις εσωτερικές συναλλαγές, με ισχύ από τον Οκτώβριο του ίδιου έτους. Σύμφωνα με τον κανόνα 10b5-1, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) ορίζει ως εσωτερική διαπραγμάτευση κάθε συναλλαγή τίτλων που πραγματοποιείται όταν το πρόσωπο που βρίσκεται πίσω από την

συναλλαγή γνωρίζει μη δημόσιες ουσιώδεις πληροφορίες και, ως εκ τούτου, παραβιάζει την υποχρέωσή του να διατηρήσει την εμπιστευτικότητα της γνώσης αυτής (HEAKAL, 2022).

Ο όρος του κατόχου εμπιστευτικής πληροφόρησης περιλαμβάνει γενικά τα στελέχη και τα διευθυντικά στελέχη ενός εκδότη και μπορεί, ανάλογα με τις περιστάσεις, να περιλαμβάνει έναν ιδιοκτήτη με ποσοστό άνω του 5% των μετοχών του εν λόγω εκδότη. Στο δεύτερο μέρος του κανόνα 10b5-2, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιγράφει τρεις μη αποκλειστικές περιπτώσεις κατά τις οποίες απαιτείται καθήκον εμπιστοσύνης ή εμπιστευτικότητας:

-Όταν ένα πρόσωπο εκφράζει συμφωνία για τη διατήρηση της εμπιστευτικότητας,

-Όταν το ιστορικό, το μοτίβο και/ή η πρακτική δείχνουν ότι μία σχέση έχει αμοιβαία εμπιστευτικότητα και

-Όταν ένα πρόσωπο ακούει πληροφορίες από σύζυγο, γονέα, παιδί ή αδελφό (εκτός εάν μπορεί να αποδειχθεί ότι μία τέτοια σχέση δεν έχει και δεν δημιουργεί εμπιστευτικότητα) (HEAKAL, 2022).

Ο κάτοχος εμπιστευτικής πληροφόρησης ή άλλο πρόσωπο που κατέχει τέτοιες πληροφορίες πρέπει είτε να αποκαλύψει τις πληροφορίες πριν προβεί σε πώληση ή αγορά μετοχών του εκδότη, ή να απέχει από τη διαπραγμάτευση των μετοχών και, υπό ορισμένες συνθήκες, η αποκάλυψη από έναν κάτοχο εμπιστευτικής πληροφόρησης σε ένα πρόσωπο που προτίθεται να πραγματοποιήσει συναλλαγή μπορεί να οδηγήσει σε ευθύνη "tipper/tippee". Ο κάτοχος εμπιστευτικής πληροφόρησης (tipper) είναι το πρόσωπο που παραβίασε το καθήκον εμπιστευτικότητας όταν αποκάλυψε συνειδητά εμπιστευτικές πληροφορίες. Ο λήπτης των πληροφοριών (tippee) είναι το πρόσωπο που χρησιμοποιεί εν γνώσει του τις πληροφορίες αυτές για να πραγματοποιήσει μία συναλλαγή, παραβιάζοντας με την σειρά του επίσης το απόρρητο (HEAKAL, 2022).

Το ουσιώδες της πληροφορίας εξαρτάται από τα πραγματικά περιστατικά και τις περιστάσεις, αλλά γενικά οι πληροφορίες κρίνονται ως ουσιώδεις, εφόσον είναι σημαντικές για την λήψη απόφασης ενός επενδυτή για την αγορά ή την πώληση ενός τίτλου.

Στο πλαίσιο της διαδικασίας εποπτείας της αγοράς, η Ρυθμιστική Αρχή Χρηματοοικονομικής Βιομηχανίας (Financial Industry Regulatory Authority - FINRA) εξετάζει συστηματικά τη διαπραγμάτευση των μετοχών μιας εταιρείας-στόχου πριν και αμέσως μετά την ανακοίνωση μιας εξαγοράς ή άλλου σημαντικού γεγονότος και δύναται να διεξάγει έρευνα, εάν εντοπίσει ασυνήθιστη δραστηριότητα που υποδηλώνει αθέμιτη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών.

Πραγματοποίηση μιας Εξαγοράς

Δημοσιοποίηση της προσφοράς

(α) Προκαταρκτικές συζητήσεις

Οι προκαταρκτικές συζητήσεις είναι ίσως η πρώτη επικοινωνία-επαφή για την απόκτηση της εταιρείας-στόχου. Όπως αναφέρεται και στα στάδια, στην περίπτωση που τα μέρη επιθυμούν την πραγματοποίηση της συναλλαγής, είθισται να συνάπτουν Σύμβαση Εμπιστευτικότητας, η οποία επιτρέπει στην εταιρεία-στόχο να παρέχει σημαντικές μη δημόσιες πληροφορίες στον αγοραστή χωρίς να παραβιάζεται ο κανονισμός Fair Disclosure της SEC. Ο εν λόγω κανονισμός δημιουργήθηκε σε μία περαιτέρω προσπάθεια να περιοριστεί η πιθανότητα συναλλαγών από εμπιστευτικές πηγές. Η SEC δημιούργησε τον Κανονισμό Δίκαιης Γνωστοποίησης (Fair

Disclosure (FD) Regulation), ο οποίος κυκλοφόρησε ταυτόχρονα με τον Κανόνα 10b5-1, και αναφέρει ότι οι εταιρείες δεν μπορούν πλέον να είναι επιλεκτικές ως προς τον τρόπο με τον οποίο δημοσιοποιούν πληροφορίες. Αυτό σημαίνει ότι οι αναλυτές ή οι θεσμικοί πελάτες δεν μπορούν να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες πριν από τους πελάτες λιανικής ή το ευρύ κοινό. Όλοι όσοι δεν ανήκουν στην εταιρεία πρέπει να λαμβάνουν τις πληροφορίες την ίδια στιγμή (HEAKAL, 2022). Επειδή οι διαπραγματεύσεις και ο ενδεδειγμένος έλεγχος διεξάγονται βάσει μιας συμφωνίας που απαιτεί εμπιστευτικότητα και περιορίζει τις δημόσιες ανακοινώσεις, οι εξαγορές στις Η.Π.Α. γενικά δημοσιοποιούνται μόνο μετά την υπογραφή οριστικής συμφωνίας.

Ακόμη και σε αυτό το πρώιμο στάδιο, ένας δυνητικός αγοραστής θα πρέπει να τηρεί αρχείο των επαφών και συζητήσεων με την εταιρεία-στόχο. Εάν τα μέρη καταλήξουν σε συμφωνία για την εξαγορά της εταιρείας-στόχου, το έγγραφο γνωστοποίησης που ετοιμάζεται για τους μετόχους της, δηλαδή η οριστική δήλωση πληρεξουσίου για μία μακροχρόνια συγχώνευση ή μία προσφορά αγοράς για μία προσφορά εξαγοράς, θα πρέπει να περιλαμβάνει λεπτομερή συζήτηση των προηγούμενων συμβάσεων, συναλλαγών ή διαπραγματεύσεων μεταξύ της εταιρείας-στόχου (και των θυγατρικών της) και του υποψήφιου αγοραστή ή των αντίστοιχων εκπροσώπων τους, γενικά συμπεριλαμβανομένης της φύσης των επαφών (όπως συνάντηση, επιστολή ή τηλεφωνική συνομιλία), τους βασικούς συμμετέχοντες και την ουσία της επαφής. Η γνωστοποίηση αυτή παρουσιάζεται συνήθως στους αντιπροσώπους των μετόχων της εταιρείας-στόχου ή στην προσφορά αγοράς του υποψήφιου αγοραστή στο πλαίσιο της ενημέρωσης και αναφέρεται ως το ιστορικό της συγχώνευσης.

Όπως σημειώθηκε ανωτέρω, το μέρος που υποβάλλει παράρτημα 13D υποχρεούται να γνωστοποιεί τα "σχέδια και τις προτάσεις" σχετικά με την εν λόγω εταιρεία και να τροποποιεί το Schedule 13D για "ουσιώδεις αλλαγές" στις πληροφορίες του σχετικού τμήματος. Εάν ένας δυνητικός αγοραστής έχει συμμετοχή στην εταιρεία-στόχο, που έχει γνωστοποιηθεί σε Schedule 13D, η εκτέλεση της συμφωνίας εμπιστευτικότητας και η διενέργεια του ενδεδειγμένου ελέγχου, καθώς και οι συζητήσεις των μερών ενδέχεται να δημιουργούν υποχρέωση γνωστοποίησης υπό την έννοια της ουσιώδους μεταβολής, ιδίως εάν η αρχική κατάθεση του αγοραστή αναφέρει απλώς ότι απέκτησε το μερίδιο της εταιρείας-στόχου "για επένδυση", χωρίς καμία αναφορά στην αναζήτηση πιθανού επιχειρηματικού συνδυασμού ή άλλης συναλλαγής με την εταιρεία-στόχο.

(β) Έναρξη της προσφοράς αγοράς

Σύμφωνα με τους κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τις προσφορές, μία προσφορά εκκινεί όταν ο προσφέρων δημοσιεύει, αποστέλλει ή δίνει τα μέσα για την υποβολή προσφοράς για πρώτη φορά στους κατόχους κινητών αξιών της εταιρείας-στόχου. Κατά την ημερομηνία έναρξης, ο υποψήφιος αγοραστής πρέπει να καταθέσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ένα παράρτημα προσφοράς εξαγοράς (Schedule TO) μαζί με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά, τα οποία θα περιλαμβάνουν την προσφορά αγοράς, μία επιστολή διαβίβασης και άλλα έγγραφα που απαιτούνται για την παράδοση των προσφερόμενων μετοχών, καθώς και το σχετικό δελτίο τύπου για την έναρξη της προσφοράς.

Ο υποψήφιος αγοραστής πρέπει να παραδώσει αντίγραφο του εν λόγω παραρτήματος στην εταιρεία-στόχο, να ενημερώσει το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένες οι μετοχές της εταιρείας-στόχου για την έναρξη της προσφοράς, να δημοσιεύσει διαφήμιση (η οποία μπορεί να είναι σε συνοπτική μορφή) σε μία ή περισσότερες μεγάλες εφημερίδες που θα περιέχει

συγκεκριμένες πληροφορίες σχετικά με την προσφορά, και να διανείμει το υλικό της προσφοράς στους μετόχους της εταιρείας-στόχου.

- Ανακοινώσεις πριν από την προσφορά

Επιτρέπονται ανακοινώσεις πριν από την επίσημη έναρξη π.χ. ανακοίνωση ότι ένας υποψήφιος αγοραστής εξετάζει ή έχει αποφασίσει να υποβάλει προσφορά ή βρίσκεται σε συζητήσεις με την εταιρεία-στόχο σχετικά με μία πιθανή προσφορά. Τέτοιες ανακοινώσεις δεν συνιστούν "έναρξη" της προσφοράς, εάν κατατίθενται στην SEC υπό την κάλυψη της Schedule TO κατά την ημερομηνία της πρώτης χρήσης και χαρακτηρίζονται ως προ της έναρξης ανακοινώσεις.

- Ανακοινώσεις πριν από την προσφορά - Προσφορές ανταλλαγής

Οι προσφορές ανταλλαγής είναι προσφορές στις οποίες το αντάλλαγμα θα αποτελείται εν όλω ή εν μέρει από κινητές αξίες της εταιρείας του αποκτώντος, οι εν λόγω ανακοινώσεις αποτελούν "προσφορές" έναντι των κινητών αξιών υποψήφιου αγοραστή. Συνήθως, οι κινητές αξίες δεν μπορούν να προσφερθούν δημοσίως, εκτός εάν υπάρχει καταχώριση δήλωσης σχετικά με τις προσφερόμενες κινητές αξίες, που έχει κατατεθεί σύμφωνα με τον Securities and Exchange ACT. Ωστόσο, ο κανόνας 165 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιτρέπει τέτοιες ανακοινώσεις πριν από την κατάθεση της δήλωσης καταχώρισης για τις κινητές αξίες που θα προσφερθούν στο χρηματιστήριο, υπό την προϋπόθεση ότι οι ανακοινώσεις κατατίθενται στην SEC και συμμορφώνονται με τους περιορισμούς των πληροφοριακών ορίων για τέτοιες ανακοινώσεις πριν από την προσφορά. Ο κανόνας 165 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εφόσον η συναλλαγή αφορά κινητές αξίες, επιτρέπει εκτός από ανακοινώσεις πριν από την κατάθεση της δήλωσης καταχώρισης και προσφορές πριν από την κατάθεση μιας δήλωσης καταχώρισης για την προσφορά, πάντα με την επιφύλαξη των απαιτήσεων του εν λόγω κανόνα για την κατάθεση και τους περιορισμούς πληροφόρησης (Baker McKenzie, 2022).

(γ) Συγχωνεύσεις μακράς διάρκειας

Κατά την εκτέλεση οριστικής συμφωνίας για συγχώνευση μακράς διάρκειας, η αγοράστρια εταιρεία και η εταιρεία-στόχος εκδίδουν συνήθως κοινό δελτίο τύπου και το καταθέτουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το δελτίο προσδιορίζει γενικά τα εμπλεκόμενα μέρη και συνοψίζει τους ουσιώδεις όρους της συναλλαγής.

Μορφή της Αντιπαροχής και Κανόνες Τιμολόγησης

(α) Μορφή

Δεν υφίσταται νομικό πλαίσιο που να προβλέπει την μορφή της αντιπαροχής που πρέπει να καταβληθεί σε μία προσφορά ή συγχώνευση. Εκτός από την μορφή της προσφοράς, λαμβάνονται υπόψη οι οικονομικοί πόροι και η πρόσβαση του υποψήφιου αγοραστή σε χρηματοδότηση. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή του προσφερόμενου ανταλλάγματος περιλαμβάνουν τα ακόλουθα:

- Αναβολή της φορολογίας.
- Εγγραφή στον νόμο περί κινητών αξιών παράλληλα με τον χρόνο και τη διαθεσιμότητα των πληροφοριών.
- Υποχρεώσεις υποβολής εκθέσεων βάσει του νόμου περί χρηματιστηρίου.
- Απαιτήσεις έγκρισης από τους μετόχους του αγοραστή.
- Εχθρικές έναντι φιλικών προσφορών.

- Ένας αγοραστής σε μία συναλλαγή με μετρητά θα έχει ένα χρονικό πλεονέκτημα έναντι ενός αντίπαλου πλειοδότη που προσφέρει τους τίτλους του. Αυτό μπορεί να είναι ιδιαίτερα σημαντικό, όταν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου μιας εχθρικής προσφοράς αποφασίσει ότι η εξαγορά με μετρητά από έναν "λευκό ιππότη" είναι προτιμότερη από την εχθρική εξαγορά του πλειοδότη.
- Οικονομικές καταστάσεις του υποψήφιου αγοραστή. Ένας υποψήφιος αγοραστής υποχρεούται να συμπεριλάβει τις οικονομικές του καταστάσεις στο έγγραφο της προσφοράς που υποβάλλεται στους μετόχους της εταιρείας-στόχου. Ωστόσο, οι οικονομικές καταστάσεις δεν απαιτείται να γνωστοποιηθούν, εάν το αντάλλαγμα είναι μετρητά και η προσφορά δεν υπόκειται σε όρο χρηματοδότησης. Οι κανόνες περί πληρεξουσιότητας επίσης παρέχουν σημαντικές διευκολύνσεις για όλες τις συναλλαγές με μετρητά. Ένας αγοραστής που έχει επαρκή ταμειακά διαθέσιμα και επιθυμεί να διατηρήσει την εμπιστευτικότητα των οικονομικών του καταστάσεων δύναται να προσφέρει μετρητά ως αντάλλαγμα για αυτόν τον λόγο.
- Διαθεσιμότητα των δικαιωμάτων αξιολόγησης. Μέτοχοι μιας εταιρείας-στόχου σε συγχωνεύσεις εξ ολοκλήρου εξοφλημένες με μετρητά, διατηρούν το νόμιμο δικαίωμα αξιολόγησης. Σύμφωνα με το δίκαιο του Delaware και πολλών άλλων πολιτειακών νόμων περί εταιρειών, τα δικαιώματα εκτίμησης δεν είναι διαθέσιμα σε μία συγχώνευση στην οποία το αντάλλαγμα αποτελείται από μετοχές εισηγμένης εταιρείας.

(β) Τιμολόγηση

Δεν υφίσταται νομικό πλαίσιο που να προβλέπει το ποσό του ανταλλάγματος που πρέπει να καταβληθεί σε μία προσφορά ή συγχώνευση. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμολόγηση περιλαμβάνουν τα εξής:

- Κανόνας καλύτερης τιμής της SEC - Είναι ο κανόνας 14d-10 της SEC, που απαιτεί το αντάλλαγμα που καταβάλλεται σε μέτοχο της εταιρείας-στόχου για τις προσφερόμενες μετοχές να ισούται με την υψηλότερη αντιπαροχή που καταβάλλεται σε οποιονδήποτε άλλο κάτοχο τίτλων για τις εν λόγω μετοχές.
- Μεταβολές τιμών – Αφορά τον κανόνα 14e-1 της SEC, όπου αναφέρεται ότι κατά την αύξηση ή μείωση του αντίτιμου της προσφοράς, η προσφορά πρέπει να παραμείνει ανοικτή για τουλάχιστον 10 εργάσιμες ημέρες μετά τη διάδοση της ειδοποίησης για την μεταβολή στο αντάλλαγμα.
- Αποκάλυψη και ζητήματα δικαιοσύνης - Σε όλες τις προσφορές και συγχωνεύσεις, ο υποψήφιος αγοραστής υποχρεούται να παρέχει πληροφορίες σχετικά με τις αγορές των τίτλων της εταιρείας-στόχου που έχει πραγματοποιήσει κατά τις προηγούμενες 60 ημέρες.

Προσφορές Υπό Όρους και Άνευ Όρων

Η αμερικανική νομοθεσία και πρακτική περί προσφορών δεν προβλέπει ότι οι προσφορές γίνονται "άνευ όρων" μετά την παρέλευση συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος από την έναρξη ή άλλο γεγονός. Σε μία μη εχθρική συναλλαγή, οι όροι της υποχρέωσης του υποψήφιου αγοραστή να αποδεχθεί και να πληρώσει για τις προσφερόμενες μετοχές συνήθως διαπραγματεύονται μεταξύ αυτού και της εταιρείας-στόχου. Σε μία εχθρική προσφορά οι όροι

αυτοί καθορίζονται από τον υποψήφιο αγοραστή. Τυπικοί όροι για την υποχρέωση του αγοραστή είναι :

- Αριθμός προσφερόμενων μετοχών - Λήψη προσφορών ενός αριθμού μετοχών ο οποίος, όταν προστεθεί σε τυχόν μετοχές που κατέχει ο υποψήφιος αγοραστής, θα αποτελούν τουλάχιστον την πλειοψηφία των μετοχών της εταιρείας-στόχου που βρίσκονται σε κυκλοφορία.
- Λήψη των κυβερνητικών συγκαταθέσεων - Λήψη της έγκρισης πριν από την συγχώνευση, σύμφωνα με τον νόμο HSR και λήψη λοιπών, τυχόν απαιτούμενων, κυβερνητικών συγκαταθέσεων, αδειών ή εγκρίσεων, όπως η έγκριση της CFIUS.
- Απουσία νομοθετικών ή δικαστικών εμποδίων.
- Συμμόρφωση με τα χρεόγραφα και άλλες συμβάσεις.
- Μετακύλιση μετοχικού κεφαλαίου.
- Μη ύπαρξη ουσιωδών δυσμενών αλλαγών (MAC clauses).
- Η αποτελεσματικότητα της δήλωσης καταχώρισης, που υφίσταται όταν το αντάλλαγμα συνίσταται σε ή περιλαμβάνει μετοχές, ολοκληρώνεται η δήλωση καταχώρισης, που έχει κατατεθεί στην SEC για τις εν λόγω μετοχές και δεν υπάρχει οποιασδήποτε εντολή αναστολής της ισχύος της δήλωσης.

Χρηματοδοτικές Απαιτήσεις

Δεν υφίσταται νομικό πλαίσιο που να απαιτεί ρητά να έχει ο υποψήφιος αγοραστής χρηματοδότηση διαθέσιμη ή δεσμευμένη κατά την έναρξη μιας προσφοράς. Ωστόσο, σύμφωνα με τον κανόνα 14e-8 της SEC, είναι δόλιο για ένα πρόσωπο να ανακοινώνει την πρόθεσή του να διενεργήσει προσφορά, εφόσον δεν έχει την εύλογη πεποίθηση ότι θα έχει τα διαθέσιμα μέσα για να αγοράσει τίτλους ώστε να ολοκληρώσει την προσφορά.

Ο κανονισμός για προσφορές αγοράς (Schedule TO) απαιτεί από τον υποψήφιο αγοραστή να παρέχει πληροφορίες σχετικά με την πηγή και το ποσό των κεφαλαίων που θα χρησιμοποιήσει για την απόκτηση της εταιρείας-στόχου. Η προσφορά αγοράς περιλαμβάνει περιγραφή της χρηματοδότησης του υποψήφιου αγοραστή συμπεριλαμβανομένων των όρων των εγγράφων χρηματοδότησης. Οι συμφωνίες χρηματοδότησης συνήθως κατατίθενται ως αποδεικτικά του κανονισμού προσφοράς αγοράς (Schedule TO) του υποψήφιου αγοραστή.

Οι κανόνες της SEC απαλλάσσουν από την ανάγκη παροχής χρηματοοικονομικών πληροφοριών για τον υποψήφιο αγοραστή σε μία προσφορά για αγορά με μετρητά για το σύνολο των μετοχών της εταιρείας-στόχου. Οι διατάξεις αυτές μπορεί να είναι ελκυστικές για έναν υποψήφιο αγοραστή που δεν έχει προηγουμένως δημοσιεύσει τις οικονομικές του καταστάσεις και επιθυμεί να συνεχίσει να αποφεύγει να το πράξει. Ωστόσο, η ύπαρξη προϋπόθεσης χρηματοδότησης είναι σημαντικός παράγοντας που εξετάζεται από το διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρείας-στόχου, ειδικά εάν λαμβάνει πολλαπλές προσφορές, δεδομένου ότι η "βεβαιότητα της συμφωνίας" είναι ένας παράγοντας που το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να εξετάζει κατά την αξιολόγηση των ανταγωνιστικών προσφορών (Baker McKenzie, 2022).

Φιλικές και Εχθρικές Προσφορές

Σε όλες τις προσφορές, η εταιρεία-στόχος πρέπει να λάβει επίσημη θέση (η οποία μπορεί να είναι απλά η δήλωση ότι δεν κάνει σύσταση) σε σχέση με την ληφθείσα προσφορά εντός 10 εργάσιμων ημερών από την έναρξή της. Αυτό το πράττει συμπεριλαμβάνοντας την θέση της σε δήλωση γνωστοποίησης του τμήματος 14D-9 που υποβάλλεται στην SEC.

Πριν από την υποβολή του Schedule 14D-9, η εταιρεία-στόχος μπορεί να εκδώσει δηλώσεις σχετικά με την προσφορά, εφόσον καταθέσει οποιεσδήποτε γραπτές ανακοινώσεις στην SEC κατά την ημερομηνία που αυτές εκδίδονται και συμπεριλάβει σαφές υπόμνημα, όπου θα συμβουλευεί τους μετόχους της να διαβάσουν την επίσημη δήλωση- σύσταση της εταιρείας, όταν αυτή είναι διαθέσιμη.

Σε μία φιλική ή αλλιώς πραγματοποιούμενη συναλλαγή, το περιεχόμενο της δήλωσης της εταιρείας-στόχου συνήθως διαπραγματεύεται εκ των προτέρων και την προσφορά αγοράς ή η δήλωση της εταιρείας-στόχου περιλαμβάνει πληροφορίες σχετικά με την εξέταση και έγκριση από το διοικητικό συμβούλιο της συναλλαγής, την σύστασή του να αποδεχθούν οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου την προσφορά και να πωλήσουν τις μετοχές τους ή να ψηφίσουν υπέρ της συγχώνευσης, ανάλογα με την περίπτωση, καθώς και τους λόγους για τους οποίους υποβάλλεται η σχετική σύσταση του διοικητικού συμβουλίου. Σε μία φιλική προσφορά, το παράρτημα 14D-9 της εταιρείας-στόχου συντάσσεται συντονισμένα με τον υποψήφιο αγοραστή και κατατίθεται και διαδίδεται κατά την έναρξη της προσφοράς.

Δικαιώματα Αξιολόγησης των Μετόχων Μειοψηφίας

Σύμφωνα με όλους σχεδόν τους νόμους περί εταιρειών των Η.Π.Α., μόλις μία συγχώνευση εγκριθεί από τους μετόχους της εταιρείας-στόχου και ολοκληρωθεί, η συνένωση γίνεται δεσμευτική για όλους, ανεξαρτήτως αν έχουν ψηφίσει υπέρ της συγχώνευσης ή δεν έχουν δικαίωμα ψήφου, επειδή η συγχώνευση πραγματοποιείται ως βραχυπρόθεσμη μορφή συγχώνευσης χωρίς την έγκριση των μετόχων.

Ωστόσο, σύμφωνα με το νομοθετικό πλαίσιο, οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου σε μία συγχώνευση με μετρητά, που ασκούν ορθά τα δικαιώματα διαφωνίας που έχουν στη διάθεσή τους σύμφωνα με το εφαρμοστέο δίκαιο (το οποίο γενικά απαιτεί από τους μετόχους αυτούς να ψηφίσουν κατά ή να μην ψηφίσουν για την συγχώνευση) ή εφόσον τα οργανωτικά έγγραφα της εταιρείας-στόχου γενικά εμπεριέχουν το δικαίωμα να ζητήσουν εκτίμηση, δηλαδή δικαστικό προσδιορισμό της εύλογης αξίας των μετοχών τους, μπορούν να ασκήσουν το δικαίωμά τους αυτό και να λάβουν την εκτιμηθείσα αξία των μετοχών τους, αντί του αντιτίμου της συγχώνευσης.

Χρονοδιαγράμματα

Παρακάτω παρατίθενται ενδεικτικά εναλλακτικά χρονοδιαγράμματα για "φιλικές" εξαγορές με διαπραγμάτευση

(α) με μετρητά, που διενεργείται ως συναλλαγή "δύο βημάτων" (προσφορά που ακολουθείται από συγχώνευση μικρής μορφής) και ως συγχώνευση μεγάλης μορφής "ενός βήματος" ή

(β) ως συναλλαγή μετοχών έναντι μετοχών πάλι, που διενεργείται ως συναλλαγή "δύο βημάτων" (προσφορά ανταλλαγής μετοχών ακολουθούμενη από συγχώνευση σύντομης μορφής) ή

(γ) ως συγχώνευση μακράς μορφής "ενός βήματος".

Η συναλλαγή δύο βημάτων με μετρητά έχει γενικά συντομότερο χρονοδιάγραμμα, ανεξάρτητα από το εάν πραγματοποιείται με βάση το DGCL 251(h) μετά την απόκτηση της απλής πλειοψηφίας της ιδιοκτησίας, ή ως "παλαιό καθεστώς" συναλλαγής δύο σταδίων μετά την απόκτηση του 90% της ιδιοκτησίας (ή άλλου ποσοστού που μπορεί να απαιτείται για συγχώνευση σύντομης μορφής σύμφωνα με το εφαρμοστέο δίκαιο). Ο κύριος παράγοντας που αυξάνει τον χρόνο που απαιτείται για μία συναλλαγή ενός σταδίου είναι η εξέταση και ο σχολιασμός από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς του στόχου της εταιρείας και η επακόλουθη αναθεώρηση της δήλωσης πληρεξουσιότητας ή άλλη κατάλληλη απάντηση στα σχόλια της SEC (Stebbins & Hartmann, 2023).

Μία προσφορά για συναλλαγή δύο σταδίων μπορεί να ξεκινήσει χωρίς καμία εξέταση από την SEC της προσφοράς αγοράς (Schedule TO) του υποψήφιου αγοραστή. Ωστόσο, τα σχόλια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπορούν να εκδοθούν μετά την έναρξη της προσφοράς και μπορεί να απαιτήσουν τροποποιήσεις της προσφοράς αγοράς (οι οποίες, εάν είναι ουσιώδεις, ενδεχομένως θα υποχρεώσουν τον υποψήφιο αγοραστή να παρατείνει την περίοδο της προσφοράς) ή στον κανονισμό 14D-9 της εταιρείας-στόχου.

Σε μία συναλλαγή μετοχών έναντι μετοχών, η προθεσμία θα είναι γενικά η ίδια, ανεξάρτητα από τον τρόπο πραγματοποίησης της εξαγοράς (ως συναλλαγή δύο σταδίων ή ως συναλλαγή ενός σταδίου). Αυτό συμβαίνει επειδή, σε οποιαδήποτε μορφή συναλλαγής, είναι απαραίτητη η κατάθεση δήλωσης καταχώρισης στην SEC για την εγγραφή των μετοχών ή άλλων κινητών αξιών που θα εκδοθούν ως αντάλλαγμα της συγχώνευσης, εκτός εάν προβλέπεται απαλλαγή από την καταχώριση σύμφωνα με τους κανόνες της SEC.

Η δήλωση καταχώρισης, εάν απαιτείται, υπόκειται σε επανεξέταση και σχολιασμό από το προσωπικό της SEC πριν κριθεί εφαρμοστέα, και ούτε η συγχώνευση ενός ούτε η δύο σταδίων, που περιλαμβάνει αντάλλαγμα ονομαστικές μετοχές δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί πριν από την εν λόγω θέση σε ισχύ.

Ορισμένα γεγονότα, κάποια από τα οποία σημειώνονται στα χρονοδιαγράμματα, μπορούν να παρατείνουν τα χρονικά πλαίσια που ορίζονται, όπως η δεύτερη αίτηση παροχής πληροφοριών από την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Εμπορίου ή το Υπουργείο Δικαιοσύνης στο πλαίσιο του HSR, η επανεξέταση της συναλλαγής από το CFIUS, η παράταση της περιόδου υποβολής προσφοράς, αν οι προσφορές του επιθυμητού αριθμού των μετοχών της εταιρείας-στόχου δεν έχουν παραληφθεί και η αναβολή της συνέλευσης των μετόχων για την επίτευξη της απαιτούμενης πλειοψηφίας (Baker McKenzie, 2022).

Τακτικές Εξαγοράς

Διαδικασίες προσφοράς

Βάσει του άρθρου 14(d) του νόμου περί χρηματιστηρίου και των κανονισμών 14D και 14E της SEC, οι προσφορές εξαγοράς στις Η.Π.Α. πρέπει να διεξάγονται σύμφωνα με τις ακόλουθες απαιτήσεις (πέραν των εφαρμοστέων γνωστοποιήσεων):

- **Διάρκεια**

Η προσφορά πρέπει να παραμείνει ανοικτή για τουλάχιστον 20 εργάσιμες ημέρες. Πρέπει να παραμείνει ανοικτή επιπλέον για τουλάχιστον δέκα ή πέντε εργάσιμες ημέρες, σε ορισμένες άλλες περιπτώσεις, μετά από μία μεταβολή του ποσοστού των μετοχών της εταιρείας-στόχου που επιθυμεί να αποκτήσει ο υποψήφιος αγοραστής. Οι παρατάσεις πρέπει να ανακοινώνονται με δελτίο Τύπου που εκδίδεται έως τις 9:00 π.μ.. ώρα Ανατολικής Ευρώπης και της έναρξης διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένες οι κινητές αξίες την επομένη της προγραμματισμένης ημερομηνίας λήξης.

- **Όλοι οι κάτοχοι με την καλύτερη τιμή**

Η προσφορά πρέπει να απευθύνεται σε όλους τους κατόχους της κατηγορίας των κινητών αξιών, που αποτελούν και το αντικείμενο της προσφοράς, καθώς και σε όλους τους κατόχους που έχουν υποβάλει προσφορά, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που έχουν υποβάλει προσφορά πριν από μία αύξηση της προσφερόμενης αντιπαροχής. Κατ' ουσίαν πρέπει όλοι να λαμβάνουν την ίδια αντιπαροχή ανά μετοχή.

- **Δικαιώματα απόσυρσης και η περίοδος που είναι μεταγενέστερη της προσφοράς**

Οι προσφερόμενες κινητές αξίες μπορούν να αποσυρθούν σε οποιοδήποτε χρόνο, ενώ η προσφορά παραμένει ανοικτή. Μετά την λήξη της περιόδου προσφοράς και την αποδοχή των προσφερόμενων μετοχών, ο αποκτών μπορεί να συνεχίσει να δέχεται μετοχές για "μεταγενέστερη της προσφοράς περίοδο" από τρεις έως είκοσι εργάσιμες ημέρες. Τα νόμιμα δικαιώματα απόσυρσης δεν είναι διαθέσιμα για μετοχές που προσφέρονται κατά τη διάρκεια της περιόδου που είναι μεταγενέστερη της προσφοράς.

- **Αγορές εκτός της προσφοράς**

Από την στιγμή που η προσφορά γίνεται για πρώτη φορά μέχρι την ημερομηνία λήξης, ο αποκτών και οι συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσεις, ο αντιπρόσωπος-διαχειριστής του αποκτώντος και οι θυγατρικές του, καθώς και ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος οποιουδήποτε από αυτούς, δεν μπορούν να αγοράσουν ή να μεριμνήσουν για την αγορά κινητών αξιών που αποτελούν αντικείμενο της προσφοράς, ή μετατρέψιμες κινητές αξίες ή ανταλλάξιμες με τέτοιες κινητές αξίες, παρά μόνον στο πλαίσιο της προσφοράς. Οι εξαιρέσεις περιλαμβάνουν αγορές εκτός της προσφοράς για μετοχές αλλοδαπών εκδοτών, και πάντα σύμφωνα με το δίκαιο της χώρας καταγωγής της εταιρείας-στόχου, με την επιφύλαξη της συμμόρφωσης με ειδικούς όρους, συμπεριλαμβανομένων αυτών για τη δημοσιοποίηση.

- **Ποσοστιαία αποδοχή (ή εναλλακτικά αποδοχή Pro rata)**

Σε περίπτωση που η προσφορά πραγματοποιηθεί για λιγότερες από όλες τις ανεξόφλητες κινητές αξίες, εφόσον προσφερθεί μεγαλύτερος αριθμός κινητών αξιών από τον μέγιστο ζητούμενο αριθμό, η αποδοχή των προσφερόμενων μετοχών πρέπει να γίνεται κατ' αναλογία.

- **Άμεση πληρωμή ή επιστροφή**

Το αντίτιμο της προσφοράς πρέπει να καταβληθεί ή να προσφερθεί και οι προσφερόμενες κινητές αξίες πρέπει να επιστραφούν αμέσως μετά τον τερματισμό ή την απόσυρση της προσφοράς.

- **Θέση της εταιρείας-στόχου**

Η εταιρεία-στόχος πρέπει να λάβει επίσημη θέση σχετικά με την προσφορά εντός 10 εργάσιμων ημερών από την έναρξη της προσφοράς, καταθέτοντας και διανέμοντας το έγγραφο που προβλέπει το τμήμα 14D-9.

Προστασία Συμφωνιών

Σε μία συναλλαγή με διαπραγμάτευση ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να συνάψει συμφωνίες με την εταιρεία-στόχο και τους μετόχους για να προστατεύσει την συμφωνία από ανταγωνιστικές προσφορές. Η διαθεσιμότητα των μέτρων αυτών εξαρτάται από το εφαρμοστέο δίκαιο, αλλά τα μέτρα αυτά μπορεί να περιλαμβάνουν :

- Συμφωνίες με τους μετόχους : Ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να συνάψει συμφωνίες με έναν ή περισσότερους από τους σημαντικούς μετόχους, οι οποίοι συμφωνούν να προσφέρουν τις μετοχές τους στην προσφορά του ή να ψηφίσουν υπέρ της προτεινόμενης συγχώνευσης, ανάλογα με την περίπτωση. Ανάλογα με τη δικαιοδοσία, μπορεί να χρησιμοποιηθεί αμετάκλητο πληρεξούσιο για την επιβολή της συμφωνίας προσφοράς/ψηφίσης. Ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να θεωρηθεί ως ο πραγματικός ιδιοκτήτης των μετοχών, εάν μία συμφωνία του παρέχει το δικαίωμα να κατευθύνει την ψήφο των μετόχων, σύμφωνα με το άρθρο 13(d) του νόμου περί χρηματιστηρίου και δημιουργείται η υποχρέωση εκ μέρους του κατάθεσης Schedule 13D πριν από την πραγματική αγορά ή με άλλο τρόπο απόκτηση των εν λόγω μετοχών.
- Ρήτρες "no-shop" : Η διάταξη "no-shop" σε μία συμφωνία συγχώνευσης περιορίζει τις δυνατότητες της εταιρείας-στόχου να αναζητήσει ή να διευκολύνει ανταγωνιστικές προσφορές, με την επιφύλαξη μόνον των εμπιστευτικών υποχρεώσεων των διευθυντών της εταιρείας-στόχου. Όπως προαναφέρθηκε, η εταιρεία-στόχος μπορεί να επιμείνει στη δυνατότητα διεξαγωγής ελέγχου επί των όρων της συγχώνευσης από την αγορά μέσω ρήτρας "go-shop" που επιτρέπει στην εταιρεία-στόχο να ζητήσει άλλες προσφορές για ένα συμφωνημένο χρονικό διάστημα ή που επιτρέπει στην εταιρεία-στόχο να δεχθεί μία ανώτερη, ανταγωνιστική προσφορά που υποβάλλεται μετά τη δημόσια ανακοίνωση της συμφωνίας συγχώνευσης, αλλά χωρίς να ζητηθούν άλλες προσφορές. Ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί επίσης να διαπραγματευθεί το δικαίωμα να ανταποκριθεί σε οποιαδήποτε τέτοια ανώτερη προσφορά.
- Σχέδια δικαιωμάτων των μετόχων (Shareholder rights plans): Ένας υποψήφιος αγοραστής μπορεί να συνάψει συμφωνία με την εταιρεία-στόχο απαιτώντας από αυτήν να υιοθετήσει ένα σχέδιο δικαιωμάτων των μετόχων για να αποθαρρύνει τρίτους από το να συσσωρεύουν μετοχές επαρκείς για να αποκτήσουν «θέση αποκλεισμού» στην ελεύθερη αγορά.

Στις συναλλαγές με εισηγμένες εταιρείες στις Η.Π.Α., οι δηλώσεις και εγγυήσεις της εταιρείας-στόχου δεν παραμένουν σε ισχύ μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Τα δικαιώματα αποζημίωσης μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής και/ή η μεταβίβαση ενός μέρους του τιμήματος της συγχώνευσης (που συνηθίζονται στις εξαγορές ιδιωτικών εταιρειών) γενικά δεν είναι διαθέσιμα στον υποψήφιο αγοραστή (Baker McKenzie, 2022).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ : Η ΕΞΑΓΟΡΑ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΗΣ LIBERTY GLOBAL ΑΠΟ ΤΗΝ VODAFONE ΕΠΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΕΛΛΗΦΟΥΣ

Η Εταιρεία Liberty Global

Η Liberty Global, με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο, προσφέρει υπηρεσίες τηλεόρασης, ευρυζωνικού δικτύου, σταθερής τηλεφωνίας, καθώς και υπηρεσίες κινητής τηλεφωνίας σε διάφορες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η Liberty Global κατέχει και λειτουργεί καλωδιακά δίκτυα προσφέροντας υπηρεσίες τηλεόρασης, ευρυζωνικής και φωνητικής τηλεφωνίας στην Τσεχία, την Γερμανία, την Ουγγαρία και την Ρουμανία. Στην Γερμανία και την Ουγγαρία, η Liberty Global παρέχει επίσης υπηρεσίες κινητής τηλεφωνίας ως διαχειριστής εκμετάλλευσης εικονικού δικτύου κινητής τηλεφωνίας. Η Liberty Global λειτουργεί με την επωνυμία Unitymedia στην Γερμανία και με την επωνυμία UPC στην Τσεχία, την Ουγγαρία και την Ρουμανία (European Commission clears Vodafone's acquisition of Liberty Global's cable business, 2019) και (Forbes, 2023).

Η Liberty Global plc είναι μία πολυεθνική (βρετανο-ολλανδο-αμερικανική) εταιρεία τηλεπικοινωνιών με έδρα το Λονδίνο, το Άμστερνταμ και το Ντένβερ. Οι αντίστοιχες νομικές της ονομασίες είναι Liberty Global Plc, Liberty Global B.V. και Liberty Global, Inc., με την πρώτη από αυτές να είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Δημιουργείται το 2005 από την συγχώνευση του διεθνούς βραχίονα της Liberty Media (που προέκυψε από απόσχιση του αμερικανικού ομίλου καλωδιακής τηλεόρασης TCI) και της UnitedGlobalCom (UGC).

Η Liberty Global εμφανίζει ετήσια έσοδα 11,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων Η.Π.Α. το 2019, με δραστηριότητες σε έξι χώρες και 20.600 υπαλλήλους. Διαθέτει 10,8 εκατομμύρια συνδρομητές καλωδιακών υπηρεσιών ή 25,3 εκατομμύρια μονάδες παραγωγής εσόδων, συνδυάζοντας πελάτες βίντεο, διαδικτύου και φωνής.

Ιστορικά Στοιχεία Εξαγορών της Liberty Global

Η Liberty Global Inc. ιδρύεται το 2005, όταν συγχωνεύονται η Liberty Media International, Inc. (LMI) και η UnitedGlobalCom, Inc. (UGC). Η LMI και η UGC γίνονται θυγατρικές της Liberty Global. Η UnitedGlobalCom, Inc διαμορφώνεται επίσης μέσω εξαγορών. Συγκεκριμένα, η United International Holding, που αργότερα ονομάζεται UGC, αποκτά το 1995 το 50% της UPC από τον ολλανδικό ηλεκτρονικό όμιλο Philips και το 100% το 1997. Η νέα οντότητα έχει δραστηριότητες σε 18 χώρες και δίκτυα σε περίπου 23 εκατομμύρια σπίτια, καθιστώντας την μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες ευρυζωνικών υπηρεσιών στον κόσμο.

Η Liberty εξαγοράζει την γερμανική εταιρεία Unitymedia τον Νοέμβριο του 2009 έναντι 5,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το 2010, η Liberty πωλεί το μερίδιό της στην Jupiter Telecommunications, έναν ιαπωνικό πάροχο τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών. Στις 9 Νοεμβρίου 2012, η Liberty Global εξαγοράζει την εταιρεία καλωδιακής τηλεόρασης OneLink Communications με έδρα το Πουέρτο Ρίκο. Τον Ιανουάριο του 2013, αυξάνει το μερίδιό της

στη βελγική Telenet από 50,2% σε 58%. Τον Ιούνιο του 2013, η Liberty Global εξαγοράζει τον βρετανικό καλωδιακό όμιλο Virgin Media έναντι 24 δισεκατομμυρίων δολαρίων με μετρητά και μετοχές (Liberty Global on Acquisition of Virgin Media, 2013). Η εξαγορά σημειώνεται από τους New York Times ως μία από τις 10 μεγαλύτερες συμφωνίες καλωδιακής τηλεόρασης όλων των εποχών. Αναφέρεται ότι η εξαγορά αυτή κάνει την Liberty Global την μεγαλύτερη εταιρεία ευρυζωνικών υπηρεσιών στον κόσμο. Η Liberty συμφωνεί τον Οκτώβριο του 2013 να πουλήσει την Chellomedia έναντι 1,035 δισεκατομμυρίων δολαρίων, εκτός από την μονάδα της Μπενελούξ, στην AMC Networks (Liberty Global on Chellomedia Sale, 2014).

Λίγο αργότερα ανακοινώνει ότι θα εξαγοράσει την ολλανδική καλωδιακή εταιρεία Ziggo έναντι 10 δισεκατομμυρίων ευρώ τον Ιανουάριο του 2014 (Liberty Global Announces Filing of Merger Protocol, 2014) και (Liberty Global to Acquire Ziggo, 2014). Η εξαγορά ολοκληρώνεται τον Νοέμβριο του 2014, όταν οι υπηρεσίες της UPC Nederland αρχίζουν να συγχωνεύονται στην νέα επιχείρηση. Τον Ιούλιο του 2014, αποκτά μερίδιο 6,4% στην ITV plc, αξίας 481 εκατομμυρίων λιρών. Το μερίδιο της Liberty στην εταιρεία αυξάνεται σε 9,9% τον Ιούλιο του 2015. Τον Νοέμβριο του 2015, η Liberty Global ανακοινώνει την εξαγορά της Cable & Wireless Communications. Η συμφωνία ύψους 5,3 δισεκατομμυρίων δολαρίων επεκτείνει την παρουσία της Liberty Global στην Καραϊβική και την ευρύτερη Λατινική Αμερική. Η εξαγορά ολοκληρώνεται τον Μάιο του 2016. Το 2015, η Liberty ιδρύει την μετοχική Liberty Latin American & Caribbean (LiLAC) με επίκεντρο τον Παναμά και την Καραϊβική με περιουσιακά στοιχεία στην Χιλή και το Πουέρτο Ρίκο. Η εταιρεία κατέχει επίσης μερίδιο 49% στην πλειοψηφικά κρατική τηλεπικοινωνιακή εταιρεία του Τρινιντάντ, TSTT, την οποία τελικά υποχρεώνεται να πωλήσει, καθώς η ίδια η εταιρεία ανταγωνίζεται την 100% θυγατρική της Liberty στο Τρινιντάντ, FLOW Trinidad. Η Liberty Global και η Discovery Communications καταβάλλουν περίπου 195 εκατομμύρια δολάρια για το 3,4% του μετοχικού κεφαλαίου της Lions Gate Entertainment Group τον Νοέμβριο του 2015. Ο διευθύνων σύμβουλος της Liberty, Μάικ Φρις, εντάσσεται στο διοικητικό συμβούλιο της Lion's Gate ως μέρος της συμφωνίας της εξαγοράς (Tracxn, 2023).

Στα τέλη του 2017, η Liberty Global ανακοινώνει την απόφασή της να πουλήσει τις δραστηριότητές της στην Αυστρία, την UPC Austria, τον μεγαλύτερο καλωδιακό φορέα της χώρας, στην T-Mobile Austria έναντι 1,9 δισεκατομμυρίων ευρώ, η οποία στη συνέχεια μετονομάζεται σε Magenta Telekom (Liberty Global to Sell Austrian Operations, 2017).

Τον Ιανουάριο του 2018, η Liberty Latin America αποσχίζεται από την Liberty Global. Η νέα εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία, Liberty Latin America Ltd., δραστηριοποιείται ανεξάρτητα σε τμήματα της Καραϊβικής και της Νότιας Αμερικής.

Στις 9 Μαΐου 2018, η Liberty Global ανακοινώνει την πώληση των δραστηριοτήτων της στην Γερμανία, την Ουγγαρία, την Ρουμανία και την Τσεχική Δημοκρατία στην Vodafone έναντι περίπου 19 δισεκατομμυρίων ευρώ. Η πώληση συμφωνείται στα 18,4 δισεκατομμύρια ευρώ τον Ιούλιο του 2019. Όλες αυτές οι δραστηριότητες, που προηγουμένως ονομάζονταν UPC και Unitymedia στην Γερμανία, μετονομάζονται έκτοτε σε Vodafone (Wikipedia contributors for Liberty Global, 2023) και (Liberty Global, 2023).

Η Εταιρεία Vodafone

Η Vodafone ασχολείται κυρίως με την εκμετάλλευση κινητών τηλεπικοινωνιακών δικτύων και την παροχή υπηρεσιών κινητών τηλεπικοινωνιών, όπως τηλεφωνία, μηνύματα και δεδομένα. Ορισμένες από τις λειτουργούσες εταιρείες της παρέχουν επίσης υπηρεσίες καλωδιακής τηλεόρασης, σταθερής τηλεφωνίας, ευρυζωνικής πρόσβασης στο διαδίκτυο ή/και υπηρεσίες IPTV. Εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Vodafone δραστηριοποιείται σε δώδεκα κράτη μέλη, συμπεριλαμβανομένης της Τσεχίας, της Γερμανίας, της Ουγγαρίας και της Ρουμανίας (European Commission clears Vodafone's acquisition of Liberty Global's cable business, 2019).

Η Vodafone είναι εταιρεία τηλεπικοινωνιών με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο και συμφέροντα στην Ευρώπη και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Προκύπτει ως τμήμα της Racal, μιας βρετανικής εταιρείας ραντάρ και ηλεκτρονικών που ιδρύεται το 1950. Η Racal ιδρύει την θυγατρική της Vodafone το 1983 και αποκτά την άδεια για την κατασκευή του πρώτου δικτύου κινητής τηλεφωνίας της Βρετανίας, το οποίο ξεκινά το 1985. Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990 η Vodafone αγοράζει άλλες εταιρείες και δημιουργεί συνεργασίες δικτύων σε όλο τον κόσμο (The Editors of Encyclopaedia Britannica on Vodafone, 2023). Κατά κύριο λόγο δραστηριοποιείται στην παροχή υπηρεσιών στην Ασία, την Αφρική, την Ευρώπη και την Ωκεανία.

Από τον Ιανουάριο του 2023, η Vodafone κατέχει και διαχειρίζεται δίκτυα σε 21 χώρες, με δίκτυα συνεργατών σε 48 ακόμη χώρες. Το τμήμα Vodafone Global Enterprise παρέχει τηλεπικοινωνιακές υπηρεσίες και υπηρεσίες πληροφορικής σε εταιρικούς πελάτες σε 150 χώρες. Η Vodafone είναι πρωτογενώς εισηγμένη στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου και αποτελεί συστατικό στοιχείο του δείκτη FTSE 100. Η εταιρεία έχει δευτερεύουσα εισαγωγή στον Nasdaq.

Ιστορικά Στοιχεία Εξαγορών της Vodafone

Η Vodafone ξεκινά την 1η Ιανουαρίου 1985 με την νέα επωνυμία Racal-Vodafone (Holdings) Ltd, με το πρώτο της γραφείο να εδρεύει στο Berkshire. Στις 29 Δεκεμβρίου 1986, η Racal Electronics εκδίδει μετοχές στους μετόχους μειοψηφίας της Vodafone αξίας 110 εκατομμυρίων λιρών και η Vodafone γίνεται πλήρως ελεγχόμενο παράρτημα της Racal.

Στις 26 Οκτωβρίου 1988, η Racal Telecom, η οποία ανήκει κατά πλειοψηφία στη Racal Electronics, εισάγεται στο χρηματιστήριο του Λονδίνου με το 20% των μετοχών της να βρίσκεται στο χρηματιστήριο. Η επιτυχής εισαγωγή στο χρηματιστήριο οδηγεί σε μία κατάσταση όπου το μερίδιο της Racal στην Racal Telecom αποτιμάται περισσότερο από το σύνολο της Racal Electronics. Κάτω από την πίεση του χρηματιστηρίου για την πλήρη αξιοποίηση της αξίας για τους μετόχους, η Racal Telecom αποσχίζεται το 1991 από τη Racal Electronics ως Vodafone Group.

Τον Ιούλιο του 1996, η Vodafone εξαγοράζει τα δύο τρίτα της Talkland, που δεν κατέχει ήδη, έναντι 30,6 εκατομμυρίων λιρών. Στις 19 Νοεμβρίου 1996, σε μία αμυντική κίνηση, η Vodafone εξαγοράζει έναντι 77 εκατομμυρίων λιρών την Peoples Phone, μία αλυσίδα 181 καταστημάτων, οι πελάτες της οποίας χρησιμοποιούν κατά συντριπτική πλειοψηφία το δίκτυο

της Vodafone. Σε μία παρόμοια κίνηση, η εταιρεία εξαγοράζει το 80%, που δεν κατέχει ήδη, της Astec Communications, ενός παρόχου υπηρεσιών με 21 καταστήματα.

Στις 29 Ιουνίου 1999, η Vodafone ολοκληρώνει την εξαγορά του αμερικανικού παρόχου υπηρεσιών AirTouch Communications, Inc. και αλλάζει το όνομά της σε Vodafone Airtouch plc. Η συγχωνευμένη εταιρεία αρχίζει να διαπραγματεύεται στις 30 Ιουνίου 1999. Η εξαγορά δίνει στην Vodafone μερίδιο 35% της Mannesmann, ιδιοκτήτριας του μεγαλύτερου γερμανικού δικτύου κινητής τηλεφωνίας. Για να λάβει την έγκριση των αντιμονοπωλιακών αρχών για την συγχώνευση, η Vodafone πωλεί το μερίδιο 17,2% που κατέχει στον γερμανικό ανταγωνιστή της Mannesmann, την E-Plus Mobilfunk.

Στις 21 Σεπτεμβρίου 1999, η Vodafone συμφωνεί να συγχωνεύσει τα ασύρματα περιουσιακά στοιχεία της στις ΗΠΑ με εκείνα της Bell Atlantic Corp για να σχηματίσει τη Verizon Wireless. Η συγχώνευση ολοκληρώνεται στις 4 Απριλίου 2000, λίγους μήνες πριν από τη συγχώνευση της Bell Atlantic με την GTE για να σχηματίσει την Verizon Communications, Inc..

Τον Νοέμβριο του 1999, η Vodafone υποβάλλει προσφορά για την Mannesmann, η οποία απορρίπτεται. Το ενδιαφέρον της Vodafone για την Mannesmann έχει αυξηθεί λόγω της αγοράς της Orange, της βρετανικής εταιρείας κινητής τηλεφωνίας. Η εξαγορά προκαλεί έντονες διαμαρτυρίες στην Γερμανία και καταβάλλονται σημαντικές προσπάθειες από την Mannesmann, που αντιστέκεται στις προσφορές της Vodafone. Ωστόσο, στις 3 Φεβρουαρίου 2000, το διοικητικό συμβούλιο της Mannesmann συμφωνεί σε μία αυξημένη προσφορά ύψους περίπου 200 δισεκατομμυρίων δολαρίων, που είναι τότε η μεγαλύτερη εταιρική συγχώνευση που έγινε ποτέ (Wikipedia contributors on Vodafone, 2023). Η εταιρεία σχεδόν διπλασιάζει το μέγεθός της το 2000 με την εξαγορά του γερμανικού βιομηχανικού ομίλου Mannesmann AG, που εμφανίζεται ως ανεξάρτητη εταιρεία το 1952 και δραστηριοποιείται στην Βραζιλία, τον Καναδά, την Αργεντινή, την Αυστρία και άλλες ευρωπαϊκές χώρες σε κλάδους όπως οι μεταφορές και οι τηλεπικοινωνίες (The Editors of Encyclopaedia Britannica on Vodafone, 2023). Η Ευρωπαϊκή Ένωση εγκρίνει την συγχώνευση τον Απρίλιο του 2000, αφού η Vodafone συμφωνεί να εκποιήσει το εμπορικό σήμα "Orange", το οποίο έχει εξαγοραστεί τον Μάιο του 2000 από τη France Télécom.

Την 1^η Δεκεμβρίου 2011, εξαγοράζει την Bluefish Communications Ltd με έδρα το Ρέντινγκ, μία εταιρεία παροχής συμβουλών τεχνολογικού εξοπλισμού. Οι εξαγορασθείσες δραστηριότητες αποτελούν τον πυρήνα μιας νέας πρακτικής ενοποιημένων επικοινωνιών και συνεργασίας στο πλαίσιο της θυγατρικής της Vodafone Global Enterprise, η οποία πρόκειται να επικεντρωθεί στην εφαρμογή στρατηγικών στο cloud computing και να ενισχύσει την προσφορά επαγγελματικών υπηρεσιών.

Τον Απρίλιο του 2012 η Vodafone ανακοινώνει συμφωνία για την εξαγορά της Cable & Wireless Worldwide (CWW) έναντι 1,04 δισεκατομμυρίων λιρών. Η εξαγορά δίνει στην Vodafone πρόσβαση στο δίκτυο οπτικών ινών της CWW για επιχειρήσεις, επιτρέποντάς της να προσφέρει ενοποιημένες επικοινωνίες σε επιχειρήσεις. Στις 18 Ιουνίου 2012, οι μέτοχοι της Cable & Wireless ψηφίζουν υπέρ της προσφοράς της Vodafone.

Τον Ιούνιο του 2023 ανακοινώνεται ότι η Vodafone UK θα συγχωνευτεί με την Three UK. Η Vodafone θα κατέχει το 51% της συνδυασμένης εταιρείας και η CK Hutchison Holdings το 49%. Εάν εγκριθεί από τις ρυθμιστικές αρχές, η συγχώνευση θα δημιουργήσει έναν όμιλο με 27 εκατομμύρια πελάτες κινητής τηλεφωνίας (Wikipedia contributors on Vodafone, 2023).

Εξαγορά Συγκεκριμένων Δραστηριοτήτων της Liberty Global από την Vodafone

Η πρώτη φορά που υπάρχει επίσημη επιβεβαίωση ότι οι δύο εταιρείες βρίσκονται σε συζητήσεις για την αγορά των επιχειρήσεων της Liberty Global από την Vodafone στην Ευρώπη είναι στις 5 Φεβρουαρίου του 2018 (Wood, 2018).

Στις 9 Μαΐου η Vodafone εκδίδει ανακοίνωση όπου αναφέρεται στις επιχειρήσεις της Liberty Global, τις οποίες εξαγοράζει σε Γερμανία, Ουγγαρία, Τσεχία και Ρουμανία. Παράλληλα αναφέρεται στο ύψος του τιμήματος, το οποίο προσδιορίζει στα 18,4 δισεκατομμύρια ευρώ, στα οφέλη της συμφωνίας, καθώς και στα λοιπά οικονομικά στοιχεία στην σύμβαση. Σημαντικό στοιχείο είναι ότι η συναλλαγή δεν υπόκειται στην έγκριση των μετόχων της Vodafone ή της Liberty Global και ότι η Vodafone θα καταβάλει αποζημίωση διακοπής (break fee) της συναλλαγής ύψους 250 εκατομμυρίων ευρώ, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, εάν η συναλλαγή δεν ολοκληρωθεί (Sweney, 2018). Τέλος, η συναλλαγή υπόκειται σε εξέταση και έγκριση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, δεδομένης της γεωγραφικής περιοχής στην οποία λαμβάνει χώρα (Vodafone Group Plc on Liberty Global Acquisition, 2018).

Στρατηγικοί Λόγοι της Εξαγοράς

Η μακροπρόθεσμη στρατηγική της Vodafone είναι να είναι ο μόνος ανταγωνιστής των κατεστημένων εταιρειών σε ευρωπαϊκό επίπεδο που έχει παρόμοιο μέγεθος, τόσο στην σταθερή όσο και στην κινητή τηλεφωνία, και να διαθέτει τον υψηλότερο αριθμό συνδρομητών σταθερής - κινητής στην Ευρώπη (φιλοδοξία που μοιράζεται με την Deutsche Telekom και την Orange). Επισημαίνεται ότι κατά το 3^ο τρίμηνο του 2017, ήταν μόλις η τέταρτη. Η εξαγορά επιχειρήσεων εκτός Ηνωμένου Βασιλείου/Ιρλανδίας αναμένεται να την ωθήσει στη δεύτερη θέση (Wood, 2018).

Με την εξαγορά η Vodafone:

- Επιταχύνει την στρατηγική της για παροχή ολοκληρωμένων και ενοποιημένων υπηρεσιών φωνής, δεδομένων και εικόνας, μέσω της ενοποίησης της αγοράς στην μεγαλύτερη αγορά της Vodafone, την Γερμανία και στις αγορές της Vodafone στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, την Τσεχική Δημοκρατία, την Ουγγαρία και την Ρουμανία. Η Vodafone γίνεται ο κορυφαίος ιδιοκτήτης δικτύου νέας γενιάς (NGN) στην Ευρώπη, με 54 εκατομμύρια σπίτια με οπτικές ίνες "εντός δικτύου" και συνολική εμβέλεια NGN 110 εκατομμυρίων σπιτιών και επιχειρήσεων (Dyble, 2020).
- Δημιουργεί έναν εθνικό ανταγωνιστή του κυρίαρχου κατεστημένου παρόχου στην Γερμανία με οικονομίες κλίμακας που επιταχύνουν την επίτευξη των ψηφιακών φιλοδοξιών της γερμανικής κυβέρνησης, φέρνοντας συνδέσεις Gigabit σε περίπου 25 εκατομμύρια γερμανικά σπίτια (62% του συνόλου των γερμανικών νοικοκυριών) έως το 2022. Ο συνδυασμός των μη επικαλυπτόμενων περιφερειακών δραστηριοτήτων της Vodafone και της Unitymedia δημιουργεί έναν ισχυρό δεύτερο εθνικό πάροχο ψηφιακών υποδομών στην γερμανική αγορά, αξιοποιώντας το μακρόχρονο ιστορικό της Vodafone στη δημιουργία

βιώσιμων και αποτελεσματικών επιλογών και ανταγωνισμού στις γερμανικές αγορές καταναλωτών και επιχειρήσεων (Summerfield, 2018).

- Μετασχηματίζει την στρατηγική σταθερής τηλεφωνίας και ολοκληρωμένων υπηρεσιών ήχου, δεδομένων και εικόνας της Vodafone σε βασικές αγορές της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, συμπληρώνοντας τις υφιστάμενες δραστηριότητες κινητής τηλεφωνίας της Vodafone στην Τσεχική Δημοκρατία, την Ουγγαρία και την Ρουμανία. Σε αυτές τις αγορές, οι συνδυασμένες επιχειρήσεις προσεγγίζουν πάνω από 6,4 εκατομμύρια σπίτια (39% του συνόλου των νοικοκυριών) και εξυπηρετούν 15,8 εκατομμύρια πελάτες κινητής τηλεφωνίας, 1,8 εκατομμύρια ευρυζωνικούς πελάτες και 2,1 εκατομμύρια πελάτες τηλεόρασης.
- Συγκεντρώνει κορυφαία talέντα στους τομείς της κινητής τηλεφωνίας και της καλωδιακής τηλεόρασης. Η διοίκηση και οι εργαζόμενοι των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων έχουν την ευκαιρία να παραμείνουν ως αναπόσπαστο τμήμα της συνδυασμένης εταιρείας σε κάθε χώρα και σε ολόκληρο τον ευρύτερο Όμιλο Vodafone (Vodafone Group Plc on Liberty Global Acquisition, 2018).

Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Εξαγοράς

Η Vodafone πιστεύει ότι μπορεί να επιτύχει σημαντικές συνέργειες εξοικονόμησης κόστους και εσόδων μέσω της συμφωνίας, παραμένοντας εντός του υφιστάμενου οικονομικού της πλαισίου και διατηρώντας την προοδευτική μερισματική της πολιτική.

Η εταιρεία δηλώνει ότι αναμένει πως τα νέα περιουσιακά στοιχεία θα συνεισφέρουν πρόσθετες ελεύθερες ταμειακές ροές "με την πάροδο του χρόνου", αναφέροντας ότι θα είναι προσαυξητικές από το πρώτο πλήρες έτος μετά την ολοκλήρωση και διψήφιας προσαυξητικές από το τρίτο έτος για να βοηθήσουν στην υποστήριξη της αύξησης του μερίσματος.

Η Vodafone χρηματοδοτεί την συμφωνία χρησιμοποιώντας υπάρχοντα μετρητά, αναλαμβάνοντας νέο χρέος και εκδίδοντας υποχρεωτικά μετατρέψιμα ομόλογα. Η εταιρεία δηλώνει ότι θα παραμείνει εντός του μακροπρόθεσμου εύρους του δείκτη (πολλαπλασιαστή) καθαρού χρέους προς κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) 2,5-3,0x μετά την αγορά, αν και στο ανώτερο άκρο. Είναι σημαντικό ότι η Vodafone διατηρεί το δικαίωμα να επαναγοράσει τις μετοχές που εκδίδονται ως αποτέλεσμα των ομολόγων (όταν λήξουν), πράγμα που σημαίνει ότι οι υφιστάμενοι μέτοχοι δεν θα δουν απαραίτητα το μερίδιό τους να αποδυναμώνεται ως αποτέλεσμα της συμφωνίας.

Η Vodafone αναμένει ότι η συμφωνία θα προσφέρει συνέργειες κόστους και κεφαλαιουχικών δαπανών εξαιρουμένου του κόστους ενσωμάτωσης των περιουσιακών στοιχείων. Η Vodafone δηλώνει ότι οι εκτιμήσεις για την εξοικονόμηση κόστους είναι "παρόμοιες" με εκείνες που προέκυψαν από τις επιτυχείς ενσωματώσεις της Kabel Deutschland στην Γερμανία και της ONO στην Ισπανία, όπου εξοικονομήθηκαν χρήματα κυρίως μέσω της κοινής χρήσης δικτύων, συστημάτων χρέωσης, προμηθειών και της ενοποίησης επικαλυπτόμενων λειτουργιών. Αναμένει περαιτέρω συνέργειες εσόδων από τη διασταυρούμενη πώληση υπηρεσιών στις δύο πελατειακές βάσεις. Καθώς τα περιουσιακά στοιχεία ενισχύουν τις υπηρεσίες σταθερής τηλεφωνίας και τηλεόρασης, η Vodafone δηλώνει

ότι αναμένει να παράγει το 35% των εσόδων της από αυτές τις υπηρεσίες μόλις ολοκληρωθεί η συμφωνία, από περίπου 29% (IG International, 2019).

Οι εκτιμώμενες συνέργειες κόστους και επενδύσεων ανέρχονται σε περίπου 535 εκατομμύρια ευρώ ετησίως, πριν από το κόστος ενσωμάτωσης, έως το πέμπτο έτος μετά την ολοκλήρωση, με εκτιμώμενη καθαρή παρούσα αξία άνω των 6 δισεκατομμυρίων ευρώ μετά το κόστος ενσωμάτωσης. Εκτιμώμενες συνέργειες εσόδων με καθαρή παρούσα αξία που υπερβαίνει το 1,5 δισεκατομμύρια ευρώ από τις διασταυρούμενες πωλήσεις στην συνδυασμένη πελατειακή βάση.

Οι εξαγορασθείσες δραστηριότητες αποτιμώνται με πολλαπλασιαστές 12,5x OpFCF και 8,6x EBITDA, προσαρμοσμένους στο πέμπτο έτος για συνέργειες κόστους και κεφαλαιουχικών δαπανών (capex) πριν από τα έξοδα ολοκλήρωσης και 10,9x EBITDA πριν από τις συνέργειες.

Αναμένεται σημαντική αύξηση των ελεύθερων ταμειακών ροών με την πάροδο του χρόνου, αντανακλώνοντας τις ελκυστικές δυνατότητες αυτόνομης ανάπτυξης και την υλοποίηση συνεργειών. Αναμένεται ακόμη ότι θα έχει αυξητική επίδραση στις ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή από το πρώτο έτος μετά την ολοκλήρωση και διψήφια αυξητική επίδραση από το τρίτο έτος μετά την ολοκλήρωση, μετά τις συνέργειες κόστους και capex και πριν τα έξοδα ενσωμάτωσης, υποστηρίζοντας την πρόθεση της Vodafone να αυξήσει το μέρισμα ανά μετοχή. Ενισχύονται οι προοπτικές ανάπτυξης της Vodafone, υποστηρίζοντας την αύξηση του μακροπρόθεσμου στόχου του δείκτη (πολλαπλασιαστή) καθαρού χρέους / EBITDA της Vodafone σε 2,5 - 3,0x, που συνάδει με μία σταθερή πιστοληπτική αξιολόγηση επενδυτικής βαθμίδας. Θεωρείται δε προεξοφλημένο ότι για την συναλλαγή, ο δείκτης καθαρού χρέους/EBITDA της Vodafone για το οικονομικό έτος 2018 αναμένεται να είναι στο ανώτερο άκρο αυτού του εύρους (Vodafone Group Plc on Liberty Global Acquisition, 2018).

Η συναλλαγή εμφανίζεται να προσφέρει σημαντικά δυναμικά οφέλη από τον συνδυασμό των επιχειρήσεων, σαφώς όμως υπάρχουν μειονεκτήματα και κίνδυνοι:

- Η εν λόγω εξαγορά οδηγεί την Vodafone σε άνοδο του δείκτη χρέους της.
- Η αυξημένη εστίαση στις υπηρεσίες σταθερής φέρνει την απειλή μιας πιο συμμετρικής ρύθμισης για τα ευρυζωνικά δίκτυα, γεγονός που έχει ήδη πραγματοποιηθεί στο Βέλγιο.
- Κίνδυνος προκύπτει από το γεγονός ότι οι καλωδιακές υπηρεσίες ενδέχεται να εξαρτηθούν υπερβολικά από τα έσοδα της συνδρομητικής τηλεόρασης σε μία εποχή που το μοντέλο της συνδρομητικής τηλεόρασης απειλείται από τους αποκλειστικά διαδικτυακούς παρόχους υπηρεσιών (αν και το ευρωπαϊκό σκέλος της καλωδιακής εξαρτάται λιγότερο από τα έσοδα αυτά από ό,τι το αντίστοιχο στις ΗΠΑ) (Wood, 2018).

Χρηματοδότηση της Συμφωνίας

Η συμφωνία για την εξαγορά των δραστηριοτήτων της Liberty Global στην Γερμανία, την Τσεχική Δημοκρατία, την Ουγγαρία και την Ρουμανία πραγματοποιείται έναντι 18,4 δισεκατομμυρίων ευρώ, η οποία συνίσταται σε 10,8 δισεκατομμύρια ευρώ σε μετρητά και την εξαγορά χρέους της αμερικανικής εταιρείας αξίας 7,6 δισεκατομμυρίων ευρώ (IG International, 2019) και (Summerfield, 2018).

Πιο συγκεκριμένα η UPC Czech, η UPC Hungary και η UPC Romania εξαγοράζονται στην βάση χωρίς μετρητά και χωρίς χρέος, ενώ αναμένεται η υφιστάμενη δομή ομολόγων της Unitymedia (4,5 δισεκατομμύρια ευρώ σε κυκλοφορία κατά την συμφωνία) να διατηρείται και να αναχρηματοδοτείται με την πάροδο του χρόνου. Παράλληλα 2,2 δισεκατομμύρια ευρώ από τα μακροπρόθεσμα δάνεια της Unitymedia αναχρηματοδοτούνται αμέσως μετά την ολοκλήρωση της σύμβασης.

Τα 10,8 δισεκατομμύρια ευρώ του πληρωτέου τιμήματος σε μετρητά στην Liberty Global και η αναχρηματοδότηση των μακροπρόθεσμων δανείων της Unitymedia χρηματοδοτούνται με τα υφιστάμενα μετρητά της Vodafone, περίπου 10 δισεκατομμύρια ευρώ νέων δανειακών διευκολύνσεων (συμπεριλαμβανομένων των υβριδικών χρεογράφων) και περίπου 3 δισεκατομμύρια ευρώ υποχρεωτικά μετατρέψιμα ομόλογα (MCBs), τα οποία θα εκδοθούν πριν από την ολοκλήρωση. Το χρηματικό αντίτιμο που θα καταβληθεί στην Liberty Global θα υπόκειται σε προσαρμογές για το καθαρό χρέος και άλλα στοιχεία κατά την ολοκλήρωση, γεγονός που δείχνει ότι η συναλλαγή θα πραγματοποιηθεί με την χρήση του μηχανισμού λογαριασμού ολοκλήρωσης (completion account mechanism).

Συνολικά, η Vodafone σκοπεύει να επιτύχει πίστωση ιδίων κεφαλαίων ύψους 5-7 δισεκατομμυρίων ευρώ από τους οίκους αξιολόγησης μέσω της έκδοσης υβριδικών χρεογράφων και υποχρεωτικά μετατρέψιμων ομολόγων (MCBs), εξασφαλίζοντας έτσι μία σταθερή πιστοληπτική αξιολόγηση επενδυτικής βαθμίδας. Τα υβριδικά χρεόγραφα δεν θα μειώσουν το καθαρό χρέος της Vodafone σε δημοσιευμένη βάση. Τα υποχρεωτικά μετατρέψιμα ομόλογα (MCBs) θα λογιστικοποιηθούν ως ίδια κεφάλαια και αναμένεται να ωριμάσουν περίπου τρία χρόνια μετά την ολοκλήρωση. Υποθέτοντας ότι ο Όμιλος διαθέτει επαρκή περιθώρια εντός του στοχευόμενου εύρους μόχλευσης (δηλαδή 2,5-3,0), η Vodafone μπορεί να επιλέξει να αγοράσει τις μετοχές που εκδίδονται σύμφωνα με τους όρους έκδοσης των ομολόγων, αποφεύγοντας έτσι την αλλοίωση του μετοχικού της κεφαλαίου. Η Vodafone θα αντισταθμίσει επίσης την έκθεσή της στις μεταβολές των τιμών των μετοχών όσο διαρκούν τα ομόλογα μέσω μιας στρατηγικής δικαιωμάτων προαίρεσης. Η στρατηγική αυτή περιλαμβάνει την αγορά δικαιωμάτων αγοράς που χρηματοδοτούνται από την πώληση δικαιωμάτων πώλησης, γεγονός που διασφαλίζει ότι κατά την λήξη, το οικονομικό κόστος για την επαναγορά των υποχρεωτικά μετατρέψιμων ομολόγων (MCBs) θα είναι παρόμοιο με την ονομαστική αξία των ομολόγων κατά την έκδοση. Επιπλέον, όταν τα εν λόγω ομόλογα μετατρέπονται σε μετοχές, θα το κάνουν ουσιαστικά στην επικρατούσα τιμή της μετοχής κατά την στιγμή της μετατροπής (Vodafone Group Plc on Liberty Global Acquisition, 2018).

Μερισματική Πολιτική

Αναφορικά με την μερισματική πολιτική της η Vodafone ανακοινώνει, ότι μένει αμετάβλητη, υπό την έννοια ότι επιβεβαιώνει εκ νέου την πρόθεσή της να αυξάνει το μέρισμα ανά μετοχή ετησίως, η οποία υποστηρίζεται περαιτέρω από την αναμενόμενη αύξηση του FCF (free cash flow) ανά μετοχή από την συναλλαγή.

Η Εξέταση και η Έγκριση της Συναλλαγής από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή

Χρονοδιάγραμμα

Η συναλλαγή κοινοποιείται για πρώτη φορά στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 19 Οκτωβρίου του 2018, οπότε της αποδίδεται ο αριθμός υπόθεσης M.8864 (Prior notification of a concentration (Case M.8864 — Vodafone/Certain Liberty Global Assets)) (European Commissions Prior notification of a concentration (Case M.8864 — Vodafone/Certain Liberty Global Assets), 2018). Έπειτα, στις 29 του ίδιου μήνα, δημοσιεύεται στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης η κοινοποίηση της συγκέντρωσης, σύμφωνα με την οποία η Vodafone θα λάβει τον πλήρη έλεγχο των στοιχείων της Liberty Global μέσω αγοράς μετοχών (European Commissions Prior notification of a concentration (Case M.8864 — Vodafone/Certain Liberty Global Assets), 2018). Στις 7 Νοεμβρίου του ίδιου έτους πραγματοποιείται η υποβολή αίτησης βάση του Άρθρου 9 του Κανονισμού περί Συγκεντρώσεων, που αναφέρει ότι το πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού θα πρέπει να καθορίζεται ανάλογα με την γεωγραφική περιοχή δραστηριότητας των ενδιαφερόμενων επιχειρήσεων και να περιορίζεται από ποσοτικά όρια, ώστε να καλύπτονται οι συγκεντρώσεις που έχουν κοινοτική διάσταση. Στις 20 Δεκεμβρίου δημοσιεύεται στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης ότι εκκινούν οι διαδικασίες έρευνας επί της συγκέντρωσης (EUROPEAN UNION INSTITUTIONS, BODIES, OFFICES AND AGENCIES, 2018). Συγκεκριμένα, αναφέρεται ότι στις 11 Δεκεμβρίου 2018, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφασίζει να κινήσει τη διαδικασία έρευνας, αφού έχει διαπιστώσει ότι η κοινοποιηθείσα συγκέντρωση δημιουργεί σοβαρές αμφιβολίες ως προς το συμβιβασμό της με την εσωτερική αγορά. Η εκκίνηση της διαδικασίας ανοίγει τη δεύτερη φάση έρευνας όσον αφορά την κοινοποιηθείσα συγκέντρωση και δεν προδικάζει την τελική απόφαση επί της υπόθεσης. Η απόφαση βασίζεται στο άρθρο 6(1)(c) του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 139/2004 του Συμβουλίου. Επιπλέον αναφέρει ότι η Επιτροπή καλεί τυχόν ενδιαφερόμενα τρίτα μέρη να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους σχετικά με την προτεινόμενη συγκέντρωση στην Επιτροπή, το αργότερο εντός 15 ημερών από την ημερομηνία της εν λόγω δημοσίευσης (European Union on Initiation of proceedings for Case M.8864, 2018). Στις 15 Ιανουαρίου του 2019 ανακοινώνεται αναστολή της προθεσμίας βάσει του άρθρου 11(3), η οποία αίρεται στις 8 Φεβρουαρίου του ίδιου έτους. Λίγο αργότερα, στις 15 Απριλίου, η προθεσμία παρατείνεται κατά 10 εργάσιμες ημέρες βάσει του άρθρου 10(3). Στις 6 Μαΐου υποβάλλονται οι δεσμεύσεις, ώστε να καταστεί εφικτή η έκδοση εγκριτικής απόφασης από την Επιτροπή. Λίγο αργότερα, στις 23 Μαΐου, δίδεται εκ νέου παράταση στην προθεσμία κατά 10 εργάσιμες ημέρες βάσει του άρθρου 10(3). Η τελική απόφαση επί της συγκέντρωσης εκδίδεται στις 18 Ιουλίου, οπότε η συναλλαγή εγκρίνεται υπό όρους βάσει του άρθρου 8(2) (European Commission Competition Case M.8864, 2019).

Αιτίες για τις οποίες η συναλλαγή υπόκειται σε έλεγχο

Κατά την υποβολή του εντύπου CO και συγκεκριμένα στο πεδίο 1.2, όπου πραγματοποιείται περιγραφή της συγκέντρωσης, γίνεται σαφής αναφορά στις δραστηριότητες των δύο εταιρειών και την γεωγραφική περιοχή στην οποία αυτές πραγματοποιούνται. Πιο συγκεκριμένα, καθίσταται σαφές ότι η Vodafone και η Liberty Global παρέχουν αντίστοιχες, αν όχι απολύτως όμοιες, υπηρεσίες στις τέσσερις επηρεαζόμενες χώρες (Γερμανία, Τσεχία, Ουγγαρία και Ρουμανία) γεγονός που σημαίνει ότι χωρίς περεταίρω διερεύνηση δεν καθίσταται σαφές εάν θα

επηρεαστεί ο ανταγωνισμός στις εν λόγω αγορές (Section 1.2 of Form CO submitted to the European Commission, 2018). Επιπλέον βάσει του Κανονισμού περί συγκεντρώσεων η κοινοποιηθείσα συγκέντρωση μεταξύ των δύο εταιρειών πληροί τα σχετικά κριτήρια, ώστε να θεωρείται ότι έχει κοινοτική διάσταση.

Ανησυχίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

Σε ανακοίνωσή της στις 11 Δεκεμβρίου του 2018 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αναφέρει ότι στην αρχική της έρευνα για την αγορά εντοπίζει τις ακόλουθες κύριες ανησυχίες:

Αρχικά ότι στην Τσεχία, οι πάροχοι αυτόνομων τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών υπάρχει ενδεχόμενο να αποκλειστούν από α) την λιανική αγορά κινητών τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών, β) την λιανική αγορά υπηρεσιών πρόσβασης στο Διαδίκτυο και γ) την λιανική αγορά τηλεοπτικών υπηρεσιών, λόγω των ολοκληρωμένων προϊόντων/υπηρεσιών που θα μπορούσε να προσφέρει η συγχωνευμένη οντότητα.

Επιπλέον, ότι στην Γερμανία η Vodafone και η Unitymedia (θυγατρική της Liberty Global στην Γερμανία) ανταγωνίζονται μεταξύ τους στις περιοχές που εξυπηρετούνται από την Unitymedia στις αγορές λιανικής παροχής σταθερών ευρυζωνικών υπηρεσιών και στις αγορές λιανικής τηλεόρασης. Η Επιτροπή ανησυχεί ότι η συναλλαγή θα εξαλείψει τον ανταγωνισμό μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών, θα μειώσει τον αριθμό των δραστηριοποιούμενων στην περιοχή εταιρειών και θα περιορίσει τα κίνητρα της συγχωνευθείσας οντότητας να ανταγωνιστεί αποτελεσματικά τους υπόλοιπους φορείς εκμετάλλευσης, τόσο στις περιοχές που ήδη εξυπηρετούνται από την Unitymedia, όσο και στην Γερμανία συνολικά. Επιπρόσθετα, η προτεινόμενη πράξη μπορεί να εξαλείψει τον ανταγωνισμό μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών όσον αφορά τις επενδύσεις σε δίκτυα νέας γενιάς. Παράλληλα, ότι η συναλλαγή μπορεί να αυξήσει σημαντικά τη διαπραγματευτική δύναμη της συγχωνευμένης οντότητας έναντι των τηλεοπτικών σταθμών. Αυτό, με την σειρά του, ενδέχεται να επηρεάσει αρνητικά την ικανότητα των εν λόγω ραδιοτηλεοπτικών φορέων να παραμείνουν ανταγωνιστικοί και να επενδύουν.

Τέλος, αναφέρει ότι δεν έχει εντοπίσει ειδικές ανησυχίες για τον ανταγωνισμό όσον αφορά την προτεινόμενη συγκέντρωση για τις αγορές της Ουγγαρίας και της Ρουμανίας (European Commission on in-depth investigation, 2018).

Αποτελέσματα έρευνας φάσης II

Κατά τη διάρκεια της εμπειριστατωμένης έρευνας φάσης II, η Επιτροπή συγκεντρώνει εκτενείς πληροφορίες και λαμβάνει σχόλια από πελάτες, προμηθευτές και ανταγωνιστές των συγχωνυόμενων εταιρειών, καθώς και από τους λοιπούς ενδιαφερόμενους φορείς.

Κατά την έρευνά της, η Επιτροπή έχει ανησυχίες ότι, στη Γερμανία, η συναλλαγή:
-Θα εξαλείψει τον σημαντικό ανταγωνιστικό περιορισμό που ασκούν η μία στην άλλη οι συγχωνευόμενες εταιρείες στην αγορά λιανικής παροχής σταθερών ευρυζωνικών υπηρεσιών, ιδίως στις περιοχές που εξυπηρετούνται από την θυγατρική της Liberty Global (Unitymedia). Ενώ τόσο η Vodafone όσο και η Unitymedia προσφέρουν ευρυζωνικές υπηρεσίες που βασίζονται στα δικά τους καλωδιακά δίκτυα, τα δίκτυα αυτά δεν επικαλύπτονται. Ωστόσο, η Vodafone δραστηριοποιείται επίσης στην παροχή σταθερών ευρυζωνικών υπηρεσιών στις περιοχές που εξυπηρετεί η Unitymedia, μέσω χονδρικής πρόσβασης στο δίκτυο της Deutsche Telekom.

-Θα αυξήσει την ισχύ της συγχωνευθείσας οντότητας στην αγορά χονδρικής προμήθειας σήματος για την μετάδοση τηλεοπτικών καναλιών, γεγονός που μπορεί να δυσχεράνει την θέση των ραδιοτηλεοπτικών φορέων, οδηγώντας σε υποβάθμιση της ποιότητας της τηλεοπτικής προσφοράς στους τελικούς τηλεθεατές στην Γερμανία. Επιπλέον, η αυξημένη ισχύς της συγχωνευθείσας οντότητας στην αγορά μπορεί να εμποδίσει την ικανότητα των ραδιοτηλεοπτικών φορέων να παρέχουν πρόσθετες, καινοτόμες υπηρεσίες. Σε αυτές ενδεχομένως περιλαμβάνονται τα μέσα ροής που διανέμονται απευθείας μέσω του διαδικτύου (γνωστές ως "Over-The-Top" ή "OTT" υπηρεσίες) και προηγμένες λειτουργίες, όπως διαδραστικές υπηρεσίες, μέσω υβριδικών τηλεοπτικών ευρυζωνικών σημάτων (επίσης γνωστών ως "HbbTV").

Μετά την έρευνά της, η Επιτροπή δεν διαπιστώνει προβλήματα ανταγωνισμού αναφορικά με επιπτώσεις της συγκέντρωσης στο επίπεδο των τιμών ή της ποιότητας σε καμία από τις αγορές λιανικής τηλεόρασης στην Γερμανία, επειδή οι συγχωνευόμενες εταιρείες δραστηριοποιούνται κυρίως στις αντίστοιχες περιοχές καλωδιακής τηλεόρασης. Η Επιτροπή δεν διαπιστώνει επίσης καμία ένδειξη απώλειας του άμεσου, έμμεσου ή δυνητικού ανταγωνισμού ως αποτέλεσμα της πράξης. Επιπλέον δεν υφίσταται ανησυχία αναφορικά με το ενδεχόμενο η συγκέντρωση να μειώσει τις επενδύσεις σε δίκτυα νέας γενιάς στην Γερμανία, δεδομένου ότι η πράξη δεν θα μειώσει την ικανότητα και το κίνητρο της συγχωνευθείσας οντότητας να επενδύσει. Παράλληλα ελέγχεται η λιανική αγορά για σταθερές ευρυζωνικές υπηρεσίες, λιανικές τηλεοπτικές υπηρεσίες και λιανικές υπηρεσίες κινητής τηλεφωνίας στην Τσεχία. Η Επιτροπή διαπίστωσε ότι η συγχωνευθείσα οντότητα δεν θα έχει ούτε τη δυνατότητα ούτε το κίνητρο να αποκλείσει αυτόνομους παρόχους σταθερών ή κινητών τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών (European Commission clears Vodafone's acquisition of Liberty Global's cable business, 2019).

Τα προτεινόμενα διορθωτικά μέτρα

Το εκτενές κείμενο υποβάλλεται στις 18 Ιουλίου του 2019 και δημοσιεύεται στις 2 Αυγούστου του ίδιου έτους. Στο δημοσιευμένο κείμενο δηλώνεται ότι η ημερομηνία έναρξης της ισχύος των διορθωτικών μέτρων είναι η ημερομηνία έκδοσης της απόφασης από την Επιτροπή. Παράλληλα ορίζεται ως αποδέκτης των διορθωτικών μέτρων ο νέος πάροχος καλωδιακής τηλεόρασης η Telefónica Germany GmbH & Co. OHG (Vodafone's Commitments to the European Commission, 2019).

Πιο συγκεκριμένα, για την αντιμετώπιση των ανησυχιών της Επιτροπής για τον ανταγωνισμό, η Vodafone προτείνει και αναλαμβάνει τις ακόλουθες δεσμεύσεις:

- Να παρέχει στον αποδέκτη διορθωτικών μέτρων πρόσβαση στο καλωδιακό δίκτυο της συγχωνευμένης οντότητας στην Γερμανία. Η δέσμευση αυτή θα επιτρέπει στον αποδέκτη των διορθωτικών μέτρων να αναπαράγει τον ανταγωνιστικό περιορισμό που ασκεί η Vodafone, ο οποίος δεν θα υφίστατο ως αποτέλεσμα της συγχώνευσης, και να ανταγωνιστεί αποτελεσματικότερα στην παροχή σταθερών ευρυζωνικών υπηρεσιών στην Γερμανία. Επιπλέον, το διορθωτικό μέτρο θα επιτρέπει στον αποδέκτη του μέτρου να προσφέρει τηλεοπτικές υπηρεσίες. Η παρακολούθηση της δέσμευσης αυτής θα υποβοηθηθεί από τον συμβουλευτικό ρόλο της Bundesnetzagentur (BNetzA), της γερμανικής ρυθμιστικής αρχής τηλεπικοινωνιών, ιδίως όσον αφορά το γερμανικό ρυθμιστικό πλαίσιο για τις τηλεπικοινωνίες.

- Να απέχει από τον συμβατικό περιορισμό, άμεσα ή έμμεσα, της δυνατότητας των ραδιοτηλεοπτικών φορέων που μεταδίδονται στην τηλεοπτική πλατφόρμα της συγχωνευθείσας οντότητας να διανέμουν το περιεχόμενό τους και μέσω υπηρεσίας ΟΤΤ, δηλαδή μέσω κάθε υπηρεσίας που επιτρέπει στους καταναλωτές την πρόσβαση σε οπτικοακουστικό περιεχόμενο, είτε γραμμικό ή μη γραμμικό, μέσω του διαδικτύου (με οποιοδήποτε τρόπο παρέχεται) μέσω μιας ή περισσότερων συσκευών. Η δέσμευση αυτή εξισορροπεί την αυξημένη ισχύ της συγχωνευμένης οντότητας στην αγορά έναντι των τηλεοπτικών ραδιοτηλεοπτικών φορέων και εξαλείφει την ανησυχία ότι η συγχωνευμένη οντότητα θα μπορεί να εμποδίσει τη δυνατότητα των ραδιοτηλεοπτικών φορέων να παρέχουν πρόσθετες, καινοτόμες υπηρεσίες μέσω υπηρεσιών ΟΤΤ.
- Να μην αυξήσει τα τέλη τροφοδότησης που καταβάλλουν οι ραδιοτηλεοπτικοί φορείς ελεύθερης μετάδοσης για την μετάδοση των γραμμικών τηλεοπτικών τους καναλιών μέσω του καλωδιακού δικτύου της Vodafone στην Γερμανία με την παράταση των υφιστάμενων συμφωνιών (ή, όπου απαιτείται, με την σύναψη νέων συμφωνιών). Η δέσμευση αυτή αντιμετωπίζει την ανησυχία σχετικά με τη δυνατότητα της συγχωνευμένης οντότητας να μειώσει το εύρος και την ποιότητα της τηλεοπτικής προσφοράς Free-to-Air (δηλαδή τηλεοπτικών καναλιών ελεύθερης λήψης) στους πελάτες λιανικής.
- Να συνεχίσει να μεταφέρει το σήμα HbbTV (δηλαδή το υβριδικό τηλεοπτικό σήμα ευρυζωνικής εκπομπής) των ραδιοτηλεοπτικών φορέων Free-to-Air, το οποίο επιτρέπει στους πελάτες τηλεόρασης να συνδέονται απευθείας με τις διαδραστικές υπηρεσίες των ραδιοτηλεοπτικών φορέων. Η δέσμευση αυτή εξαλείφει την ανησυχία ότι η συγχωνευμένη οντότητα μπορεί να εμποδίσει την ικανότητα των ραδιοτηλεοπτικών φορέων να παρέχουν πρόσθετες και καινοτόμες υπηρεσίες μέσω του σήματος HbbTV.

Ως εκ τούτου, η Επιτροπή καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η πράξη, όπως τροποποιείται από τις δεσμεύσεις, δεν εγείρει πλέον ανησυχίες για τον ανταγωνισμό. Σαφώς αυτή η εγκριτική απόφαση εξαρτάται από την πλήρη συμμόρφωση της εταιρείας με τις δεσμεύσεις που έχει αναλάβει (European Commission clears Vodafone's acquisition of Liberty Global's cable business, 2019).

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, που κατά περιόδους παρουσιάζουν αυξημένη δραστηριότητα, επιλέγονται από τις επιχειρήσεις για την επίτευξη των εκάστοτε οικονομικών, στρατηγικών ή άλλων στόχων τους. Αρχικά η σωστή επιλογή, αλλά και η ακολουθούμενη διαδικασία και η συμμόρφωση στο ισχύον σε κάθε περίπτωση νομικό πλαίσιο, είναι κρίσιμοι παράγοντες για την επιτυχία ή την αποτυχία του εγχειρήματος.

Η διαδικασία περιέχει πολλά στάδια και περιλαμβάνει μία σειρά εγγράφων και συμβάσεων που συντάσσονται και είναι απαραίτητες για την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

Το στάδιο του ενδελχούς ελέγχου κατά το οποίο εξετάζονται όλα τα στοιχεία της υπό συγχώνευση/εξαγορά εταιρείας είναι καθοριστικό για την συνέχιση ή διακοπή της όλης διαδικασίας, για την αποτίμηση της εταιρείας και την προσφορά που θα υποβάλει ο υποψήφιος αγοραστής.

Ειδικότερα ο χρηματοοικονομικός ενδελχός έλεγχος περιλαμβάνει την εξέταση και ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων της εταιρείας – στόχου, που οδηγεί στην αποτύπωση της πραγματικής οικονομικής κατάστασής της.

Ο λογιστικός ενδελχός έλεγχος, ως συνέχεια ή τμήμα του χρηματοοικονομικού ελέγχου, περιλαμβάνει τον έλεγχο των περιουσιακών και φορολογικών στοιχείων, καθώς και πολλών οικονομικών πληροφοριών της εταιρείας.

Οι δύο αυτές κατηγορίες ενδελχούς ελέγχου παρέχουν σημαντικές πληροφορίες για την λήψη της απόφασης για την συνένωση και για τον καθορισμό της προσήκουσας και εκατέρωθεν ικανοποιητικής τιμής.

Το νομικό πλαίσιο διαφέρει αναλόγως της περιοχής υλοποίησης της συναλλαγής. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής υπάρχουν τα θεσμοθετημένα αρμόδια όργανα και το κανονιστικό πλαίσιο που ρυθμίζει τους όρους, τις προϋποθέσεις, τη διαδικασία, τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των εμπλεκόμενων μερών.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση υπάρχει η ιδιαιτερότητα της ύπαρξης σχετικού ισχύοντος νομικού πλαισίου στα κράτη μέλη και, υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, μπορεί να υπάρξει αλλαγή δικαιοδοσίας (από εθνικό επίπεδο σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Επιτροπής και το αντίστροφο).

Το νομικό πλαίσιο στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι αρκετά πολύπλοκο, αλλά σαφές, δεδομένου ότι περιλαμβάνει πλήθος νόμων και κανονισμών που διαρκώς, αναλόγως των συνθηκών, αναθεωρούνται και στοχεύει στην εφαρμογή των βασικών γενικών αρχών που διέπουν τις δημόσιες εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής οι συγχωνεύσεις και εξαγορές υπάγονται σε διπλή δικαιοδοσία, αφενός της ομοσπονδιακής κυβέρνησης και αφετέρου της πολιτείας στην οποία εδρεύει η εταιρεία – στόχος. Υπάρχουν οι ομοσπονδιακοί νόμοι και κανόνες που καθορίζουν τις αρμόδιες αρχές και προβλέπουν όρους και διαδικασίες για την υλοποίηση εξαγορών εταιρειών εισηγμένων στο αμερικανικό χρηματιστήριο αξιών.

Υπάρχουν ειδικές ρυθμίσεις και έλεγχοι, και στις τρεις περιπτώσεις που εξετάζονται (Ευρωπαϊκή Ένωση, Ηνωμένο Βασίλειο και Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής), για τις ξένες επενδύσεις, ειδικά όταν κρίνεται ότι οι συναλλαγές αφορούν σε τομείς που θεωρούνται στρατηγικής σημασίας ή ότι υπάρχει ενδεχόμενη απειλή για την εθνική ασφάλεια.

Η αναφερόμενη μελέτη περίπτωσης, δηλαδή η εξαγορά στοιχείων της Liberty Global από την Vodafone στην Ευρώπη, είναι ένα παράδειγμα που καταδεικνύει την εφαρμοζόμενη σε αντίστοιχες υποθέσεις νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, μετά την εκδήλωση των ανησυχιών της για την συναλλαγή και την έρευνα φάσης II και έπειτα από την πρόταση διορθωτικών μέτρων και την ανάληψη δεσμεύσεων από την Vodafone, αποφασίζει ότι δεν εγείρονται ζητήματα ανταγωνισμού και εγκρίνει την συναλλαγή υπό όρους και συγκεκριμένα με την προϋπόθεση ότι η Vodafone θα εκπληρώσει πλήρως τις δεσμεύσεις που έχει αναλάβει.

Εν κατακλείδι γίνεται προσπάθεια διά της εργασίας αυτής να αποσαφηνιστούν και αναδειχθούν αφενός η σπουδαιότητα του ενδεδειγμένου ελέγχου για τις συνενώσεις επιχειρήσεων και αφετέρου νομικά ζητήματα και διαδικασίες που προβλέπονται ανάλογα με το εκάστοτε εφαρμοστέο δίκαιο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία

1. Baker McKenzie, 2022. *Global Public M&A Guide*. 4η επιμ. s.l.: Baker McKenzie.
2. Amir, E. & Ghitti, M., 2020. *Financial Analysis of Mergers and Acquisitions Understanding* Avery-Gee, D. & Cox, M., 2023. *Mergers & Acquisitions Laws and Regulations UK 2023*. Λονδίνο : Global Legal Group.
3. *Financial Statements and Accounting Rules with Case Studies*. 1η επιμ. s.l.:Palgrave Macmillan.
4. Berkner, M., Keast-Butler, C. & Anderson, R., 2023. *Mergers & Acquisitions 2023*. Λονδίνο: Global Legal Group.
5. Parr, N., Liddell, D. & Vaz, S., 2022. *Merger Control Laws and Regulations United Kingdom 2023*. Λονδίνο : Global Legal Group.
6. Spinks, S. & Daly, K., 2022. *Merger Control Laws and Regulations European Union 2023*. Λονδίνο: Global Legal Group.
7. Stebbins, A. B. & Hartmann, T., 2023. *Mergers & Acquisitions Laws and Regulations USA 2023*. Λονδίνο: Global Legal Group.
8. Κυριαζόπουλος, Γ., Ζησσόπουλος, Δ. & Σαριγιαννίδης, Ν., 2009. *Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών στην διεθνή και την ελληνική οικονομία..* Φλώρινα, s.n.
9. Παπαδάκης, Β. Μ., 2016. *Στρατηγική των επιχειρήσεων : ελληνική και διεθνής εμπειρία*. 7 επιμ. Αθήνα: Ε. Μπένος,

Άρθρα

1. Betton, S., Eckbo, B. E. & Thorburn, K. S., 2009. Merger negotiations and the toehold puzzle. *Journal of Financial Economics*, 2, pp. 158-178.
2. Choi, A. H. & Triantis, G. G., 2021. Designing and Enforcing Preliminary Agreements. *98:3 Texas Law Review* 439, 8 6.
3. EUROPEAN UNION INSTITUTIONS, BODIES, OFFICES AND AGENCIES, 2018. Information and Notices. *Official Journal of the European Union*, Issue 61, p. 1.
4. Gilson, R. J. & Schwartz, A., 2005. Understanding MACs: Moral Hazard in Acquisitions. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol 21, Issue 2, 9 8, pp. 330-358.
5. Griffith, S. J., 2020. Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions. *Minnesota Law Review*, 23 4, pp. 1839-1920.
6. Grossman, S. J. & Hart, O. D., 1980. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 42-64.
7. Hwang, C., 2019. FAUX CONTRACTS. *Virginia Law Review*, Vol. 105, No. 5 , 9, pp. 1025-1078.

8. London School of Economics and Political Science, 2021. *Merger and acquisition deals (Σημειώσεις διάλεξης LEC-M3U3)*. s.l.:London School of Economics and Political Science.
9. Merritt, C., 2016. What are the three different types of corporate mergers & what is the rationale for each type.. *Houston Chronicle*.
10. Schuster, E., 2021. *Merger and acquisition deals (Σημειώσεις διάλεξης LEC-M3U1)*. s.l.:Department of Law, London School of Economics and Political Science.
11. Summerfield, R., 2018. *Vodafone agrees €18bn deal for Liberty Global assets*. *Financier Worldwide Magazine*, 7/2018.
12. Zakrzewski, R., 2013. Representations and warranties distinguished. *Butterworths journal of international banking and financial law*.

Έγγραφα από Ιστοσελίδες

1. Campa, J. & Moschieri, C., 2008. *IESE EDU*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0762-E.pdf>
[Πρόσβαση 2023].
2. European Commission Consolidated Jurisdictional Notice, 2008. *EUR-Lex*.
[Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52008XC0416%2808%29>
[Πρόσβαση 2023].
3. European Commission Guidance on the application of the referral mechanism set out in Article 22, 2021. *EUR-Lex*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021XC0331%2801%29>
[Πρόσβαση 2023].
4. European Commission Implementing Regulation, 2023. *EUR-Lex*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32023R0914>
[Πρόσβαση 2023].
5. European Commission Notice on a simplified treatment for certain concentrations, 2023. *EUR-Lex*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52023XC0505\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52023XC0505(01))
[Πρόσβαση 2023].
6. European Commission notice on acceptable remedies , 2008. *EUR-Lex*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52008XC1022\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52008XC1022(01))
[Πρόσβαση 2023].
7. European Commissions Prior notification of a concentration (Case M.8864 — Vodafone/Certain Liberty Global Assets), 2018. *EUR-Lex*. [Ηλεκτρονικό]

- Available at: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.C_.2018.391.01.0003.01.ENG&toc=OJ%3AC%3A2018%3A391%3ATOC
[Πρόσβαση 2023].
8. European Council on the control of concentrations between undertakings , 2004. *EUR-Lex*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A32004R0139>
[Πρόσβαση 2023].
9. European Union on Initiation of proceedings for Case M.8864, 2018. *EUR-Lex*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.C_.2018.459.01.0002.02.ENG&toc=OJ%3AC%3A2018%3A459%3ATOC
[Πρόσβαση 2023].
10. Liberty Global Announces Filing of Merger Protocol, 2014. *Liberty Global*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.libertyglobal.com/wp-content/uploads/2022/10/Liberty-Global-Announces-Filing-of-Merger-Protocol-FINAL.pdf>
[Πρόσβαση 2023].
11. Liberty Global on Acquisition of Virgin Media, 2013. *Liberty Global*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.libertyglobal.com/wp-content/uploads/2022/10/Liberty-Global-Completes-Acquisition-of-Virgin-Media-Final-Release.pdf>
[Πρόσβαση 2023].
12. Liberty Global on Chellomedia Sale, 2014. *Liberty Global*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.libertyglobal.com/wp-content/uploads/2022/10/02-03-2014-Chello-Media-Closing-FINAL.pdf>
[Πρόσβαση 2023].
13. Liberty Global to Acquire Ziggo, 2014. *Liberty Global*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.libertyglobal.com/wp-content/uploads/2022/10/Joint-announcement-press-release-Ziggo-Final.pdf>
[Πρόσβαση 2023].
14. Liberty Global to Sell Austrian Operations, 2017. *Liberty Global*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.libertyglobal.com/wp-content/uploads/2022/10/12-21-UPC-Austria-Sale-FINAL.pdf>
[Πρόσβαση 2023].
15. López, M. Á. & Razauskas, A., 2023. *European Parliament*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://www.europarl.europa.eu/erpl-app-public/factsheets/pdf/en/FTU_5.5.3.pdf
[Πρόσβαση 2023].
16. Section 1.2 of Form CO submitted to the European Commission, 2018. *European Commission*. [Ηλεκτρονικό]
Available at:

- https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/additional_data/m8864_389_4.pdf
[Πρόσβαση 2023].
17. The European Parliament on establishing a framework for the screening of foreign direct investments into the Union, 2019. *EUR-Lex*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32019R0452>
[Πρόσβαση 2023].
18. The Takeover Panel Takeover Code, 2023. *The Takeover Code*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://code.thetakeoverpanel.org.uk/tp>
[Πρόσβαση 2023].
19. U.S Securities and Exchange Commission SECURITIES ACT OF 1933, 2022. *U.S Securities and Exchange Commission*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>
[Πρόσβαση 2023].
20. U.S Securities and Exchange Commission SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, 2022. *U.S Securities and Exchange Commission*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>
[Πρόσβαση 2023].
21. Vodafone's Commitments to the European Commission, 2019. *European Commission*. [Ηλεκτρονικό]
Available at:
https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/additional_data/m8864_7150_3.pdf
[Πρόσβαση 2023].

Ιστοσελίδες

1. 5 Ways to Define Due Diligence – and How It Differs From an Audit, n.d. *Guardian Due Diligence*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.guardiandediligence.com/blog/define-due-diligence-vs-audits>
[Πρόσβαση 2023].
2. A Guide to Mergers and Acquisitions by Wilson Browne, n.d. *Wilson Browne*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.wilsonbrowne.co.uk/guides/a-guide-to-mergers-and-acquisitions/>
[Πρόσβαση 2023].
3. Baker, G., 2013. *Gowling WLG*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://gowlingwlg.com/en/insights-resources/articles/2013/an-introduction-to-uk-mergers-acquisitions-law/>
[Πρόσβαση 2023].

4. Basnage, J., Williams, M. & Lovells, H., 2021. *Practical Law*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-521-8386>
[Πρόσβαση 2023].
5. Blake, N. & Rae, C., 2016. *Practical Law*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-627-8366>
[Πρόσβαση 2023].
6. Business Transactions, 2023. *LinkedIn*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.linkedin.com/advice/0/what-key-financial-non-financial-due-diligence>
[Πρόσβαση 2023].
7. Cheveley, P. και συν., 2022. *Practical Law*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-502-2187?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-502-2187?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)
[Πρόσβαση 2023].
8. Clark, W. H. & Nshimiyimana, R., 2021. *Practical Law*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-554-9254?contextData=\(sc.Default\)&transitionType=Default&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-554-9254?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true)
[Πρόσβαση 2023].
9. Corporate Finance Institute - Financial Ratios, n.d. *Corporate Finance Institute*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/financial-ratios/#:~:text=Financial%20ratios%20are%20grouped%20into,Efficiency%20ratios>
[Πρόσβαση 2023].
10. Corporate Finance Institute, n.d. *Corporate Finance Institute*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/types-of-due-diligence/>
[Πρόσβαση 2023].
11. CT Corporation staff, 2020. *Wolters Kluwer*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.wolterskluwer.com/en/expert-insights/the-3-phases-of-legal-due-diligence-for-global-corporate-transactions>
[Πρόσβαση 2023].
12. Damodaran, A., 2005. *SSRN*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841486
[Πρόσβαση 2023].
13. Data Room Software, 2023. *VDR*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://data-room-software.org/blog/due-diligence-process-guide/>
[Πρόσβαση 2023].
14. DEPERISIO, G., 2022. *Investopedia*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.investopedia.com/ask/answers/050715/which-industries-are-mergers-and-acquisitions-most-common.asp#:~:text=What%20Are%20the%20Industries%20Most%20Likely%20to%20See,the%20healthcare%2C%20technology%2C%20financial%20services%2C%20and%20retail%20s>
[Πρόσβαση 2023].

15. Directorate-General for Communication, n.d. *EU - Directorate-General for Communication*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/law/types-legislation_en
[Πρόσβαση 2023].
16. Dyble, J., 2020. *Technology*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://technologymagazine.com/cloud-and-cybersecurity/vodafone-acquires-liberty-global-assets-euro184bn-deal>
[Πρόσβαση 2023].
17. eFinanceManagement, 2016. *eFinanceManagement*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.efinancemanagement.com/mergers-and-acquisitions/classification-types-of-mergers>
18. European Commission clears Vodafone's acquisition of Liberty Global's cable business, 2019. *European Commission*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_19_4349
[Πρόσβαση 2023].
19. European Commission Competition Case M.8864, 2019. *European Commission*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://competition-cases.ec.europa.eu/cases/M.8864>
[Πρόσβαση 2023].
20. European Commission on in-depth investigation, 2018. *European Commission*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_18_6772
[Πρόσβαση 2023].
21. European Commission, 2019. *DIRECTORATE-GENERAL COMP*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://commission.europa.eu/about-european-commission/departments-and-executive-agencies/competition_en
[Πρόσβαση 2023].
22. European Economic and Social Committee, n.d. *EESC*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.eesc.europa.eu/en/tags/european-economic-area>
[Πρόσβαση 2023].
23. European Union on Brexit, 2020. *EUR-Lex*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://eur-lex.europa.eu/content/news/Brexit-UK-withdrawal-from-the-eu.html?locale=en>
[Πρόσβαση 2023].
24. Federal Trade Commission Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act of 1976, n.d. *Federal Trade Commission*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.ftc.gov/legal-library/browse/statutes/hart-scott-rodino-antitrust-improvements-act-1976>
[Πρόσβαση 2023].
25. Financial Conduct Authority , n.d. *Financial Conduct Authority*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/10/?view=chapter>
[Πρόσβαση 2023].

26. Forbes, 2023. *Forbes*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.forbes.com/companies/liberty-global/?sh=8e8d51e73791>
[Πρόσβαση 2023].
27. HAYES, A., 2021. *Investopedia*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.investopedia.com/terms/c/crest.asp>
[Πρόσβαση 2023].
28. HEAKAL, R., 2022. *Investopedia*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.investopedia.com/articles/03/100803.asp>
[Πρόσβαση 2023].
29. Herington, M., Scott, D. & Donaghey, J., 2013. *Practical Law*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-547-7845>
[Πρόσβαση 2023].
30. IG International, 2019. *IG International*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.ig.com/en/news-and-trade-ideas/shares-news/vodafone-liberty-global-deal--what-you-need-to-know-190412>
[Πρόσβαση 2023].
31. Innes, D., Gooding, G. V. & Regner, W. D., 2021. *Practical Law*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-588-2045>
[Πρόσβαση 2023].
32. Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances United Kingdom M&A Statistics, 2023. *Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/united-kingdom-ma-statistics/>
[Πρόσβαση 2023].
33. Intellizence Top 10 Mergers & Acquisitions (M&A) Deals in 2022, 2023. *Intellizence*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://intellizence.com/insights/merger-and-acquisition/biggest-10-mergers-acquisitionsdeals-2022/#:~:text=Biggest%20Mergers%20and%20acquisitions%20%28M%26A%29%20deals%20in%202022,Kroger%20%26%20Albertsons%20and%20Prologis%20%26%20Duke%20Realty.>
[Πρόσβαση 2023].
34. INVESTOPEDIA, 2016. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/r/reversetakeover.asp>
35. INVESTOPEDIA, 2016. *INVESTOPEDIA*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://www.investopedia.com/terms/b/backflip-takeover.asp>
36. Jain, J., 2022. *Fox Mandal*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.foxmandal.in/reasons-for-failure-of-mergers-acquisitions-deal/>
[Πρόσβαση 2023].
37. KENTON, W., 2020. *Investopedia*. [Ηλεκτρονικό]
Available at:

- <https://www.investopedia.com/terms/s/securitiesact1933.asp#:~:text=The%20Securities%20Act%20of%201933%20was%20the%20first,and%20a%20description%20of%20the%20security%20being%20sold.>
[Πρόσβαση 2023].
38. Kenton, W., 2021. *Investopedia*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.investopedia.com/terms/a/accretiveacquisition.asp>
[Πρόσβαση 2023].
39. KENTON, W., 2023. *Investopedia*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.investopedia.com/terms/s/seact1934.asp>
[Πρόσβαση 2023].
40. Ketchum, D., 2023. *CapLinked*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.caplinked.com/blog/what-is-an-accretive-acquisition/>
[Πρόσβαση 2023].
41. Khan, R., 2022. *LinkedIn*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.linkedin.com/pulse/what-financial-due-diligence-why-its-important-investors-rizwan-khan#:~:text=Financial%20due%20diligence%20examines%20the,securities%20filing%20and%20contract%20details.>
[Πρόσβαση 2023].
42. Legal Information Institute, n.d. *Cornell Law School*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934
[Πρόσβαση 2023].
43. Liberty Global, 2023. *Liberty Global*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.libertyglobal.com/investors/investor-news/>
[Πρόσβαση 2023].
44. Lynch, P., n.d. *A Simple Model*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.asimplemodel.com/insights/private-equity-types-of-due-diligence>
[Πρόσβαση 2023].
45. Marker, A., 2021. *SmartSheet*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.smartsheet.com/due-diligence-guide>
[Πρόσβαση 2023].
46. Morgan & Westfield, n.d. *Morgan & Westfield*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://morganandwestfield.com/knowledge/due-diligence-checklist/>
[Πρόσβαση 2023].
47. Mukherjee, R., 2018. *iPleaders*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://blog.ipleaders.in/how-to-perform-a-due-diligence/>
[Πρόσβαση 2023].
48. Ness, A., 2014. *Johnsons Corporate*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://johnsonscorporate.com.au/an-overview-of-the-different-types-of-mergers-and-acquisitions/>
49. O'Brien, M., 2022. *Oracle NetSuite*. [Ηλεκτρονικό]

- Available at: <https://www.netsuite.com/portal/resource/articles/financial-management/due-diligence.shtml>
[Πρόσβαση 2023].
50. Patel, K., 2019. *Deal Room Net*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://dealroom.net/faq/due-diligence-process>
[Πρόσβαση 2023].
51. Patel, K., 2021. *DealRoom*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://dealroom.net/blog/how-to-conduct-financial-due-diligence>
[Πρόσβαση 2023].
52. Patel, K., 2022. *DealRoom*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://dealroom.net/blog/acquisition-examples>
[Πρόσβαση 2023].
53. Patel, K., 2023. *DealRoom*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://dealroom.net/blog/types-of-synergies-in-mergers-and-acquisitions-with-examples>
[Πρόσβαση 2023].
54. PracticalLawProperty & David Waterfield, S. a. M., 2021. *Practical Law*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-107-4652>
[Πρόσβαση 2023].
55. Software Equity Group, 2022. *Software Equity Group*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://softwareequity.com/blog/due-diligence-timeline/#due-diligence-timeline>
[Πρόσβαση 2023].
56. Srivastav, A. K., 2018. *Wall Street Mojo*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.wallstreetmojo.com/acquisitions-examples/>
[Πρόσβαση 2023].
57. Statista Research Department on the number of transactions in the United States, 2023. *Statista*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.statista.com/statistics/245977/number-of-munda-deals-in-the-united-states/#:~:text=Published%20by%20Statista%20Research%20Department%2C%20May%2022%2C%202023,18%2C072%2C%20down%20from%2023%2C161%20in%20the%20previous%20year.>
[Πρόσβαση 2023].
58. Statista Research Department, 2023. *Statista*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.statista.com/statistics/408938/value-of-european-merger-and-acquisition-deals/>
[Πρόσβαση 2023].
59. Succession Resource Group, 2022. *Successionresource*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: [https://www.successionresource.com/blog/mergers-and-acquisitions-due-diligence#:~:text=The%20due%20diligence%20phase%20is,or%20acquisition%20\(M%26A\)%20deal.](https://www.successionresource.com/blog/mergers-and-acquisitions-due-diligence#:~:text=The%20due%20diligence%20phase%20is,or%20acquisition%20(M%26A)%20deal.)
[Πρόσβαση 2023].

60. Sweney, M., 2018. *The Guardian*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.theguardian.com/business/2018/may/09/vodafone-strikes-18bn-deal-for-liberty-global-virgin-media-cable-and-broadband-assets>
[Πρόσβαση 2023].
61. The 5 stages of an M&A transaction, 2022. *PWC*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.pwc.com/mt/en/publications/tax-legal/mergers-and-acquisitions-5-stages-of-MA-transaction.html>
[Πρόσβαση 2023].
62. The Editors of Encyclopaedia Britannica on Vodafone, 2023. *Britannica*.
[Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.britannica.com/topic/Vodafone>
[Πρόσβαση 2023].
63. The Takeover Panel, 2023. *The Takeover Panel*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/>
[Πρόσβαση 2023].
64. The Ultimate Guide to Due Diligence in Mergers and acquisitions, 2022. *Legamart*.
[Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://legamart.com/articles/due-diligence-in-mergers-and-acquisitions/#:~:text=Financial%20due%20diligence%20in%20M%26A%2C%20also%20known%20as%20accounting%20due,any%20misunderstandings%20during%20the%20transaction.>
[Πρόσβαση 2023].
65. Tracxn, 2023. *Tracxn*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://tracxn.com/d/acquisitions/acquisitions-by-liberty-global/_h-yzpfILRw7ya67kDBFkyBMRSLUIgxVFhCH0CSLOHWU
[Πρόσβαση 2023].
66. Tripathi, P. T., 2020. *DESKERA*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.deskera.com/blog/due-diligence/>
[Πρόσβαση 2023].
67. U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY - CFIUS, n.d. *U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/the-committee-on-foreign-investment-in-the-united-states-cfius/cfius-overview>
[Πρόσβαση 2023].
68. Veriff, 2022. *Veriff*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.veriff.com/blog/due-diligence-processes-and-phases>
[Πρόσβαση 2023].
69. Vipond, T., n.d. *CFI*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/cim-confidential-information-memorandum/#Who%20Prepares%20The%20Offering%20Memorandum?>
[Πρόσβαση 2023].
70. Vodafone Group Plc on Liberty Global Acquisition, 2018. *Vodafone Group Plc*.
[Ηλεκτρονικό]

- Available at: <https://www.vodafone.com/news/technology-news/vodafone-liberty-global-operations-germany-czech-republic-hungary-romania>
[Πρόσβαση 2023].
71. What is Financial Due Diligence & How To Do It, n.d. *Ansarada*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.ansarada.com/due-diligence/financial>
[Πρόσβαση 2023].
72. Wikipedia contributors for Liberty Global, 2023. *Wikipedia, The Free Encyclopedia*.. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://en.wikipedia.org/wiki/Liberty_Global
[Πρόσβαση 2023].
73. Wikipedia contributors on Delaware General Corporation Law, 2023. *Wikipedia, The Free Encyclopedia*.. [Ηλεκτρονικό]
Available at: https://en.wikipedia.org/wiki/Delaware_General_Corporation_Law
[Πρόσβαση 2023].
74. Wikipedia contributors on Vodafone, 2023. *Wikipedia, The Free Encyclopedia*.. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://en.wikipedia.org/wiki/Vodafone>
[Πρόσβαση 2023].
75. Wood, R., 2018. *Analysys Mason*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.analysismason.com/research/content/articles/vodafone-libertyglobal-acquisition-rdcs0/>
[Πρόσβαση 2023].
76. Βλάμης, Δ., 2019. *Τι είναι το Μοντέλο 5 Δυνάμεων του Porter*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://businessrev.gr/2019/06/30/%cf%84%ce%b9-%ce%b5%ce%af%ce%bd%ce%b1%ce%b9-%cf%84%ce%bf-%ce%bc%ce%bf%ce%bd%cf%84%ce%ad%ce%bb%ce%bf-5-%ce%b4%cf%85%ce%bd%ce%ac%ce%bc%ce%b5%cf%89%ce%bd-%cf%84%ce%bf%cf%85-porter/>
[Πρόσβαση 2023].