

**ΤΕΚΜΗΡΙΑ ΜΕ
ΕΙΔΙΚΑ
ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ**



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ

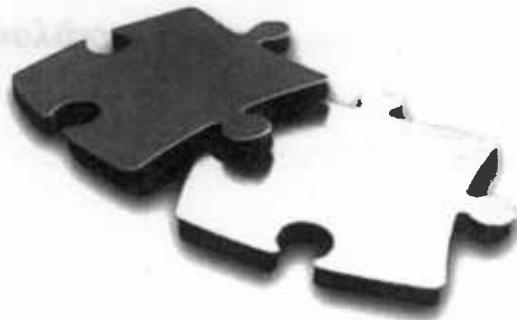
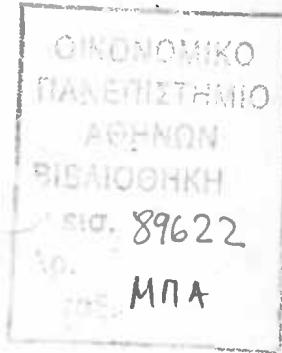
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ



ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και
Πολιτική Ανταγωνισμού



Μπατάνη Νικολέττα

Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση
των απαραιτήτων προϋποθέσεων
για την απόκτηση του
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα
Ιανουάριος, 2008

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΛΑΓΟΣ



Εγκρίνουμε την διατριβή της Μπατάνη Νικολέττας



Ιωάννης Κατσουλάκος

ΟΠΑ



Ευθύμιος Τσιώνας

ΟΠΑ



Περίληψη

Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο την ανάλυση των βασικών διαστάσεων των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Εξετάζονται, συνεπώς, αναλυτικά τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην επιλογή της συγκεκριμένης στρατηγικής, οι συνέπειες που επέρχονται στην δομή της αγοράς, στις επιχειρήσεις και τον ανταγωνισμό, η έκταση του φαινόμενου στον ευρωπαϊκό και ελλαδικό χώρο και τέλος ο ρόλος της Πολιτικής Ανταγωνισμού και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την προστασία του ελεύθερου και αποτελεσματικού ανταγωνισμού.

Συγκεκριμένα, οι συγχωνεύσεις παρακινούνται από διάφορους λόγους. Όπως κάθε κερδοσκοπικός οργανισμός, έτσι και οι επιχειρήσεις που αποφασίζουν να συγχωνευτούν έχουν ως στόχο την μεγιστοποίηση των κερδών τους. Αυτό, λοιπόν, στην εν λόγω στρατηγική, μπορεί να επιτευχθεί κατ' αρχάς με την δημιουργία συνεργιών. Οι συνέργιες είτε αυξάνουν την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης και συνεπώς βελτιώνουν την οικονομική της θέση, είτε δημιουργούν διάφορα άμεσα χρηματοοικονομικά οφέλη. Η αύξηση των ρυθμών ανάπτυξης, η διαφοροποίηση και η μεταβολή της ισχύς των πέντε δυνάμεων του Porter αποτελούν εξίσου σημαντικούς τρόπους για την πραγματοποίηση του γενικότερου στόχου.

Οι επιχειρήσεις αφού διαπιστώσουν την ύπαρξη αρκετών και σημαντικών κινήτρων, πραγματοποιούν την συγχώνευση. Οι επιπτώσεις που επιφέρουν οι συγχωνεύσεις στον ανταγωνισμό, εξαρτώνται από το θεωρητικό υπόδειγμα στο οποίο εντάσσονται και προκύπτουν κυρίως από την μεταβολή της δομής της αγοράς. Ως σημαντικότερες επιπτώσεις μπορούν να ιδωθούν ο συντονισμός των στρατηγικών τιμολόγησης των συγχωνευμένων επιχειρήσεων (εσωτερικός συντονισμός), η αντίδραση των ανταγωνιστών, η επίδραση της ανατροφοδότησης και τέλος οι επιδράσεις στην ισορροπία.

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων έχει παρουσιάσει έντονη κινητικότητα τα τελευταία χρόνια. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, έχουν κοινοποιηθεί 3595 υποθέσεις, από τότε που τέθηκε σε ισχύ ο Κανονισμός Συγχωνεύσεων το Σεπτέμβριο του 1990. Διαχρονικά, σημειώνεται μια τάση αύξησης των συγχωνεύσεων στον ευρωπαϊκό χώρο, ενώ ταυτόχρονα τα τελευταία χρόνια, παρουσιάζεται σημαντική αύξηση στην αξία των συναλλαγών στον ελλαδικό χώρο (114% το 2005) καθώς και αυξημένο ενδιαφέρον για επενδύσεις στο εξωτερικό. Οι ελληνικές επιχειρήσεις επικεντρώνονται στην εδραίωση

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

της παρουσίας τους στο εξωτερικό, ενώ παράλληλα, οι κλάδοι της Τεχνολογίας, των Τηλεπικοινωνιών και των Τραπεζών παρουσιάζουν μεγάλη κινητικότητα.

Οι κοινοποιηθείσες υποθέσεις, εξετάζονται από την Αρμόδια Επιτροπή βάσει συγκεκριμένης μεθοδολογίας με σκοπό την αποδοχή ή απόρριψη τους. Τα βήματα που ακολουθούνται είναι τα εξής: προσδιορισμός των βασικών προτύπων του Κανονισμού Συγχώνευσης, εξέταση των αντίστοιχων νομικών παραγόντων που απαιτούνται, καθορισμός των επηρεασθεισών αγορών, έλεγχος των μεριδίων αγοράς και τέλος προσδιορισμός της “ανταγωνιστικής ζημιάς” και των αντισταθμιστικών παραγόντων. Ο ρόλος της Πολιτικής Ανταγωνισμού και των αρμοδίων Αρχών, συνεπώς, έγκειται στην διασφάλιση της ισορροπίας στην αγορά και την αποτροπή κάθε είδους παραβατικής και αντιανταγωνιστικής συμπεριφοράς.

Συνοψίζοντας, οι συγχωνεύσεις αποτελούν ένα αναπόσπαστο κομμάτι της βιομηχανικής ζωής. Παρά την σημαντική πιθανότητα αποτυχίας της σύμπραξης, οι επιχειρήσεις έχουν αρκετά κίνητρα για να την πραγματοποιήσουν. Οι επιδράσεις, εντούτοις, της συγχώνευσης, μπορεί να περιλαμβάνουν και στοιχεία που δημιουργούν σημαντικά προβλήματα στο αποτελεσματικό ανταγωνισμό. Συνεπώς, η Πολιτική Ανταγωνισμού, η δομή της αγοράς και η συμπεριφορά των επιχειρήσεων μπορούν να συντελέσουν στην ομαλή διεξαγωγή των Σ&Ε και στην διατήρηση της ισορροπίας στην αγορά.



Περιεχόμενα

Εισαγωγή	2
1. Κίνητρα για συγχωνεύσεις.....	6
1.1. Ρητά Κίνητρα	6
1.1.1. Συνέργιες.....	7
1.1.2. Διαφοροποίηση	14
1.1.3. Στασιμότητα-Ρυθμοί ανάπτυξης.....	16
1.1.4. Είσοδος, έξοδος & ένταση ανταγωνισμού / διεθνοποίηση.....	18
1.2. Άρρητα κίνητρα	21
1.2.1. Υπόθεση της ύβρεως.....	21
1.2.2. Αντικατάσταση της διοίκησης	23
2. Επιπτώσεις συγχωνεύσεων: Υποδείγματα ολιγοπωλιακού ανταγωνισμού	24
2.1. Ανταγωνισμός σε τιμές	25
2.1.1. Ολιγοπώλιο & εξάρτηση της τιμής της επιχείρησης από τις τιμές των ανταγωνιστών	26
2.1.2. Επιπτώσεις της συγχώνευσης	29
2.2. Ανταγωνισμός σε ποσότητες	36
2.2.1. Ισορροπία ολιγοπωλίου	39
2.2.2. Επιπτώσεις της συγχώνευσης	42
3. Βασικά στατιστικά στοιχεία υποθέσεων Σ&Ε.....	46
3.1. Βασικά στατιστικά στοιχεία υποθέσεων Σ&Ε στην Ευρωπαϊκή Ένωση	46
3.2. Βασικά στατιστικά στοιχεία υποθέσεων Σ&Ε στην Ελλάδα.....	50
4. Σ&Ε και Ανταγωνισμός: Αξιολόγηση από Αρχές Ανταγωνισμού	68
4.1. Ουσιώδη πρότυπα στον κανονισμό συγχώνευσης.....	68
4.2. Νομικοί παράγοντες που η Επιτροπή πρέπει να εξετάσει	69
4.3. Καθορισμός αγοράς	70
4.4. Έλεγχος μεριδίου αγοράς.....	72
4.5. Θεωρίες ανταγωνιστικής ζημιάς: Οριζόντιες συγχωνεύσεις	73
4.6. Θεωρίες ανταγωνιστικής ζημιάς: Μη-οριζόντιες συγχωνεύσεις	78
4.7. Αντισταθμιστικοί παράγοντες.....	80
Συμπεράσματα	83
Παράρτημα.....	85
Βιβλιογραφία-Αρθρογραφία	96

Εισαγωγή

Οι συγχωνεύσεις, είναι πλέον ευρέως γνωστό, ότι αποτελούν ένα σύνηθες φαινόμενο της οικονομικής ζωής. Για τον λόγο αυτό, δημιουργούνται ποικύλα ερωτήματα τόσο για τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην επιλογή αυτή, όσο και για την θέση που τηρείται από την Πολιτική Ανταγωνισμού και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ώστε να προστατευθεί ο ελεύθερος και αποτελεσματικός ανταγωνισμός.

Η παγκόσμια δραστηριότητα των συγχωνεύσεων ήταν ιδιαίτερα σημαντική κατά την διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας (με αποκορύφωση το 2000 όπου ο όγκος συναλλαγών ξεπέρασε τα 3\$ τρισεκατομμύρια δολάρια), το οποίο αποκαλύπτει ότι η στρατηγική της συγχώνευσης προτιμάται από εναλλακτικές εταιρικές στρατηγικές όπως αυτή της αναδόμησης ή της επέκτασης. Παρά την ύπαρξη αυτής της έντονης κινητικότητας περί των συγχωνεύσεων, δεν υπάρχει ξεκάθαρη ένδειξη ότι οι επιχειρήσεις βελτιώνουν την απόδοση τους μετά την συγχώνευση. Πράγματι, οι δείκτες συχνά αποκαλύπτουν χαμηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με τον κλάδο. Επιπλέον, πολύ ενδιαφέρον παρουσιάζει και το γεγονός ότι οι συγχωνεύσεις εμφανίζονται σε κύματα: ο αριθμός των παρελθουσών συγχωνεύσεων επηρεάζει θετικά τον αριθμό των πρόσφατων συγχωνεύσεων ως το σημείο που ο αριθμός αυτός αρχίζει ομαλά να μειώνεται.

Το κύμα των συγχωνεύσεων που εμφανίστηκε τις αρχές του ενενήντα αποτελεί το λεγόμενο πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων. Το πρώτο, όπως και το δεύτερο έλαβαν χώρα στις Ηνωμένες Πολιτείες το 1887-1904 και 1916-1929 αντίστοιχα. Το τρίτο κύμα συγχωνεύσεων, που χρονολογείται μετά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, γίνεται αντιληπτό και στην Ευρώπη και στον Καναδά, και καλύπτει κατά προσέγγιση την περίοδο από το 1948 έως τα μέσα της δεκαετίας του εβδομήντα. Το τέταρτο κύμα ξεκινά στις αρχές του ογδόντα και ήταν πιο ήπιο στις Ηνωμένες Πολιτείες αλλά ιδιαίτερα σημαντικό στην Ευρώπη.

Το πέμπτο κύμα ήταν ιδιαίτερα αξιοσημείωτο σε όρους μεγέθους και γεωγραφικής διασποράς. Για πρώτη φορά, τόσο οι επιχειρήσεις της ηπειρωτικής Ευρώπης όσο και οι εταιρίες των Ηνωμένων Πολιτειών και του Ηνωμένου Βασιλείου αδημονούσαν να συγχωνευτούν, με αποτέλεσμα η δραστηριότητα των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων (Ε&Σ) στην Ευρώπη να φτάσει σε σημεία παρόμοια με αυτά των Ηνωμένων Πολιτειών. Σύμφωνα με την Thomson Financial Securities, ο συνολικός αριθμός των

Αμερικάνικων και Ευρωπαϊκών συμφωνιών ανήλθε αντίστοιχα σε 119.035 και 116.925 για την δεκαετία του ενενήντα, δηλαδή σχεδόν τέσσερις (Η.Π.Α.) και εννιά (Ευρώπη) φορές μεγαλύτερος από ότι στην διάρκεια του τέταρτου κύματος. Το πέμπτο, αυτό, κύμα είναι εξίσου εντυπωσιακό και σε νομισματικούς όρους, με την συνολική αξία συναλλαγών να φτάνει στα 20\$ τρισεκατομμύρια δολάρια (πέντε φορές μεγαλύτερη από το τέταρτο κύμα).

Από τα μέσα του 2003 η δραστηριότητα των Ε&Σ είναι πολύ έντονη. Αυτό δημιουργεί βάσιμες ενδείξεις ότι μπορεί και να βρισκόμαστε στην απαρχή ενός νέου κύματος. Συνεπώς, θα μπορούσε να θεωρηθεί αναμενόμενο ότι η στρατηγική των συγχωνεύσεων αυξάνει σημαντικά την αξία των επιχειρήσεων και βελτιώνει την παρουσία τους στην αγορά. Εντούτοις, το τρίτο και το τέταρτο κύμα αποδεικνύουν ότι η απόδοση των εταιριών μετά-συγχώνευσης μπορεί να είναι πολύ χαμηλή και ότι σε πολλές περιπτώσεις μειώνεται και η αξία τους. Κατά συνέπεια, για να μπορέσουμε να κατανοήσουμε την συμπεριφορά των επιχειρήσεων θα πρέπει να εξετάσουμε λεπτομερώς τους λόγους που τις οδηγούν σε τέτοιες στρατηγικές, τις επιδράσεις που επιφέρει μια συγχώνευση σε κάθε υπόδειγμα ανταγωνισμού καθώς και τον ρόλο των αρμόδιων αρχών ώστε να διατηρηθεί η ισοροπία στην αγορά. Σε σκοπό, λοιπόν, την κατανόηση της ιστορικής πραγματικότητας αναφορικά με τις συγχωνεύσεις και των κινητήρων δυνάμεων που οδηγούν σε αυτή την συνέχεια, η εργασία έχει δομηθεί ως εξής:

Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζονται και αναλύονται τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην επιλογή τέτοιου είδους στρατηγικών, τα οποία διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες. Ο διαχωρισμός αυτός συντελεί στην καλύτερη ταξινόμηση και συνεπώς στην γρηγορότερη αντίληψη των εννοιών αυτών. Τα κίνητρα, επομένως, μπορεί να είναι ρητά, δηλαδή εκπεφρασμένα ή άρρητα, δηλαδή ανεπίσημα. Τα ρητά κίνητρα αποτελούνται από τους λόγους που σχετίζονται με τον ρυθμό ανάπτυξης και την στασιμότητα της εταιρίας, από τα διάφορα είδη συνεργιών που δημιουργούνται (λειτουργικές, χρηματοοικονομικές) εξαιτίας της συγχώνευσης, από την διαφοροποίηση που προκαλείται καθώς και από τις επιπτώσεις στην είσοδο, την έξοδο και τον ανταγωνισμό. Τα άρρητα κίνητρα, από την άλλη, περιλαμβάνουν την γνωστή και ως “υπόθεση της ύβρεως” και ζητήματα που αφορούν την αντικατάσταση της διοίκησης.

Το δεύτερο κεφάλαιο πραγματεύεται τις επιπτώσεις που επιφέρει μια συγχώνευση, ανάλογα με το θεωρητικό υπόδειγμα στο οποίο εντάσσεται. Συγκεκριμένα,

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

αναλύονται δύο υποδείγματα, ο ανταγωνισμός σε τιμές και ο ανταγωνισμός σε ποσότητες. Μετά από μια γενική περιγραφή των συνθηκών που επικρατούν σε κάθε περίπτωση, ακολουθεί μια εκ νέου περιγραφή της νέας, πλέον, μετά-συγχώνευσης κατάσταση της αγοράς. Τέλος, η παρουσίαση κάθε υποδείγματος ολοκληρώνεται με την απαρίθμηση και τον εκτεταμένο σχολιασμό των επιδράσεων της συγχώνευσης (unilateral & coordinated effects), που εν συντομίᾳ αποτελούν; ο συντονισμός των στρατηγικών τιμολόγησης των συγχωνευμένων επιχειρήσεων, η επίδραση της ανατροφοδότησης και οι επιδράσεις στην ισορροπία.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα βασικά στατιστικά στοιχεία που αφορούν τις Ε&Σ, τα οποία και υποδεικνύουν την έκταση που έχει εκλάβει το φαινόμενο αυτό, εξαιτίας των αιτιών και συνεπειών που αναφέρθηκαν ανωτέρω. Συγκεκριμένα, παρατίθενται αναλυτικά τα στοιχεία των υποθέσεων που εξετάστηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή τα τελευταία 17 χρόνια, και βάσει αυτών διεξάγονται σημαντικά συμπεράσματα για την κίνηση των συγχωνεύσεων καθώς και για την αντιμετώπιση τους από την ΕΕ διαχρονικά. Εν συνεχίᾳ, ακολουθεί μια κλαδική κατανομή των υποθέσεων αυτών, που συντελεί στην ορθότερη κατανόηση των γενικότερων στοιχείων. Το πρώτο μέρος, το οποίο αφορά υποθέσεις που λαμβάνουν χώρα στον ευρύτερο ευρωπαϊκό χώρο, ολοκληρώνεται με την αναλυτική παρουσίαση της χρονιάς με την μεγαλύτερη κινητικότητα σε Ε&Σ στην Ευρώπη. Ακολουθεί εκτεταμένη ανάλυση του ελλαδικού χώρου. Συγκεκριμένα παρουσιάζονται, οι κυριότερες συναλλαγές, οι εταιρικές συναλλαγές και η αξία τους, η γεωγραφική κατανομή των συγχωνεύσεων, οι εταιρίες επιχειρηματικών συναλλαγών και τέλος, οι σημαντικότεροι κλάδοι και οι προοπτικές τους. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα περισσότερα στοιχεία δίδονται και σε μορφή διαγραμμάτων και πινάκων βάσει διαφόρων κριτηρίων, ως αρωγός για την καλύτερη κατανόηση των δεδομένων.

Το τέταρτο κεφάλαιο δίνει βάρος στην σημασία της Πολιτικής Ανταγωνισμού και τον ρόλο της απέναντι στο φαινόμενο των συγχωνεύσεων. Η αρμόδια Επιτροπή πρέπει να διεξάγει μια ουσιαστική ανάλυση όλων των παραγόντων που σχετίζονται με την υπό εξέταση συγχώνευση ώστε να αποφασίσει εάν θα δοθεί έγκριση, θα τεθούν κάποιοι όροι ή θα απαγορευθεί. Η έρευνα αυτή ακολουθεί μια συγκεκριμένη μεθοδολογία, η οποία και περιγράφεται εκτενώς στο κεφάλαιο αυτό. Συνεπώς, μετά τον προσδιορισμό των βασικών προτύπων του Κανονισμού Συγχώνευσης, η Επιτροπή πρέπει να εξετάσει τους αντίστοιχους νομικούς παράγοντες που απαιτούνται, να

καθορίσει τις επηρεασθείσες αγορές, να ελέγξει τα μερίδια αγοράς και τέλος να προσδιορίσει την “ανταγωνιστική ζημιά” και τους αντισταθμιστικούς παράγοντες.

Η εργασία ολοκληρώνεται με την παράθεση διαφόρων σύγχρονων περιπτώσεων Σ&Ε που εξετάσθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή καθώς και τις σχετικές αποφάσεις. Οι υποθέσεις αυτές παρουσιάζονται στο παράτημα.

Επίσημα, η Ευρωπαϊκή Ένωση αναγνωρίζει την ανταγωνιστική ζημιά ως το βασικό κίνητρο της ανταγωνιστικής πολιτικής. Η παραγόμενη γέλος, όμως, δεν αποδίδεται απλά στην παραγωγή αλλά στην ανταγωνιστικότητα της αγοράς. Το παραπάνω δεν σημαίνει ότι τα παραγόμενα αλλά και τα ανταγωνιστικά παραγόμενα αποτελούν από την ίδια σημασία. Επινένεγκει την ανταγωνιστική ζημιά στην παραγωγή σε 43% των ανταγωνιστικών παραγόμενων, αλλά στην ανταγωνιστικότητα στην αγορά σε 50%. Η παραγωγή στην Ευρωπαϊκή Ένωση, από λόγους κοινωνίκης σταθερότητας, δεν αποτελεί την προτίμη ανταγωνιστική ζημιά της παραγωγής.

Επομένως, αυτή η θέση της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την ανταγωνιστική ζημιά, αποτελεί την θέση της ανταγωνιστικότητας στην αγορά. Μέσω της ανταγωνιστικότητας, τα προϊόντα και τα υπηρεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελούν την ανταγωνιστική ζημιά της παραγωγής και της παραγωγής στην αγορά. Η παραγωγή στην Ευρωπαϊκή Ένωση, από λόγους κοινωνίκης σταθερότητας, δεν αποτελεί την προτίμη ανταγωνιστική ζημιά της παραγωγής. Τα λόγοι, ανταγωνιστικής σταθερότητας, που κατέχει την προτίμη ανταγωνιστική ζημιά της παραγωγής στην αγορά, είναι τα παραπάνω που παραπομπής στην παραγωγή στην αγορά.

1.1. Ροτό κίνητρα

Τα παραπάνω κίνητρα αποτελούνται από θεωρητικές και πραγματικές παραγωγές, έμμεσης παραγωγής καθώς και από άλλες παραγωγές. Τα παραπάνω κίνητρα αποτελούνται από παραγωγές που παραπομπής στην παραγωγή στην αγορά, είναι τα παραπάνω που παραπομπής στην παραγωγή στην αγορά.

1. Κίνητρα για Συγχωνεύσεις

Υποστηρίζεται ότι η πλειονότητα των παγκόσμιων επιχειρήσεων υπάρχει για οικονομικούς λόγους, υπό την έννοια ότι προσφέρουν στους ιδιοκτήτες τους κάποιο κέρδος¹. Επομένως, είναι φυσικό επακόλουθο ότι το κέρδος μπορεί να ιδωθεί ως το βασικό κίνητρο που παρακινεί όλες τις επιχειρήσεις. Παραδείγματος χάριν, μια επιχείρηση αποφασίζει να συγχωνευθεί με μια άλλη επιχείρηση που δραστηριοποιείται σε διαφορετική αγορά. Τα κίνητρα που αναφέρονται για την συγχώνευση από την εταιρία μπορεί να είναι η επέκταση της σε μια άλλη αγορά, αλλά κατά συνέπεια, ο λόγος για αυτή την κίνηση είναι για να διατηρήσει ή να αποκτήσει κέρδος. Επομένως, τα οικονομικά κίνητρα υποβόσκουν σε κάθε μια απόφαση που παίρνει μια κερδοσκοπική επιχείρηση, και μπορεί να ιδωθεί ως ένα έμμεσο κίνητρο. Εντούτοις, για λόγους ευκολίας και παράδοσης, διαχωρίζουμε τα διακριτά άμεσα κίνητρα ώστε να διευκρινίσουμε με ποιο τρόπο μπορούν να συνεισφέρουν στα οικονομικά κέρδη της επιχείρησης.

Κατά την διάρκεια της έρευνας του θεωρητικού καθώς και του εμπειρικού υλικού, ένας αρκετά μεγάλος αριθμός διαφορετικών κινήτρων έκαναν την εμφάνιση τους. Διαπιστώνεται ότι αυτά τα επιχειρήματα ανήκουν κυρίως σε δύο κατηγορίες, τα ρητά και τα άρρητα κίνητρα. Τα ρητά, αποτελούν τους λόγους που ουσιαστικά παρουσιάζονται από την διεύθυνση της επιχείρησης, ενώ τα άρρητα αναφέρονται σε λόγους που μπορεί κάποιος να υποπτευθεί, αλλά δεν επιβεβαιώνονται από την διεύθυνση. Για λόγους απλοποίησης της παρουσίασης, τα κίνητρα θα αναλύονται σαν να ανήκουν σε μία από τις δύο κατηγορίες.

1.1. Ρητά κίνητρα

Τα ακόλουθα κίνητρα εντοπίσθηκαν στο θεωρητικό υλικό και κατηγοριοποιήθηκαν ως ρητά, δηλαδή εκπεφρασμένα κίνητρα. Τα κίνητρα παρουσιάζονται χωρίς κάποια συγκεκριμένη σειρά, και συνεπώς κανένα κίνητρο δεν έχει περισσότερη σημασία από κάποιο άλλο.

¹ Larsson Sylvia & Wallenberg Charlotte, “Motives for & evaluation criteria of mergers & acquisitions”, German, January 2002

1.1.1. Συνέργιες

Ο Gaughan² (1991) υποστηρίζει ότι οι συνέργιες είναι, πιθανώς, το πιο κοινό επιχείρημα για την συμμετοχή σε μια συγχώνευση. Ένας γενικός ορισμός είναι ότι $1+1=3$, εννοώντας ότι οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις δεν θα ενώσουν απλά τις δυο εταιρίες σε μια, αλλά θα προσθέσουν και κάτι επιπλέον στην νέα επιχείρηση. Ο Gaughan ορίζει την συνέργια ως την ικανότητα να κατασταθεί μια εταιρική ένωση πιο επικερδής από όσο είναι οι δύο ανεξάρτητες επιχειρήσεις. Παρόμοια, ο Sirower (1997) θεωρεί ότι η συνέργια είναι αυξήσεις στην ανταγωνιστικότητα και επιπρόσθετες ταμειακές ροές από αυτές που θα προσδοκούσαν να επιτύχουν οι επιχειρήσεις αν δραστηριοποιούνταν ανεξάρτητα. Υπάρχουν πολλοί τρόποι για να επιτευχθούν οι επιδράσεις τις συνέργιας. Σύμφωνα με τον Gaughan (1991), υπάρχουν δύο κύρια είδη συνεργιών, οι λειτουργικές και οι χρηματοοικονομικές. Οι πρώτες συνεπάγονται οφέλη λόγω αποτελεσματικότητας, που συχνά είναι απόρροια μιας οριζόντιας ή κάθετης συγχώνευσης. Οι δεύτερες περιλαμβάνουν, σε γενικές γραμμές, τα μειωμένα κόστη κεφαλαίου που μπορούν να προκύψουν με την ένωση δύο ή περισσοτέρων εταιριών.

Πριν προχωρήσουμε στην εκτενέστερη ανάλυση των δύο αυτών ειδών κινήτρων, αξίζει να αναφερθούμε στον τρόπο που μια συγχώνευση μπορεί να στεφθεί με επιτυχία όσον αφορά την συνέργια. Προκειμένου, λοιπόν, η συγχώνευση να είναι επιτυχημένη, τέσσερις ακρογωνιαίοι λίθοι της συνέργιας πρέπει να εξετασθούν. Αυτοί είναι, το στρατηγικό όραμα, η δύναμη και η κουλτούρα, οι λειτουργικές συνέργιες, και τα συστήματα ολοκλήρωσης. Μια ελλιπής κατανόηση αυτών των στοιχείων θα βλάψει σοβαρά τις συμβαλλόμενες επιχειρήσεις. Υπάρχουν πολλές δυσκολίες που σχετίζονται με την επίτευξη αυτή, και η κυριότερη είναι, αυτό που αποκαλεί ο Sirower “παγίδα της συνέργιας”. Πρώτον, ουσιαστικά αφήνει τις επιχειρήσεις που πρόκειται να συγχωνευτούν με δυο βασικά προβλήματα: να εκπληρώσουν τους στόχους επίδοσης που η αγορά ήδη αναμένει, καθώς και να εκπληρώσουν ακόμη υψηλότερους στόχους που υπονοούνται από το πριμ της συγχώνευσης. Δεύτερον, δεν περιλαμβάνονται δοκιμές ή λάθη. Η συγχώνευση αποτελεί μια μη αναστρέψιμη κατάσταση, κατά γενική ομολογία. Τρίτον, μόλις ξεκινήσει η διαδικασία ολοκλήρωσης, μια “φθίνουσα” συγχώνευση

² Larsson Sylvia & Wallenberg Charlotte, “Motives for & evaluation criteria of mergers & acquisitions”, German, January 2002

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

μπορεί να αποβεί εξαιρετικά δαπανηρή. Οι συνεργατικές συμπεριφορές επιτυγχάνονται όταν η συγχωνευμένη οντότητα είναι ικανή να περιορίσει την δυνατότητα των αντιπάλων της να ανταγωνιστούν στην τρέχουσα αγορά εισροών, διαδικασιών και εκροών, ή όταν η συγχωνευμένη οντότητα είναι ικανή να δημιουργήσει νέες αγορές και/ή να παρέμβει στις αγορές των ανταγωνιστών όπου αυτοί δεν είναι ικανοί να ανταποκριθούν.

1.1.1.1. Λειτουργικές Συνεργίες – Οφέλη λόγω αποτελεσματικότητας

Τα οφέλη λόγω αποτελεσματικότητας³ μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές και να επιτευχθούν βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα. Οφέλη λόγω αποτελεσματικότητας είναι:

1.1.1.1.1. Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος

Ένα κίνητρο που οδηγεί τις επιχειρήσεις στην συγχώνευση είναι δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος που εμφανίζονται σε επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους. Οι οικονομίες κλίμακας μεταφράζονται σε οικονομική αξία, μέσω του αυξημένου μεγέθους και της αυξημένης παραγωγικής ικανότητας, την οποία αποκτά η επιχείρηση για το χαρτοφυλάκιο των αγαθών και υπηρεσιών της⁴. Επιπλέον, σε μακροχρόνιο επίπεδο, επιτυγχάνεται αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης σε επίπεδο τόσο κλάδου, όσο και αγοράς, ενώ ταυτόχρονα η επιχείρηση αυξάνει τη διαπραγματευτική της ικανότητα σε επίπεδο προμηθειών ενδιαμέσων υποπροϊόντων. Με αυτό τον τρόπο, η επιχείρηση επιτυγχάνει τη μείωση του λειτουργικού της κόστους με παράλληλη αύξηση των περιθωρίων κέρδους της. Αντίστοιχα, οι οικονομίες φάσματος επιτρέπουν στην επιχείρηση να κινηθεί σε νέες “κατευθύνσεις” προϊόντων και σε νέους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Συνεπώς, η επιχείρηση επεκτείνει το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της, καλύπτοντας ολοένα και μεγαλύτερο μέρος (φάσμα) των καταναλωτικών αναγκών μιας οικονομίας, ενώ ταυτόχρονα εισέρχεται σε νέες αγορές αυξάνοντας έτσι το ρυθμό ανάπτυξής της και μειώνοντας την εξάρτησή της από συγκεκριμένες αγορές και προμηθευτές.

³ Ivaldi Marc, Jullien Bruno, Rey Patrick, Seabright Paul, Tirole Jean, “The economics of unilateral effects”, France, November 2003

⁴ Γεωργακοπούλου Ν. Βασιλική, “Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις & συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις”, Μάρτιος 2000



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

1.1.1.1.2. Ορθολογικότητα μέσω της αναδιανομής των πόρων και της παραγωγής

Οι πόροι είναι άνισα κατανεμημένοι στις επιχειρήσεις (Barney, 1991) και η αλληλεπίδραση τους στις συγχωνευμένες εταιρίες αποτελεί σημαντικό κίνητρο για την ολοκλήρωση, διότι μπορεί να δημιουργήσει αξία είτε μέσω της αντιμετώπισης των ασυμμετριών στην πληροφόρηση, είτε μέσω του συνδυασμού των σπάνιων πόρων⁵. Η αναδιανομή των πόρων αυτών, θα οδηγήσει και στην αναδιανομή της παραγωγής με τρόπο, ώστε να την καταστήσει αποτελεσματικότερη και αποδοτικότερη.

1.1.1.1.3. Αποτελεσματικό marketing, E&A, καινοτομία και επενδύσεις

Σύμφωνα με την έρευνα του Cassiman, ο αντίκτυπος των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών στην E&A&K (Έρευνα ~~Α~~ Ανάπτυξη και Καινοτομία) εξαρτάται από τις τεχνολογικές ομοιότητες που υπάρχουν ανάμεσα στις εταιρίες που εμπλέκονται σε μια συγκεκριμένη συγχώνευση ή εξαγορά, καθώς και από τις ομοιότητες των αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται. “Στις Συγχωνεύσεις & Εξαγορές, η επίτευξη καινοτομιών περιλαμβάνει μια λεπτομερή κατανόηση της επίδρασης της διαδικασίας ολοκλήρωσης καθώς και του ρόλου που διαδραματίζουν οι ομοιότητες (που διακρίνουν τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις) των τεχνολογιών και των αγορών”, κατά τα λεγόμενα του Cassiman. Όταν δύο επιχειρήσεις εστιάζονται στα ίδια τεχνολογικά πεδία, η συγχώνευση θα οδηγήσει σε ορθολογισμό της διαδικασίας E&A&K⁶. Εντούτοις, οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε συμπληρωματικά πεδία τεχνολογίας “έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να επιτύχουν πολυποίκιλες συνέργιες και οικονομίες στην E&A&K ως άμεσο αποτέλεσμα της συγχώνευσης”.

Εν αντιθέσει, όταν οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε παρόμοιες αγορές, μπορούν χρησιμοποιήσουν τις Εξαγορές & Συγχωνεύσεις “για να κερδίσουν μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά, και για να δημιουργήσουν οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή ή/και στην διανομή”, σύμφωνα πάλι με τον Cassiman. Αντές οι μεταβολές επηρεάζουν την διαδικασία πραγματοποίησης καινοτομιών⁷. Περίπου με τον ίδιο τρόπο, οι μακροχρόνιες οικονομίες στο marketing και στην διαφοροποίηση του προϊόντος οδηγούν σε μεγαλύτερες αποτελεσματικότητες στην διαδικασία E&A, ενώ εμμέσως “τονώνουν” τις

⁵ Deloitte, “The secrets of successful mergers”, USA, 2003

⁶ Stewart John F. & Harris Robert S. & Carleton Willard T., “The role of market structure in merger behaviour”, March 1984

⁷ Universia Knowledge Wharton, “Will mergers & acquisitions be beneficial or harmful to innovation?”, Spain, March 2006



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

δραστηριότητες E&A. Επιπροσθέτως, “η αυξανόμενη δύναμη στην αγορά ενός προϊόντος, έχει θετικό αντίκτυπο στην έρευνα, αν και δεν υπάρχει ομοφωνία μεταξύ των ερευνητών για το εάν αυτό οδηγεί σε μεγαλύτερη ή μικρότερη δραστηριότητα της E&A”.

1.1.1.4. Απόκτηση αποκλειστικής τεχνολογικής γνώσης αλλά και ειδικών επιχειρηματικών ικανοτήτων – δεξιοτήτων.

Επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, λόγω της άμεσης επαφής μεταξύ των διοικητικών στελεχών αναπτύσσουν ένα “ομαδικό κεφάλαιο” (team capital) σημαντικής δυναμικής, το οποίο η μεγάλη επιχείρηση λόγω του μεγέθους της δεν μπορεί να το επιτύχει⁸. Συνεπώς με την συγχώνευση μιας εταιρίας με κάποια μικρού μεγέθους επιχείρηση μπορεί να επιτευχθεί το ανωτέρω. Επιπλέον, συγχώνευση σημαίνει συνδυασμός της τεχνογνωσίας, και των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας. Αυτό οδηγεί σε σημαντικές συμπληρωματικότητες για τα συμβαλλόμενα μέρη, και κατ’επέκταση μείωση του οριακού τους κόστους. Η μείωση αυτή θα προέλθει από την εφαρμογή της τεχνογνωσίας της μιας επιχείρησης στις δραστηριότητες της άλλης. Η ακριβής μέθοδος με την οποία η τεχνογνωσία θα επιφέρει μείωση του κόστους είναι αβέβαιη, αλλά η πιθανότητα της μείωσης αυτής, είναι απόλυτα προβλέψιμη εκ των προτέρων.

1.1.1.5. Επαναπροσδιορισμός της γραμμής παραγωγής

Σύμφωνα με τον Porter, οι πιο επιτυχημένες Συγχωνεύσεις & Εξαγορές περιλαμβάνουν “συμπλήρωση των κενών”. Ένας τρόπος να επιτευχθεί αυτό, είναι η συγχώνευση δυο εταιριών εκ των οποίων η μια θα ενισχύσει την γραμμή παραγωγής της άλλης ή θα της επεκτείνει τα όρια⁹. Συνεπώς, αυτός ο λόγος αποτελεί ένα πολύ σημαντικό κίνητρο για τις επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν δυσκολίες ή ανεπάρκειες στην παραγωγική τους διαδικασία.

1.1.1.6. Μακροχρόνια ενδυνάμωση της επιχείρησης

Η μακροχρόνια ενδυνάμωση της επιχείρησης είναι αποτέλεσμα της μειωμένης έντασης του ανταγωνισμού που αναπτύσσεται σε έναν κλάδο. Σε μια αγορά ολιγοπωλιακής διάρθρωσης δύο σημαντικοί “παίκτες” έχουν συμφέρον να ενώσουν τις δυνάμεις τους,

⁸ Γεωργιάδης Ηρ. Νικόλαος, “Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: Εταιρική στρατηγική”, Δεκέμβριος 1999

⁹ Sherman Andrew J., “What drives the urge to merge: Motivation”, May 2001

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

παρά να αναλωθούν σε έναν πόλεμο μεταξύ τους, ο οποίος πιθανόν να μην οδηγήσει σε κάποιο τελικό νικητή, μέσω της μείωσης των τιμών των τελικών προϊόντων¹⁰.

1.1.1.7. Μείωση μεταβλητότητας – κινδύνου επιθετικής εξαγοράς

Οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρο να δημιουργούν μεγάλους πολυυσχιδείς επιχειρηματικούς ομίλους, οι οποίοι θα είναι ικανοί να ανταποκριθούν σε νέες μελλοντικές Εξαγορές & Συγχωνεύσεις. Με αυτόν τον τρόπο, οι επιχειρήσεις ανταποκρίνονται στις συνεχώς αυξανόμενες συνθήκες ανταγωνισμού, ενώ παράλληλα είναι σε θέση να διαχειριστούν καταστάσεις ανεπιθύμητων προτάσεων συνεργασίας / επιθετικής εξαγοράς¹¹ (από άλλη επιχείρηση ανταγωνιστή). Με τον τρόπο αυτό, η επιχείρηση ουσιαστικά επιτυγχάνει τη μείωση της μεταβλητότητας – κινδύνου σε μια αθέλητη εξαγορά.

1.1.1.8. Μείωση της διαπραγματευτικής δύναμης των προμηθευτών και των αγοραστών

Το γνωστό ανταγωνιστικό μοντέλο των πέντε δυνάμεων του Porter (de Wit & Meyer, 1998) υποστηρίζει ότι υπάρχουν πέντε στοιχεία που απειλούν την λειτουργία μιας επιχείρησης¹². Αυτά τα στοιχεία είναι η ένταση του ανταγωνισμού, η απειλή εισόδου νέων ανταγωνιστών, η απειλή από υποκατάστata και η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών και των αγοραστών. Όλα αυτά, συνεπώς, μπορούν να αποτελέσουν επαρκή κίνητρα για συγχωνεύσεις. Σε αυτό το σημείο θα αναφερθούμε μόνο στην τελευταία δύναμη (οι υπόλοιπες αναλύονται στην συνέχεια). Με σκοπό να μειώσουν, λοιπόν, οι επιχειρήσεις την διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών και των αγοραστών, συγχωνεύονται κάθετα. Με αυτή τους την κίνηση, η νέα επιχείρηση που θα δημιουργήσουν θα είναι σε θέση να επηρεάσει τις τιμές των εισροών και των εκροών, καθώς επίσης και να προστατεύσει περαιτέρω την εισροή των πόρων από τους προμηθευτές.

1.1.1.9. Μείωση της εξάρτησης από περιβαλλοντικές επιδράσεις

Ο Alarik (1982) υποστηρίζει ότι οι περιβαλλοντικές αλλαγές μπορεί να οδηγήσουν σε διαφοροποιημένες σχέσεις με τους προμηθευτές και τους αγοραστές, που μπορούν με την σειρά τους να οδηγήσουν σε χαμηλότερη εξωτερική αποτελεσματικότητα. Εάν η ροή

¹⁰ Γεωργιάδης Ηρ. Νικόλαος, “Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: Εταιρική στρατηγική”, Δεκέμβριος 1999

¹¹ Shrieves Ronald E. & Stevens Donald L., “Bankruptcy avoidance as a motive for merger”, September 1979

¹² Larsson Sylvia & Wallenberg Charlotte, “Motives for & evaluation criteria of mergers & acquisitions”, German, January 2002

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

των πόρων είναι ασταθής, μπορεί να απειληθεί ακόμα και η ίδια η ύπαρξη των εταιριών, ενώ οι βασικές σχέσεις εξάρτησης τους μπορεί να μεταβληθούν. Αυτό αποτελεί ένα σημαντικό κίνητρο για να συγχωνευθούν κάθετα οι επιχειρήσεις. Οι κάθετες ολοκληρώσεις αποτελούν ένα τρόπο με τον οποίο μειώνεται η συμβιοτική εξάρτηση. Σύμφωνα με τον Gaughan (1991), η κάθετη ολοκλήρωση περιλαμβάνει συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που είναι πιο κοντά στους πόρους της προμήθειας ή στον τελικό καταναλωτή. Ένα από τα κύρια οφέλη της προς τα πίσω ολοκλήρωσης είναι η ενισχυμένη πρόσβαση στις εξαρτημένες πηγές προμήθειας. Μέσω των σχέσεων με τον προμηθευτή, η επιχείρηση μπορεί να κερδίσει προτεραιότητα στην πρόσβαση σε μια εισροή η οποία θα δημιουργείται με βάση τις προδιαγραφές που θα δίνει η μητρική εταιρία. Συνεπώς οι επιχειρήσεις που ολοκληρώνονται προς τα πίσω απολαμβάνουν ένα σημαντικό επίπεδο ασφάλειας από τις διάφορες ανεξέλεγκτες περιβαλλοντικές επιδράσεις.

1.1.1.2. Χρηματοοικονομικές συνέργιες

Οι χρηματοοικονομικές συνέργιες αποτελούν τα κίνητρα που σχετίζονται με τα οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης. Συνήθως έχουν βραχυπρόθεσμο ή μεσοπρόθεσμο ορίζοντα πραγμάτωσης, και είναι τα εξής:

1.1.1.2.1. Αύξηση κερδών ανά μετοχή (Earnings Per Share, EPS)

Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την αύξηση της τιμής της μετοχής και τη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους. Αυτό βέβαια, προϋποθέτει την συγχώνευση δύο μεγάλων ανταγωνιστών ώστε να αυξηθεί η δυνατότητα τους να θέτουν τιμές, και κατ'επέκταση να δημιουργούν μεγαλύτερους δείκτες¹³.

1.1.1.2.2. Μείωση του δείκτη P/E

Ο δείκτης P/E, πολλαπλασιαστής των κερδών της επιχείρησης, είναι ένας ευρέως διαδεδομένος χρηματοοικονομικός δείκτης¹⁴. Η “χρηστική” αξία του εν λόγω δείκτη, εντοπίζεται στο γεγονός ότι παριστάνει το “premium”, το οποίο είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να πληρώσει για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις Εξαγορών & Συγχωνεύσεων, το δυναμικό κίνητρο

¹³ Fluck Zsuzsanna & Lynch Anthony W., “A theory of financial synergy”, New York, January 2000

¹⁴ Sherman Andrew J., “What drives the urge to merge: Motivation”, May 2001



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

είναι η μείωση του δείκτη P/E της εξαγοράστριας εταιρίας, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας.

1.1.1.2.3. Συνέργιες σε θέματα ρευστότητας

Οι συνέργιες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας οφεύλονται στο γεγονός ότι πολλές επιχειρήσεις οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα σε δείκτες ρευστότητας επιδιώκουν τη συνένωση με κάποια εταιρία, η οποία διαθέτει μια πιο “υγιή” χρηματοοικονομική διάρθρωση.

1.1.1.2.4. Μείωση κόστους κεφαλαίου/ αστάθειας ταμειακών ροών – χρηματοοικονομικές οικονομίες φάσματος

Σύμφωνα με τον Gaughan (1991), εάν οι χρηματοοικονομικές συνέργιες αποτελούν ένα κίνητρο για συγχώνευση, το κόστος κεφαλαίου πρέπει να είναι χαμηλότερο μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Εάν η συγχώνευση μειώνει την αστάθεια των ταμειακών ροών, οι κεφαλαιακοί επενδυτές θα θεωρήσουν την επιχείρηση λιγότερο επικίνδυνη. Η μεγάλη ταλάντευση στις ταμειακές ροές των συγχωνευμένων επιχειρήσεων θα είναι λιγότερη πιθανή και ο κίνδυνος πτώχευσης θα μειωθεί. Η λειτουργία με υψηλότερη δυναμικότητα, μέσω ενός από κοινού συστήματος διανομής μπορεί να μειώσει το κόστος παραγωγής. Οι χρηματοοικονομικές οικονομίες κλίμακας είναι επίσης επιτεύξιμες υπό την μορφή χαμηλότερου πληθωρισμού και δαπανών μεταφοράς¹⁵.

1.1.1.2.5. Φορολογικά οφέλη

Μια κερδοφόρα επιχείρηση μπορεί να εξαγοράσει μια ζημιογόνη εταιρία, για να χρησιμοποιήσει τις απώλειες της εταιρίας στόχου προς όφελος της με το να μειώσει τις φορολογικές της υποχρεώσεις. Στις Ηνωμένες Πολιτείες και σε πολλές άλλες χώρες, έχουν τεθεί κανόνες για να περιορίσουν την δυνατότητα των κερδοφόρων επιχειρήσεων να αγοράζουν ζημιογόνες εταιρίες, μειώνοντας κατά αυτόν τον τρόπο το φορολογικό κίνητρο της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Φορολογικά οφέλη όμως, μπορεί να προκύπτουν και λόγω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών, ή λόγω της αύξησης του ορίου των αποθεματικών, ή λόγω ενός συνδυασμού των δύο προαναφερθέντων¹⁶.

¹⁵ Maloney Michael T. & McCormick Robert E., “Excess capacity, cyclical production and merger motives: Some evidence from the capital markets”, Clemson University, October 1988

¹⁶ Breen Denis A., “The potential for tax gain as a merger motive: a survey of current knowledge and research opportunities”, July 1987

1.1.1.2.6. Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης

Η αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου, πλέον, ισολογισμού οδηγεί σε μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τόσο οι μέτοχοι, όσο και οι δανειστές της επιχείρησης¹⁷ (προμηθευτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, κ.ά.).

1.1.1.2.7. Μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος

Μια επιχείρηση που μπορεί να έχει έντονη δανειοληπτική δραστηριότητα στην πάνω αγορά, μπορεί να αποφασίσει να ολοκληρωθεί κάθετα με την εταιρία προμηθευτή και έτσι να βελτιώσει την εικόνα του συνολικού δανεισμού της, με παράλληλη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο¹⁸.

1.1.2. Διαφοροποίηση

Σύμφωνα με τον Kotle¹⁹ (1999), κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και στις αρχές του 1980 το κύριο μέλημα των στρατηγικών σχεδιαστών ήταν η επέκταση. Το μεγάλο ήταν ωραίο και τελικά όλοι ήθελαν να γίνουν μεγαλύτεροι και να αναπτύσσονται ταχύτερα μέσω της διεύρυνσης των επιχειρησιακών χαρτοφυλακίων τους. Οι επιχειρήσεις απομύζησαν τις βασικές τους δραστηριότητες ώστε να βρουν μετρητά, τα οποία και χρειάζονταν για να αποκτήσουν θελκτικές επιχειρήσεις σε πιο ελκυστικές βιομηχανίες. Συνεπώς, πολλές εταιρίες διογκώθηκαν σε τεράστια συγκροτήματα επιχειρήσεων, που μερικές φορές περιείχαν εκατοντάδες ασυσχέτιστα προϊόντα και δραστηριότητες. Η διαχείριση αυτών των ανάμεικτων επιχειρήσεων αποδείχθηκε επύπονη και τα διευθυντικά στελέχη κατάλαβαν ότι είναι δύσκολο να διαχειρίζονται εταιρίες για τις οποίες γνώριζαν ελάχιστα. Πολλές νεοαποκτηθείσες επιχειρήσεις αποτελματώθηκαν εξαιτίας των πολλών επιπέδων της εταιρικής διαχείρισης και των αυξημένων διοικητικών δαπανών. Εν τω μεταξύ, οι επικερδής κεντρικές εταιρίες που είχαν χρηματοδοτήσει τις εξαγορές έσβησαν λόγω της έλλειψης επενδύσεων και προσοχής της διαχείρισης.

Μέχρι τα μέσα του 1980, σύμφωνα με τον Kotler, ο πυρετός των συγχωνεύσεων έδωσε την θέση του σε μια νέα φιλοσοφία, την επιστροφή στα βασικά. Αυτό συνεπάγονταν τον

¹⁷ Aloke Ghosh & Prem Jain C., “Financial leverage changes associated with corporated mergers”, New York, November 2001

¹⁸ Aloke Ghosh & Prem C. Jain, “Financial leverage changes associated with corporated mergers”, New York, November 2001

¹⁹ Ivaldi Marc & Jullien Bruno & Rey Patrick & Seabright Paul & Tirole Jean, “The economics of unilateral effects”, France, November 2003

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

περιορισμό του πεδίου εστίασης στην αγορά της επιχείρησης, και την επιστροφή στην ιδέα της δραστηριοποίησης σε μια ή λίγες βιομηχανίες, που η επιχείρηση γνωρίζει καλά. Η επιχείρηση απέσχισε τα τμήματα που δεν ταίριαζαν στο περιορισμένο πεδίο εστίασης της, και αναδημιουργήθηκε με άλλες δραστηριότητες που ικανοποιούσαν τον στόχο της. Το αποτέλεσμα είναι μια πιο μικρή και πιο συγκεντρωμένη επιχείρηση, ένας ισχυρότερος σχηματισμός που εξυπηρετεί λιγότερες αγορές, αλλά που τις εξυπηρετεί πολύ καλύτερα. Πολλές επιχειρήσεις σήμερα, έχουν συμπεράνει ότι οι γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις σε θελκτικές βιομηχανίες δεν αποτελούν καλές επενδύσεις εάν εξαπλώνουν τους πόρους της εταιρίας πάρα πολύ ή εάν τα διευθυντικά στελέχη δεν μπορούν να τις λειτουργήσουν κατάλληλα²⁰.

Ο Sudarsanam (1995) δηλώνει ότι η διαφοροποίηση γενικά ορίζεται ως η δημιουργία της ικανότητας της επιχείρησης να πουλάει νέα προϊόντα σε νέες αγορές. Αυτό υπονοεί ότι η επιχείρηση στόχος σε μια συγχώνευση ασχολείται με μια δραστηριότητα ασυσχέτιστη με αυτή της άλλης επιχείρησης. Αρκετοί συγγραφείς συγκρίνουν τα πραγματοποιηθέντα οφέλη των εταιριών με αυτά που θα πραγματοποιούσαν αν διαφοροποιούσαν το χαρτοφυλάκιο τους. Ο Gaughan (1991), για παράδειγμα, υποστηρίζει ότι το “να βάζεις όλα τα αυγά σου σε ένα καλάθι” μπορεί να μην είναι πάντα συνετό, ανεξάρτητα από το αν τα αυγά αναφέρονται στο χαρτοφυλάκιο ή στις επιχειρήσεις. Ο παράγοντας διαφοροποίηση ήταν μια από τις κύριες αιτίες του τρίτου κύματος συγχωνεύσεων και εξαγορών, την εποχή των συγκροτημάτων επιχειρήσεων, στα τέλη του 1960. Όπως συνέβη, πολλές εταιρίες επεδίωξαν να αγοράσουν άλλες επιχειρήσεις παρά να επεκτείνουν τον οργανισμό εσωτερικά. Προφανώς, η εξωτερική επέκταση κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου διευκολύνθηκε από κάποιες οικονομικές τεχνικές που, προς στιγμήν, αύξαναν την τιμή των αποθεμάτων της εξαγοράζουσας εταιρίας, ενώ μόνο λίγη αξία προστίθεντο από την πραγματική συναλλαγή.

Υποστηρίζεται ότι η διαφοροποίηση μπορεί, επίσης, να αποτελεί την λύση σε αυτό που ο Porter περιγράφει ως απειλή από υποκατάστata. Σύμφωνα με τους de Wit & Meyer (1998), αυτό είναι το φαινόμενο κατά το οποίο μια επιχείρηση σε μια συγκεκριμένη βιομηχανία κινδυνεύει να χάσει τους πελάτες της λόγω της μεταπήδησης τους σε υποκατάστata προϊόnta. Θεωρείται ότι αν μια επιχείρηση είναι ικανή να διαισθανθεί την

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

απειλή, μια λύση μπορεί να είναι να προτείνει μια συγχώνευση στην εταιρία με τα υποκατάστata, και κατά συνέπεια να διασφαλίσει την θέση της στην αγορά. Αυτό οδηγεί σε μια διεύρυνση του αρχικά απειλούμενου χαρτοφυλακίου της επιχείρησης, υπό την έννοια ότι νέα προϊόντα προστίθενται στην αρχική σειρά προϊόντων.

Εντούτοις, υπάρχει έντονος σκεπτικισμός για αυτό το είδος στρατηγικής, κυρίως για δυο λόγους. Ο Gaughan (1991) υποστηρίζει ότι οι πρώτες αμφιβολίες εκφράστηκαν κατά την διάρκεια της περιόδου της διάσπασης των μεγάλων συγκροτημάτων επιχειρήσεων, που ακολούθησε την εποχή της ύπαρξης τέτοιου είδους επιχειρήσεων, οι οποίες καταδεικνύουν την αβεβαιότητα όσον αφορά την αναμενόμενη αξία της διαφοροποίησης που βασίσθηκε στην επέκταση. Επιπλέον, δηλώνει ότι η διαφοροποίηση του “χαρτοφυλακίου”, που περιλαμβάνει ολόκληρη την εταιρία, χάνει κάποια από την αίγλη του. Αυτό αποτελεί ένα βασικό σημείο. Η επιχείρηση που έχει δημιουργήσει ένα γνωστό και αξιόλογο εμπορικό σήμα διατρέχει τον κίνδυνο να χάσει κάποια από την καλή της φήμη εάν συνδεθεί με την “λάθος” εταιρία.

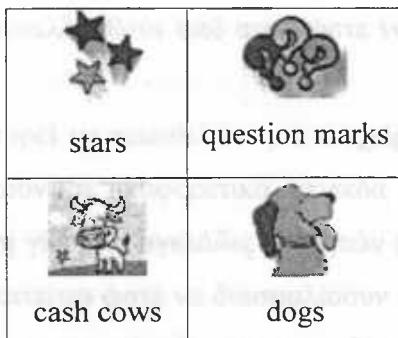
1.1.3. Στασιμότητα – Ρυθμοί ανάπτυξης

Η στασιμότητα, που ορίζεται ως ένας μη ικανοποιητικός ρυθμός ανάπτυξης, είναι πιθανό να εμφανιστεί όταν μια βιομηχανία φτάνει στο στάδιο της ωρίμανσης, σύμφωνα με τον Alarik (1982). Ο σκοπός είναι, συνεπώς, να επιτευχθεί μια εκ νέου ανάπτυξη. Η συγχώνευση συχνά χρησιμοποιείται ως μια αμυντική στρατηγική σε περιόδους στασιμότητας και άσχημης κερδοφορίας²¹. Ο αυξημένος ανταγωνισμός αναγκάζει πολλά διευθυντικά στελέχη να εγκαταλείψουν την αυτονομία και να ενώσουν τις δυνάμεις τους με άλλους, ώστε να είναι ικανοί να υπερασπιστούν τους εαυτούς τους. Οι περισσότεροι πόροι και τα αυξημένα μερίδια αγοράς προσφέρουν στις εταιρίες μια πιο ισχυρή θέση στην αγορά καθώς και αυξημένες εξωτερικές αποτελεσματικότητες. Σε αυτό το σημείο θα ήταν εύστοχο να παρουσιαστούν οι υποκείμενες δυνάμεις του κινήτρου της στασιμότητας με την βοήθεια του γνωστού πίνακα Boston Consulting Group (BCG). Αυτό το υπόδειγμα, σύμφωνα με τον Kotler (1999), συσχετίζει τον ρυθμό ανάπτυξης της αγοράς, ως ένα μέτρο της ελκυστικότητας της αγοράς, με το σχετικό μερίδιο αγοράς, το οποίο δηλώνει την δύναμη της επιχείρησης στην αγορά.

²¹ Larsson Sylvia & Wallenberg Charlotte, “Motives for & evaluation criteria of mergers & acquisitions”, German, January 2002



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού



Boston Consulting Group

Ο Kotler (1999) εξηγεί ότι τα αστέρια (stars) στο άνω αριστερό τετράγωνο έχουν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης αλλά και μερίδιο αγοράς. Απαιτούν μεγάλες επενδύσεις ώστε να χρηματοδοτήσουν την ταχύτατη ανάπτυξη, και όταν οι ρυθμοί ανάπτυξης πέσουν, τα αστέρια μετατρέπονται σε αγελάδες μετρητών (cash cows). Αυτές βρίσκονται στο κάτω αριστερό τετράγωνο και είναι συνδεδεμένες με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και υψηλό μερίδιο αγοράς. Τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες των αγελάδων μετρητών είναι καθιερωμένα και δεν χρειάζονται ιδιαίτερες επενδύσεις για να διατηρήσουν το μερίδιο αγοράς τους. Ο συμβολισμός του ονόματος τους είναι προφανής, η αγελάδα μετρητών έχει “αρμεχθεί” όσο περισσότερο γίνεται. Οι αγελάδες, με τα υψηλά μερίδια αγοράς τους και τις μικρές απαιτήσεις για επένδυση, παρέχουν στην επιχείρηση τα κεφάλαια με τα οποία θα πληρώσει τις υποχρεώσεις της και θα χρηματοδοτήσει επενδύσεις σε άλλα προϊόντα. Τα ερωτηματικά (question marks) θα τα βρούμε στο άνω δεξιό τετράγωνο και εκπροσωπούν τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες που απαιτούν μεγάλες επενδύσεις ώστε να γίνουν, πιθανώς, αστέρια, ή απλά να κρατήσουν το παρόν μερίδιο αγοράς τους. Ο ρυθμός ανάπτυξης της αγοράς είναι υψηλός, ενώ το μερίδιο αγοράς είναι σχετικά μικρό. Οι επιχειρήσεις πρέπει να εξετάσουν εάν αξίζει να προσπαθούν να μετατρέψουν το ερωτηματικό σε αστέρι ή, εάν είναι προτιμότερο, να διακόψουν τις επενδύσεις σε αυτό και να το αφήσουν να σβήσει. Τέλος, στο κάτω δεξιό τετράγωνο βρίσκονται τα σκυλιά (dogs). Αυτά χαρακτηρίζονται από χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και μικρά μερίδια αγοράς. Οι σκύλοι συνήθως κερδίζουν αρκετά ώστε να διατηρούνται, αλλά δεν συμβάλλουν σε κανένα άλλο προϊόν και συχνά αντιμετωπίζονται ως βάρος παρά ως περιουσιακό στοιχείο. Τα διευθυντικά στελέχη πρέπει είτε να επενδύσουν μεγάλα κεφάλαια στα σκυλιά ώστε να

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

γίνουν αστέρια, ή απλά να απαλλαχθούν από αυτά ώστε να αποφύγουν την απομόνωση των χρημάτων της εταιρίας.

Βάσει του πίνακα BCG, μπορεί να ειπωθεί ότι μια επιχείρηση, γενικά, έχει ένα εύρος προϊόντων, που όλα ανήκουν σε διαφορετικά επίπεδα ωρίμανσης. Καθώς κάποια προϊόντα ωριμάζουν, δηλαδή γίνονται αγελάδες μετρητών (cash cows) ή σκυλιά (dogs), κάποιο είδος ανανέωσης απαιτείται ώστε να διασφαλίσουν τα μελλοντικά τους κέρδη. Η συγχώνευση είναι ένα χαρακτηριστικό μέσο για μια τέτοια ανανέωση. Παραδείγματος χάριν, μπορούμε να εξετάσουμε ένα τμήμα του χαρτοφυλακίου των προϊόντων του Σουηδικής εταιρίας παραγωγής κινητών τηλεφώνων, Ericsson. Η επιχείρηση πριν κάποια χρόνια παρήγαγε το κινητό τηλέφωνο T65, και οι πωλήσεις του πήγαιναν καλά εκ τότε. Αυτό το μοντέλο, θα μπορούσαμε να πούμε ότι αντιπροσωπεύει την αγελάδα μετρητών – παράχθηκε και εκβιομηχανίσθηκε, και δεν χρειάζεται πλέον ιδιαίτερες επενδύσεις, ενώ παράλληλα παράγει πολλά έσοδα. Ένα άλλο μοντέλο, π.χ., το T68 είναι νεότερο και ακόμη δεν έχει ολοκληρώσει την διαδικασία εκβιομηχάνισης, που σημαίνει ότι ακόμη χρειάζεται μεγάλες επενδύσεις μέχρι να αρχίσει να δημιουργεί έσοδα. Εντούτοις, είναι δημοφιλές, και εξαιτίας της υψηλής ζήτησης, έχει ένα μεγάλο μερίδιο αγοράς και συνεπώς μπορούμε να πούμε ότι αντιπροσωπεύει ένα από τα αστέρια της Ericsson. Άλλα προϊόντα μπορεί να είναι πιο επίφοβα, και δεν είναι ξεκάθαρο αν επρόκειτο να είναι επιτυχημένα – αυτά είναι τα ερωτηματικά. Τέλος, υπάρχουν τα τηλέφωνα που έχουν εκπληρώσει το χρέος τους, και είναι επικίνδυνη η μεγαλύτερη επανεπένδυση σε αυτά, όπως είναι τα ξεπερασμένα μοντέλα τα οποία υστερούν σε λειτουργικά χαρακτηριστικά. Αυτά είναι τα σκυλιά.

1.1.4. Είσοδος, έξοδος & ένταση ανταγωνισμού/ διεθνοποίηση

Ο Alarik²² (1982) υποστηρίζει ότι μια εξαγορά μπορεί να είναι ένα βήμα μιας επιθετικής στρατηγικής που σκοπό έχει την επέκταση μέσα στα υπάρχοντα όρια, την επέκταση, δηλαδή, εξωτερικά αντί για εσωτερικά. Οι επιχειρήσεις, που για κάποιο λόγο, δεν ήταν τόσο επιτυχημένες μπορούν να εξαγοραστούν και να εκμεταλλευθούν από ισχυρότερες και μεγαλύτερες εταιρίες. Η εξαγορασθείσα επιχείρηση τοποθετείται στην υπάρχουσα οργάνωση της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Το επίπεδο ολοκλήρωσης είναι γενικά

²² Larsson Sylvia & Wallenberg Charlotte, “Motives for & evaluation criteria of mergers & acquisitions”, German, January 2002

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

χαμηλό. Οι κοινοί παράγοντες των επιχειρήσεων είναι, συνήθως, περισσότερο οικονομικοί. Ο Olve (1988) υποστηρίζει ότι όταν μια επιχείρηση θέλει να υπεισέρθει σε μια αγορά μιας άλλης χώρας, είναι συνήθως προτιμότερο να συνεργασθεί ή να αγοράσει μια ήδη υπάρχουσα επιχείρηση.

Σύμφωνα με τον Cardel Gertsen (1999), ένας από τους κύριους λόγους για τις συγχωνεύσεις κατά την διάρκεια του τελευταίου κύματος φαίνεται να είναι η απόκτηση πρόσβασης σε νέες αγορές. Οι επιχειρήσεις εξαγοράζουν άλλες, σε διαφορετικές χώρες ώστε να αποκτήσουν πρόσβαση σε νέες αγορές για τα υπάρχοντα προϊόντα τους, στην E&A, την τεχνολογία, τα κανάλια διανομής, τα χαμηλά κόστη εργασίας ή στις λειτουργίες κατασκευής της εξαγοράζουσας ή απλά για να αποκτήσουν πρόσβαση στην κερδοφορία της επιχείρησης.

1.1.4.1. Πιθανός ανταγωνισμός

Αρχικά, μια συγχώνευση μπορεί να ωθήσει μια νέα επιχείρηση να εισέλθει στην αγορά²³. Αφού η συγχώνευση μειώνει την ανταγωνιστικότητα της βιομηχανίας, δημιουργείται αυξημένο πλαίσιο για είσοδο: η μετά-συγχώνευσης κερδοφορία από την είσοδο είναι μεγαλύτερη από την προ-συγχώνευσης κερδοφορία από την είσοδο. Τέτοιου είδους είσοδοι μπορούν να μειώσουν ακόμα και να εξαλείψουν κάθε αρνητικό αντίκτυπο της συγχώνευσης.

Σαφώς, η πιθανότητα εισόδου είναι μεγαλύτερη όταν τα εμπόδια εισόδου είναι χαμηλά. Συνεπώς, απαιτείται μια αξιολόγηση των εμποδίων εισόδου. Συνοπτικά, αυτή θα βασιστεί σε διαφορετικές πληροφορίες από αυτές που χρειάζονται για την συγκριτική αξιολόγηση, και θα περιέχονται ποιοτικές κρίσεις για θέματα όπως η τεχνογνωσία ή το ανθρώπινο δυναμικό.

Πρέπει να επισημάνουμε σε αυτό το σημείο την σύνδεση με τα οφέλη λόγω αποτελεσματικότητας. Ένας λόγος για την υιοθέτηση μιας επιεικούς συμπεριφοράς όταν τα εμπόδια εισόδου είναι χαμηλά, δεν είναι μόνο η ύπαρξη λιγότερο ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, αλλά και ότι υπάρχει μια ισχυρότερη ένδειξη υπέρ των οφελών λόγω αποτελεσματικότητας. Πράγματι, οι επιχειρήσεις είναι ενήμερες για τον πιθανό ανταγωνισμό όταν αποφασίζουν να συγχωνευτούν. Όταν τα εμπόδια εισόδου είναι

²³ Ivaldi Marc & Jullien Bruno & Rey Patrick & Seabright Paul & Tirole Jean, “The economics of unilateral effects”, France, November 2003

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

χαμηλά, η πιθανότητα να μειωθεί ο ανταγωνισμός μέσω μιας συγχώνευσης είναι περιορισμένη, ώστε οι επιχειρήσεις να μην το προσπαθούν καν. Συνεπώς, είναι πιο πιθανό σε αυτό το πλαίσιο ότι οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να συγχωνευτούν, θα το κάνουν εξαιτίας της προσμονής τους για μεγαλύτερα οφέλη από την αποτελεσματικότητα.

Αυτό ενισχύει το επιθυμητό της επιεικούς συμπεριφοράς: η απουσία εμποδίων εισόδου πρέπει να αποτελεί ένα παράγοντα που ευνοεί έντονα την έγκριση μιας συγχώνευσης. Με άλλα λόγια, ο πιθανώς ανταγωνισμός αποτελεί ένα πολύ σημαντικό κίνητρο για την συγχώνευση.

1.1.4.2. Έξοδος

Το ενδιαφέρον εδώ εστιάζεται στην πιθανότητα εξόδου κάποιας ενεργής επιχείρησης. Στην πραγματικότητα, υπάρχει περιορισμένο φάσμα για κάτι τέτοιο. Είναι πλέον γνωστό, ότι η συγχώνευση μειώνει χαρακτηριστικά των ανταγωνισμό. Πράγματι, έχει αποδειχθεί ότι, καίτοι οποιασδήποτε μεταβολής στη δομή του κόστους, όλοι οι συμμετέχοντες της αγοράς ωφελούνται από την συγχώνευση. Αυξάνοντας την κερδοφορία τους, η συγχώνευση μειώνει τα κίνητρα των επιχειρήσεων για να εξέλθουν από την αγορά.

Αυτό δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχει πιθανότητα να πραγματοποιηθεί έξοδος, αλλά όταν συμβαίνει είναι λόγω άλλων επιδράσεων της συγχώνευσης. Συγκεκριμένα, μια αναποτελεσματική επιχείρηση μπορεί να εξέλθει της αγοράς αν η συγχώνευση δημιουργήσει μια οντότητα που είναι πολύ πιο αποτελεσματική από την προ-συγχώνευσης οντότητα, συνεπώς αν υπάρχουν οφέλη λόγω αποτελεσματικότητας. Άλλα αυτό συμβαίνει ακριβώς όταν τα οφέλη από την αποτελεσματικότητα είναι τόσο ισχυρά που οι τιμές μετά-συγχώνευσης θα είναι χαμηλότερες από τα προ-συγχώνευσης επίπεδα τους, απουσία της εξόδου. Συνεπώς, αυτό εμφανίζεται σε περιπτώσεις που η συγχώνευση είναι αρκετά επιθυμητή. Από άποψη ευημερίας, θα πρέπει να υπάρχει λιγότερη ανησυχία, δεδομένου ότι τα οφέλη λόγω αποτελεσματικότητας θα αντισταθμίσουν την έξοδο ενός ανεπαρκούς παραγωγού. Πράγματι, η διαδικασία μέσω της οποίας οι ανεπαρκείς επιχειρήσεις αντικαθίστανται από πιο αποτελεσματικές και καινοτόμες, είναι μια από τις κύριες μηχανές προόδου σε μια βιομηχανία, που περιγράφθηκε επί μακρόν από την εργασία του Schumpeter. Αποτελεί κατά συνέπεια μια υγιή διαδικασία, και το φαινόμενο κατά το οποίο η συγχώνευση δημιουργεί τόσο μεγάλη

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

αποτελεσματικότητα ώστε να οδηγεί της αναποτελεσματικές επιχειρήσεις έξω από την αγορά πρέπει να ιδωθεί ως τμήμα της της διαδικασίας.

1.1.4.3. Στρατηγικά εμπόδια στην είσοδο

Για να είναι ο ενδεχόμενος ανταγωνισμός αποτελεσματικός, η συγχώνευμένη οντότητα πρέπει να είναι σε θέση να εκμεταλλευθεί την αυξανόμενη δύναμη στην αγορά στρατηγικά, για να υψώσει εμπόδια εισόδου μέσω των πρακτικών της. Το ίδιο ισχύει και στην ανάλυση εξόδου: αυτό που απασχολεί είναι ότι η συγχώνευση αυξάνει την ικανότητα να συμμετέχεις στην κυριαρχία. Πράγματι, υπάρχει μια πασίγνωστη σχέση μεταξύ κυριαρχίας και στρατηγικών εμποδίων για είσοδο, καθώς οι ίδιες πρακτικές, όπως επιθετική τιμολόγηση ή tying, μπορούν να εξυπηρετήσουν τους δυο σκοπούς. Δεδομένου ότι αυτές οι πρακτικές από τις κυρίαρχες εταιρίες εμπίπτουν ήδη στη νομοθεσία για την κατάχρηση της δεσπόζουσας θέσης, το ζήτημα θα μπορούσε να αφεθεί για εκ των υστέρων επέμβαση.

Κάποιος μπορεί εντούτοις να περιλάβει σε μερικές περιπτώσεις μια αξιολόγηση σχετικά με την επίδραση της συγχώνευσης στη δυνατότητα δημιουργίας εμποδίων εισόδου, παραδείγματος χάριν όταν υπάρχει tying, δημιουργούνται δυνατότητες από τη συγχώνευση.

1.2. Άρρητα κίνητρα

Τα ακόλουθα κίνητρα έχουν κατηγοριοποιηθεί ως άρρητα, που σημαίνει ότι μπορούν μόνο να υποτεθούν, αλλά σπάνια ή ποτέ να εκφραστούν επισήμως. Τα κίνητρα αυτά, δεν παρουσιάζονται με κάποια συγκεκριμένη σειρά.

1.2.1. Υπόθεση της ύβρεως

Σύμφωνα με τον Sudarsanam (1995), τα διευθυντικά στελέχη της εξαγοράζουσας εταιρίας δημιουργούν τις στρατηγικές και τις αποφάσεις εξαγοράς. Κατά την νεοκλασσική άποψη, αυτές οι αποφάσεις παίρνονται ώστε να εξυπηρετήσουν τους ιδιοκτήτες (μετόχους) της επιχείρησης. Συνεπώς, το συμφέρον του μετόχου είναι ανώτερο από το συμφέρον των διευθυντικών στελεχών. Όμως, εάν το συμφέρον των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών δεν είναι το ίδιο, το τελευταίο συνήθως προτιμάται. Τα διευθυντικά στελέχη διαθέτουν ουσιαστικό έλεγχο στις σύγχρονες

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

επιχειρήσεις, και εξαιτίας αυτού, μπορεί να εξυπηρετήσουν το δικό τους συμφέρονταν αντί του συμφέροντος των ιδιοκτητών²⁴. Όταν αυτό συμβαίνει, η εξαγορά μπορεί να αποτύχει και να προκαλέσει σημαντικές απώλειες στους μετόχους. Αυτή μπορεί να είναι η αιτία για την ευρεία άποψη ότι οι εξαγορές δεν ωφελούν τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Ο Gaughan (1991) υποστηρίζει ότι η υπόθεση της ύβρεως υποδηλώνει ότι τα διευθυντικά στελέχη επιδιώκουν να εξαγοράσουν άλλες επιχειρήσεις με σκοπό να εξυπηρετήσουν τα δικά τους προσωπικά οικονομικά οφέλη και όχι για να βρουν την καλύτερη λύση για την εταιρία. Αυτό μπορεί επίσης να αποτελεί τον λόγο που τα διευθυντικά στελέχη μερικές φορές πληρώνουν ένα “premium” για μια επιχείρηση που η αγορά έχει ήδη αξιολογήσει σωστά. Η υπεροψία των διευθυντικών στελεχών τους οδηγεί στο να πιστεύουν ότι η αξιολόγηση τους είναι ανώτερη από την αξιολόγηση που έχει καθοριστεί από την πιο αντικειμενική αγορά²⁵. Σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, η υπόθεση ότι η αγορά είναι πιο αποτελεσματική και παρέχει ένα καλύτερο δείκτη της αξίας της επιχείρησης γίνεται κατανοητή.

Ένα φαινόμενο που παρατηρείται συχνά είναι ότι τα διευθυντικά στελέχη αγνοούν την αξία των μετόχων προς όφελος των δικών τους σκοπών²⁶, όπως είναι η επέκταση ή η δημιουργία αυτοκρατορίας. Τα συντριπτικά στοιχεία μιλούν από μόνα τους – χρόνια έρευνας έχουν δείξει ότι οι συγχωνεύσεις δεν αυξάνουν την αξία των μετόχων, και ότι τα διευθυντικά στελέχη, τείνουν να εκπληρώνουν τους δικούς τους στόχους εις βάρος τους. Ο Sudarsanam (1995) θεωρεί ότι τα διευθυντικά κίνητρα για την εξαγορά, μπορεί να είναι η διασφάλιση της συνέχισης της επέκτασης της επιχείρησης, δεδομένου ότι οι θέσεις και η επιρροή των διευθυντικών στελεχών αντικατοπτρίζονται στο μέγεθος της εταιρίας. Το διευθυντικό στέλεχος, λοιπόν, θέλει να είναι ικανό να χρησιμοποιεί τα ταλέντα του και τις δεξιότητες του, τα οποία δεν θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν πλήρως εάν η επιχείρηση δεν αναπτύσσεται και βρίσκεται σε μια ώριμη ή φθίνουσα βιομηχανία. Η συγχώνευση μπορεί επίσης να είναι μια στρατηγική που χρησιμοποιείται για να αποφευχθεί η εξαγορά της επιχείρησης. Η κοινωνική θέση και η δύναμη ακολουθούν το διευθυντικό στέλεχος που διοικεί μια μεγάλη εταιρία. Επιπλέον, το ύψος της αμοιβής μπορεί να συνδέεται και με το μέγεθος της εταιρίας, αφού συνεπάγεται περισσότερη

²⁴ Ivaldi Marc & Motis Jrissy, “Mergers as auctions”, France, 2007

²⁵ Vos Ed & Kelleher Ben, “Mergers and takeovers: A memetic approach”, New Zealand, 2001

²⁶ Roll Richard, “The hubris hypothesis of corporate takeovers”, Chicago, April 1986

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

εργασία για τα διευθυντικά στελέχη. Η αμοιβή, κατά συνέπεια, μπορεί να αυξηθεί από το μέγεθος της επιχείρησης, έστω και αν δεν αυξηθεί ο πλούτος των μετόχων. Εκτός των άλλων, η διαφοροποίηση του κινδύνου μπορεί να επιτευχθεί με την εξαγορά, αλλά αυτό το σχέδιο δράσης μπορεί να μην είναι επικερδές για τους μετόχους. Τα διευθυντικά στελέχη εξαρτώνται από τις αποδοχές τους, έχουν δημιουργήσει το δικό τους ανθρώπινο κεφάλαιο και λαμβάνουν μετοχές και δικαιώματα προαίρεσης ως αμοιβή. Αυτό έχει ως συνέπεια να υπερεπενδύουν στις επιχειρήσεις τους. Τέλος, η απειλή της χρεοκοπίας και της πτώχευσης είναι μεγαλύτερη για τα διευθυντικά στελέχη από ότι για τους μετόχους. Οι διευθυντές μπορούν να αναλάβουν εξαγορές, θεωρώντας ότι η μεγαλύτερη εταιρία μπορεί να διασφαλίσει και την μη εξαγορά της.

1.2.2. Αντικατάσταση της διοίκησης

Αντιμέτωπη με την “παραδοσιακή” χαμηλή αποδοτικότητα των συγχωνεύσεων, κατά τον Sirower (1997), η διοίκηση προσπαθεί να μεγιστοποιήσει την αξία των μετόχων είτε με την αντικατάσταση των ανεπαρκών διοικητικών στελεχών της επιχείρησης – στόχου, είτε με την επίτευξη συνεργιών μέσω του συνδυασμού τους. Ο Gaughan (1991) υποστηρίζει ότι μερικές συγχωνεύσεις παρακινούνται από την πεποίθηση ότι η διοίκηση της εξαγοράζουσας επιχείρησης μπορεί να διευθύνει πιο ικανά τους πόρους της επιχείρησης στόχου. Η εταιρία, επομένως, μπορεί να πιστεύει ότι οι διοικητικές της ικανότητες είναι τέτοιες ώστε η αξία της εξαγορασθείσας να αυξηθεί υπό τον έλεγχο της. Αυτό οδηγεί στην καταβολή μιας αξίας για την απόκτηση της, μεγαλύτερη από την τρέχουσα αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας στόχου²⁷.

Αυτό μεταβαλλεί τα ιερούλα της συνεργατικότητας σε τιμές. Ενώ στο δεύτερο, το γενδύτηρο, το συγκροτημένο σε πόρους, η αιλίσκε, την πατέρεντιτην εργαζομένου προσάρτηση στην τιμή κριτικούμενην. Το σύμμενο βίαιο είναι η ανάπτυξη των αναδρότους των φυσικών πόρων στην αγορά και στην αγορά της μεταβιτάλης, των απορθών παραγωγής, ή της δημόσιας. Τέλος, μέσω αυτής συνάντησης την παραδίδουν την αναδρότητα στην αγορά και την απόδραση της παραγωγής.

²⁷ Γεωργακοπούλου Ν. Βασιλική, “Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις & συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις”, Μάρτιος 2000

2. Επιπτώσεις συγχωνεύσεων: Υποδείγματα ολιγοπωλιακού ανταγωνισμού

Η κατανόηση των βασικών κινήτρων που οδηγούν στην δημιουργία συγχωνεύσεων, όπως παρουσιάστηκαν στο πρώτο κεφάλαιο, επιτρέπει την εκτενή εξέταση των επιπτώσεων αυτών των συμπράξεων στο ολιγοπώλιο. Για να είναι εφικτή αυτή η ανάλυση, οι ποικιλία των προσφερόμενων προϊόντων και οι τεχνολογίες παραγωγής τους θεωρούνται ανεπηρέαστες από την συγχώνευση. Οι επιπτώσεις της συγχώνευσης συνεπώς, συνδέονται μόνο με την ένωση των λειτουργιών των επιχειρήσεων υπό την ίδια ιδιοκτησία και διαχείριση. Η αλλαγή της ιδιοκτησιακής δομής, εντούτοις, επηρεάζει την συμπεριφορά της επιχείρησης και τις αποφάσεις της σχετικά με την τιμή και την ποσότητα παραγωγής, στις οποίες και θα πρέπει να συμπεριλάβει τόσο τα νέα κίνητρα που δημιουργούνται όσο και τις αντιδράσεις των ανταγωνιστών της απέναντι στις νέες συνθήκες.

Με σκοπό την αξιολόγηση αυτών των επιπτώσεων, ακολουθείται η εξής διαδικασία¹: Αρχικά, θεωρούμε ότι οι κινήσεις των ανταγωνιστών δεν επηρεάζονται από την συγχώνευση. Όταν τα αγαθά είναι ατελή υποκατάστata, κάθε μεταβολή στην τιμή ή την ποσότητα παραγωγής ενός προϊόντος επηρεάζει την ζήτηση των άλλων προϊόντων. Δεν είναι εφικτό να παραμείνουν και οι τιμές και οι ποσότητες παραγωγής των ανταγωνιστικών προϊόντων ανεπηρέαστες. Έπειτα, γίνεται μια κατηγοριοποίηση σε δύο υποδείγματα. Στο πρώτο οι τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων παραμένουν σταθερές, ενώ οι πωλήσεις προσαρμόζονται στην ζήτηση. Αυτό αποτελεί το υπόδειγμα του ανταγωνισμού σε τιμές. Ενώ στο δεύτερο, το υπόδειγμα του ανταγωνισμού σε ποσότητες, οι πωλήσεις των ανταγωνιστικών προϊόντων παραμένουν αμετάβλητες και οι τιμές προσαρμόζονται. Το επόμενο βήμα είναι η ανάλυση των αντιδράσεων των ανταγωνιστών στην συγχώνευση και συνεπώς και της μεταβολής των αποφάσεων παραγωγής ή τιμολόγησης. Τέλος, μέσω ενός συνδυασμού των επιπτώσεων αυτών, εξετάζουμε την συνολική επίδραση ισορροπίας της συγχώνευσης.

¹ Ivaldi Marc & Jullien Bruno Patrick & Seabrihg Paul & Tirole Jean, "The economics of unilateral effects", France, November 2003

Η ανάλυση εστιάζεται στα υποκατάστata προϊόnta, διότι αποτελεί την περίπτωση που απασχολεί περισσότερο την πολιτική ανταγωνισμού. Το κεφάλαιο δομείται βάσει των υποδειγμάτων που προαναφέρθηκαν.

2.1. Ανταγωνισμός σε τιμές

Υποθέτουμε μια αγορά με n ανταγωνιστές, που καθένας παράγει διαφορετικό προϊόν, τα οποία θεωρούνται μεταξύ τους (πιθανώς ατελή) υποκατάστata². Κάθε επιχείρηση, συνεπώς, χαρακτηρίζεται από ένα προϊόν και ένα κόστος παραγωγής. Επιπλέον υποθέτουμε ότι το μεταβλητό μοναδιαίο κόστος παραγωγής είναι σταθερό για κάθε επιχείρηση, που σημαίνει ότι το οριακό κόστος και το μέσο μεταβλητό κόστος είναι τα ίδια. Τα σταθερά κόστη είναι αδιάφορα για την παρούσα ανάλυση.

Ο όγκος των πωλήσεων της επιχείρησης i εξαρτάται όχι μόνο από την τιμή της p_i , αλλά και από τις τιμές όλων των άλλων επιχειρήσεων. Η σχέση αυτή ανάμεσα στις τιμές και τις ποσότητες αποδίδεται στον νόμο της ζήτησης $q_i = D_i(p_1, p_2, \dots, p_n)$

³, που δίνει την ποσότητα παραγωγής μιας επιχείρησης i για κάθε συνδυασμό τιμών όλων των προϊόntων. Πράγματι, κάθε μεταβολή στην τιμή των ανταγωνιστικών προϊόntων δημιουργεί μερική υποκατάσταση από τους καταναλωτές, επηρεάζοντας την ζήτηση όλων των προϊόntων.

Οι πωλήσεις μιας επιχείρησης μειώνονται όταν η τιμή της αυξάνεται, αντανακλώντας την αντίδραση κάποιων καταναλωτών στη αύξηση της τιμής μέσω της αγοράς των ανταγωνιστικών προϊόntων ή της παύσης αγοράς του προϊόntος γενικά. Η τάση αυτή μετριέται από την ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή $\varepsilon_i(p_1, p_2, \dots, p_n)$, που δείχνει την ποσοστιαία μείωση της ζήτησης για κάθε 1% αύξηση της τιμής, και εξαρτάται από όλες τις τιμές. Είναι άμεσα συνδεδεμένη με τον βαθμό υποκατάστασης των αγαθών, συνεπώς, όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός υποκατάστασης, τόσο μεγαλύτερη είναι η ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή, για κάθε δεδομένο συνδυασμό τιμών.

² Ivaldi Marc & Jullien Bruno Patrick & Seabrihg Paul & Tirole Jean, "The economics of unilateral effects", France, November 2003

³ Lancaster K.J., "Variety, equity and efficiency", New York, 1979

2.1.1. Ολιγοπόλιο & εξάρτηση της τιμής της επιχείρησης από τις τιμές των ανταγωνιστών

Πριν στραφούμε στις συνέπειες της συγχώνευσης, πρέπει να αναλύσουμε την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης και την συνεπαγομένη ισορροπία⁴. Υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε τιμές, κάθε επιχείρηση θέτει κατάλληλες τιμές ώστε να μεγιστοποιήσει το κέρδος της, λαμβάνοντας τις τιμές των ανταγωνιστών της ως δεδομένες. Αυτό είναι ισοδύναμο με την μεγιστοποίηση της διαφοράς ανάμεσα στα έσοδα από πωλήσεις $p_i D_i$ και του μεταβλητού της κόστους.

Για κάθε δεδομένο συνδυασμό τιμών των άλλων επιχειρήσεων, όταν η επιχείρηση i μεταβάλλει την τιμή της, οι πωλήσεις της μεταβάλλονται σύμφωνα με την συνάρτηση ζήτησης D_i . Αυτή η σχέση τιμής και ποσότητας ονομάζεται υπολειμματική καμπύλη ζήτησης και δείχνει το βασικό αντιστάθμισμα (trade-off) που αντιμετωπίζει η επιχείρηση όταν επιλέγει τιμή.

Αν η ζήτηση είναι σταθερή (πλήρης ανελαστικότητα), τότε η αύξηση της τιμής θα οδηγούσε σε αύξηση των εσόδων. Πράγματι, μια αύξηση 1% στην τιμή, θα αύξανε τα κέρδη κατά ένα ποσό ίσο με το 1% των εσόδων από τις πωλήσεις $p_i D_i$.

Πρέπει όμως να επισημάνουμε το γεγονός ότι μια αύξηση της τιμής κατά 1% μειώνει την ζήτηση κατά ένα ποσοστό ίσο με την ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή. Η μείωση αυτή των πωλήσεων, συνεπάγεται μια ποσοστιαία μείωση στα κέρδη κατά $\varepsilon_i \%$.

Συνεπώς, η συνολική επίπτωση μιας αύξησης 1% στην τιμή είναι μια μεταβολή στα κέρδη, σε νομισματικές ποσοστιαίες μονάδες, ίση με:

$$\text{μεταβολή των κερδών} = \text{έσοδα}(i) - \varepsilon_i \text{κέρδη}(i)$$

Όπου, τα έσοδα(i) παριστάνουν τα έσοδα από τις πωλήσεις του προϊόντος i, και τα κέρδη(i), παριστάνουν τα μεταβλητά κέρδη από το προϊόν i. Ο πρώτος όρος δηλώνει τα οφέλη της αύξησης του μοναδιαίου περιθωρίου ενώ ο δεύτερος την απώλεια από τις μη πραγματοποιείσες πωλήσεις. Η επιχείρηση θα αυξάνει την τιμή όσο τα κέρδη αυξάνονται, που συμβαίνει όταν ο πρώτος όρος κυριαρχεί επί του δεύτερου.

⁴ Tirole J., "The theory of industrial organisation", MIT Press, 1988

Υπενθυμίζοντας τον ορισμό του δείκτη Lerner, L^5 , ως τον δείκτη του μεταβλητού κέρδους στα έσοδα:

$$Lerner\ δείκτης = \frac{\text{μεταβλητό κέρδος}}{\text{έσοδα}} = \frac{\tauιμή - οριακό\ κόστος}{\tauιμή}$$

καταλήγουμε στο γενικό συμπέρασμα ότι η βέλτιστη τιμή για την επιχείρηση ι είναι αυτή, όπου ο δείκτης Lerner είναι ίσος με το αντίστροφο της ελαστικότητας της

υπολειμματικής ζήτησης ως προς την τιμή: $L_i = \frac{1}{\varepsilon_i}$.

Ο παραπάνω τύπος αποτελεί το κύριο ζήτημα που αντιμετωπίζει η επιχείρηση. Το δεξιά τμήμα της ισότητας αποτελεί ένα μέτρο του περιθωρίου κέρδους, ενώ το αριστερό τμήμα αποτελεί ένα μέτρο υποκατάστασης του προϊόντος της επιχείρησης από άλλα προϊόντα. Δεδομένου ότι η ελαστικότητα ως προς την τιμή δηλώνει τις πιθανότητες υποκατάστασης από τους καταναλωτές, συμπεραίνουμε ότι:

Όσο πιο κοντινά υποκατάστατα είναι τα προϊόντα, τόσο περισσότερο συγκλίνουν η τιμή με το οριακό κόστος.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφερθεί η σημασία της αλληλεπίδρασης των επιχειρήσεων στον ανταγωνισμό σε τιμές. Ο δείκτης Lerner αποτελεί μια απόφαση της επιχείρησης: εξαρτάται μόνο από την τιμή της και το μεταβλητό της κόστος. Κατά συνέπεια, η τιμολογιακή απόφαση της επιχείρησης επηρεάζεται από τις στρατηγικές των άλλων επιχειρήσεων μόνο μέσω της αλλαγής που μπορούν να προκαλέσουν στην ελαστικότητα τιμής της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση ι επηρεάζεται από την συμπεριφορά των άλλων επιχειρήσεων μόνο στο βαθμό που επηρεάζονται οι δυνατότητες υποκατάστασης των καταναλωτών.

Ένα πρώτο και διαισθητικό συμπέρασμα αυτής της ανάλυσης είναι ότι η βέλτιστη τιμή είναι θετικά συνδεδεμένη με το μοναδιαίο μεταβλητό κόστος. Για δεδομένη ελαστικότητα ως προς την τιμή της επιχείρησης, η τιμή που εξισώνει τον δείκτη Lerner με το αντίστροφο της ελαστικότητας αυξάνει όταν το μοναδιαίο μεταβλητό κόστος αυξάνεται. Συνεπώς, μια αύξηση στα μοναδιαία μεταβλητά κόστη επιφέρει μια αύξηση στην τιμή, όχι όμως ισοποσοστιαία.

Επιπλέον, στην περίπτωση που η ζήτηση αυξηθεί κατά ένα σταθερό ποσό (το ίδιο ποσό σε όλες τις τιμές), ο βαθμός υποκατάστασης παραμένει αμετάβλητος σε απόλυτους όρους (η κλίση της καμπύλης ζήτησης είναι αμετάβλητη) και μια αύξηση

⁵ Feinberg Robert M., "The Lerner Index, Concentration and the Measurement of Market Power", April 1980

1% στην τιμή προκαλεί την ίδια μείωση στον όγκο των πωλήσεων όπως προηγουμένως. Αφού όμως, ο όγκος των πωλήσεων αυξήθηκε, η ποσοστιαία μείωση στην ζήτηση είναι τώρα μικρότερη, και κατά συνέπεια η ίδια η ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή είναι μικρότερη. Η επιχείρηση με αυτό τον τρόπο απολαμβάνει υψηλότερο δείκτη Lerner και κατά συνέπεια θέτει υψηλότερη τιμή.

Μετά την ανάλυση της ατομικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων ακολουθεί η ανάλυση ισορροπίας. Σε κατάσταση ισορροπίας της αγοράς, κάθε επιχείρηση θέτει βέλτιστα την τιμή της δεδομένου των τιμών που τέθηκαν από τις άλλες επιχειρήσεις. Επειδή η ατομική ζήτηση για ένα προϊόν μιας επιχείρησης με αυτές των άλλων επιχειρήσεων σχετίζονται, απαιτείται ένας από κοινού καθορισμός όλων των τιμών.

Για την κατανόηση της ισορροπίας της αγοράς, είναι σημαντικό να αξιολογηθεί πως εξελίσσεται η υποκατάσταση όταν οι τιμές ποικίλλουν.

Η συνήθης κατάσταση όταν τα προϊόντα είναι υποκατάστατα είναι ότι, δεδομένου της τιμής του προϊόντος i, η ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή για το προϊόν i είναι χαμηλότερη για υψηλότερα επίπεδα των ανταγωνιστικών τιμών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι μια αύξηση της τιμής του προϊόντος i όταν τα ανταγωνιστικά προϊόντα είναι πιο ακριβά, δεν θα δελεάσει τόσο τους καταναλωτές να μετακινηθούν σε αυτά. Αυτό αποτελεί φυσικό επακόλουθο διότι τώρα είναι πιο δαπανηρό να χρησιμοποιούν τα προϊόντα αυτά ως υποκατάστατα του i.

Μια ακόμη άμεση συνέπεια είναι ότι η ζήτηση για το προϊόν της επιχείρησης i, είναι υψηλότερη αν οι τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων είναι υψηλότερες. Όπως προαναφέρθηκε, για ένα σταθερό ποσό υποκατάστασης, η επιχείρηση πρέπει τότε να αυξήσει την τιμή της.

Οι δύο αυτές παρατηρήσεις οδηγούν σε ένα καίριο συμπέρασμα για την ανάλυση ισορροπίας. Η επιχείρηση θα θέσει υψηλότερες τιμές, διότι η ύπαρξη τους σε ανταγωνιστικά προϊόντα οδηγεί σε μικρότερες ανταγωνιστικές πιέσεις.

Χαρακτηριστικά, όταν τα αγαθά είναι υποκατάστατα, όσο υψηλότερες είναι οι τιμές των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, τόσο υψηλότερη είναι η βέλτιστη τιμή για μια επιχείρηση καθώς και ο όγκος των πωλήσεων.

Το ανωτέρω καλείται “στρατηγική συμπληρωματικότητα” των τιμών: Εάν για κάποιο εξωγενή λόγο, ένας ανταγωνιστής αυξήσει τις τιμές του, η επιχείρηση αντιδρά με την αύξηση και των δικών της τιμών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι αντιμετωπίζει μια (υψηλότερη και) λιγότερο ελαστική καμπύλη υπολειμματικής

ζήτησης, η οποία μεταβάλλει την ανταλλαγή μεταξύ του περιθωρίου κέρδους και του όγκου των πωλήσεων.

Παρατηρείται μια ταυτόχρονη αύξηση των πωλήσεων, όχι όμως στο βαθμό που θα συνέβαινε αν η τιμή της παρέμενε σταθερή. Η άμεση επίπτωση μιας αύξησης των τιμών των ανταγωνιστών είναι ότι η εταιρία πουλάει περισσότερο. Χρησιμοποιεί έπειτα αυτήν την ευκαιρία για να αυξήσει την τιμή της, που αντισταθμίζει μερικώς την αύξηση της ζήτησης, αλλά όχι εντελώς. Η επιχείρηση συνεπώς πουλάει περισσότερο σε υψηλότερη τιμή.

Οποιαδήποτε αύξηση στην τιμή μιας επιχείρησης οδηγεί επομένως σε μια αύξηση όλων των τιμών της αγοράς (και αντίστοιχα για τις μειώσεις). Παραδείγματος χάριν, υποθέτουμε ότι μια επιχείρηση καινοτομεί και μειώνει το μοναδιαίο κόστος παραγωγής της. Όπως ήδη αναφέρθηκε, είναι μετά επιθυμητό για αυτήν την επιχείρηση να μειώσει την τιμή της. Υποθέτουμε επίσης, ότι στις τιμές της αγοράς προ-καινοτομίας, η καινοτόμος επιχείρηση θα το έβρισκε βέλτιστο να μειώσει την τιμή της κατά 5%. Η αντίδραση των ανταγωνιστών της που βρίσκονται αντιμέτωποι με αυτήν την περικοπή των τιμών, είναι να μειώσουν και αυτοί τις δικές τους τιμές. Άλλα έπειτα η καινοτόμος επιχείρηση θα αντιμετώπιζε μια μικρότερη ζήτηση από αυτήν προ-καινοτομίας και κατά συνέπεια θα μείωνε περαιτέρω την τιμή της. Η αγορά, τελικά, θα σταθεροποιηθεί σε μια νέα ισορροπία όπου όλες οι τιμές έχουν μειωθεί, και η καινοτόμος επιχείρηση έχει μειώσει την τιμή της κατά περισσότερο από 5%.

2.1.2. Επιπτώσεις της συγχώνευσης

Για να κατανοήσουμε και να αναλύσουμε τις επιπτώσεις της συγχώνευσης υποθέτουμε ότι η επιχείρηση i και η επιχείρηση j συγχωνεύονται και εστιαζόμαστε στον αντίκτυπο που δημιουργείται στις τιμές ισορροπίας. Για αυτό τον σκοπό δεν αναλύουμε τις δομικές επιπτώσεις της συγχώνευσης πέραν της ενοποίησης των δραστηριοτήτων. Συνεπώς, θεωρούμε ότι η μετά-συγχώνευσης οντότητα έχει τις ίδιες τεχνολογικές δυνατότητες: παράγει το προϊόν i με το μεταβλητό κόστος της αρχικής επιχείρησης i και το προϊόν j με το μεταβλητό κόστος της επιχείρησης j. Θεωρούμε επίσης ότι δεν υπάρχουν συνεργασίες μεταξύ των μονάδων παραγωγής της επιχείρησης i και της j, δεν πραγματοποιήθηκε αναδιανομή κεφαλαίου και δεν υπήρξε αλλαγή στον σχεδιασμό των προϊόντων.

Εν κατακλείδι, η μόνη διαφορά ανάμεσα στην προ-συγχώνευσης και στην μετά-συγχώνευσης κατάσταση είναι ότι στην τελευταία τα δύο προϊόντα i και j παράγονται από την ίδια επιχείρηση, που ενδιαφέρεται για το συνολικό κέρδος των δύο αυτών προϊόντων, αντί να υπάρχουν δύο ξεχωριστές οντότητες που ενδιαφέρονται η κάθε μια για το προϊόν της. Για να κατανοήσουμε τον αντίκτυπο αυτής της κατάστασης, αρχικά συγκρίνουμε την συμπεριφορά αυτής της οντότητας με την προηγούμενη κατάσταση, και έπειτα βγάζουμε συμπεράσματα για την ανάλυση ισορροπίας.

2.1.2.1. Συντονισμός των στρατηγικών τιμολόγησης των συγχωνευμένων επιχειρήσεων

Το πρώτο βήμα στην ανάλυση της συγχώνευσης είναι να κατανοήσουμε την συμπεριφορά της νέας συγχωνευμένης επιχείρησης, και να την συγκρίνουμε με την προ-συγχώνευσης κατάσταση⁶. Για τον λόγο αυτό, υποθέτουμε ότι οι τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων (όλων των προϊόντων εκτός των i και j) παραμένουν αμετάβλητες μετά την συγχώνευση. Οι τιμές προ-συγχώνευσης των προϊόντων i και j είναι αυτές που αναλύσαμε προηγουμένως. Ελλείψει οποιουδήποτε τεχνολογικού κέρδους, η τοποθέτηση των δύο επιχειρήσεων υπό την ίδια ιδιοκτησία και διαχείριση υποδηλώνει ότι οι αποφάσεις τιμολόγησης θα συντονιστούν με τρόπο ώστε να μεγιστοποιηθεί το συνολικό κέρδος και των δύο προϊόντων. Στην περίπτωση των υποκατάστατων προϊόντων αυτό σημαίνει ότι οι τιμές αυξάνονται. Ακολουθεί περιγραφή του μηχανισμού που αναφέραμε.

Η βασική διαφορά στην συμπεριφορά της συγχωνευμένης οντότητας είναι ότι όταν η επιχείρηση εξετάζει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της αύξησης της τιμής ενός προϊόντος, παραδείγματος χάριν του προϊόντος i, λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι η αύξηση αυτής της τιμής θα προκαλέσει κάποια υποκατάσταση του προϊόντος i από το προϊόν j. Αυτό μειώνει το χρηματικό κόστος της απώλειας πελατών του προϊόντος i, αφού τμήμα της περικοπής της ζήτησης αποζημιώνεται από επιρρόσθετες πωλήσεις του προϊόντος j.

Όπως προηγουμένως, εξετάζουμε τον αντίκτυπο μιας αύξησης 1% στην τιμή του αγαθού i, στα συνολικά κέρδη της συγχωνευμένης οντότητας. Εκτός από τις προηγούμενες επιδράσεις (μεγαλύτερο περιθώριο αλλά λιγότερες πωλήσεις), πρέπει να συμπεριλάβουμε και την επίδραση στις πωλήσεις του αγαθού j. Αυτή η επίδραση

⁶ Ivaldi Marc & Jullien Bruno & Rey Patrick & Seabright Paul & Tirole Jean, “The economics of unilateral effects”, France, November 2003

περικλείεται με την σταυροειδή ελαστικότητα ζήτησης των προϊόντων j και i , $n_{ji}(p_1, p_2, \dots, p_n)$, η οποία εξαρτάται από όλες τις τιμές και μετράει την ποσοστιαία αύξηση των πωλήσεων του προϊόντος j . Αυξάνοντας, λοιπόν, την τιμή του προϊόντος i κατά 1%, επέρχεται μείωση των πωλήσεων του προϊόντος i κατά $\varepsilon_i\%$ καθώς οι καταναλωτές υποκαθιστούν το προϊόν, αλλά μέρος της υποκατάστασης αυτής καλύπτεται από το προϊόν j και αυξάνονται τα κέρδη κατά $n_{ji}\%$.

Δεδομένου ότι, τα δύο προϊόντα πωλούνται από την ίδια εταιρία, η συνολική μεταβολή στο κέρδος της συγχωνευμένης οντότητας από μια αύξηση 1% στην τιμή του αγαθού i είναι (σε ποσοστιαίες νομισματικές μονάδες):

$$\text{Μεταβολή των κερδών} = \text{έσοδα}(i) - \varepsilon_i \text{κέρδη}(i) + n_{ji} \text{κέρδη}(j)$$

Η μεταβολή στο συνολικό κέρδος που δημιουργείται από τα δύο προϊόντα, είναι συνεπώς πιο θετική (ή λιγότερο αρνητική) από την μεταβολή στο κέρδος που δημιουργείται μόνο από το προϊόν i . Ως αποτέλεσμα οι βέλτιστες τιμές θα είναι υψηλότερες από τις τιμές που θα θέτονταν από τις δύο επιχειρήσεις ξεχωριστά, το οποίο μεταφράζεται σε υψηλότερους δείκτες Lerner:

$$L_i > \frac{1}{\varepsilon_i}$$

$$L_j > \frac{1}{\varepsilon_j}$$

Οι ακριβείς τιμές παρέχονται χωριστά. Ένα πρώτο συμπέρασμα είναι:

Εσωτερικός συντονισμός:

Θεωρείστε μια συγχώνευση ανάμεσα σε επιχειρήσεις που πουλάνε ατελή υποκατάστατα. Για δεδομένες τιμές των προϊόντων των μη-συγχωνευμένων επιχειρήσεων, οι βέλτιστες μετά-συγχώνευσης τιμές των προϊόντων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων είναι υψηλότερες από τις τιμές προ-συγχώνευσης.

Το μέγεθος αυτής της επίπτωσης εξαρτάται σαφώς από το βαθμό υποκατάστασης των προϊόντων που πωλούνται από τις συγχωνευμένες εταιρίες. Εάν αυτά τα προϊόντα είναι μόνο μακρινά υποκατάστατα, ένα πολύ μικρό μέρος της μείωσης της ζήτησης του προϊόντος i καλύπτεται από το προϊόν j , όταν η τιμή του προϊόντος j αυξάνεται. Δεν υπάρχουν μεγάλα περιθώρια συντονισμού, και η επίδραση της συγχώνευσης στη τιμολογιακή συμπεριφορά θα είναι μικρή:

Η επίδραση του εσωτερικού συντονισμού είναι ισχυρότερη, όταν τα προσφερόμενα προϊόντα από την συγχωνευμένη επιχείρηση είναι πιο υποκαταστάσιμα.

Το όριο αυτής της επίδρασης είναι σαφώς η ανταγωνιστική πίεση που δημιουργείται από την παρουσία των άλλων ανταγωνιστών. Εάν τα προϊόντα τους είναι στενά υποκατάστata των προϊόντων των συμβαλλόμενων μερών της συγχώνευσης, οποιαδήποτε προσπάθεια να αυξηθούν οι τιμές των τελευταίων θα προκαλέσει ισχυρή υποκατάσταση και συνεπώς μια ισχυρή μείωση των πωλήσεων.

Η επίδραση του εσωτερικού συντονισμού είναι μικρότερη, όταν τα προϊόντα που προσφέρονται από τις μη-συγχωνευμένες εταιρίες είναι πιο υποκαταστάσιμα⁷.

Κατά συνέπεια το σημαντικό για αυτή την επίδραση είναι ο σχετικός βαθμός υποκατάστασης των προϊόντων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων, συγκρινόμενος με τον βαθμό υποκατάστασης των ανταγωνιστικών προϊόντων των μη-συγχωνευμένων επιχειρήσεων.

Συνοψίζοντας, η επίδραση του εσωτερικού συντονισμού είναι ισχυρή όταν τα προϊόντα των συγχωνευμένων επιχειρήσεων είναι κοντινά υποκατάστata μεταξύ τους, και μακρινά υποκατάστata των προϊόντων των μη-συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Αντίστροφα, η επίδραση είναι ανεπαίσθητη, όταν τα προϊόντα των συγχωνευμένων επιχειρήσεων είναι μακρινά υποκατάστata ή όταν οι ανταγωνιστές προσφέρουν κοντινά υποκατάστata

Ο εσωτερικός συντονισμός των τιμών μπορεί να θεωρηθεί ως η βασική επίπτωση της συγχώνευσης. Είναι η πιο προφανής και η πιο εύκολη στον υπολογισμό. Πράγματι, υποθέτει ότι η συγχώνευση επηρεάζει μόνο τις τιμές που τίθενται από τις συγχωνευμένες εταιρίες. Άρα, για την δημιουργία μιας εμπειρικής εκτίμησης αυτής της επίδρασης, είναι αρκετό να γίνει μια κοινή εκτίμηση των υπολειμματικών ζητήσεων και των δαπανών παραγωγής των προϊόντων που πωλούνται από αυτές τις εταιρίες. Αυτό, μπορεί να γίνει χρησιμοποιώντας μόνο τα στοιχεία που αναφέρονται στα προϊόντα, και ιδανικά στις τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων. Έπειτα, μπορεί να υπολογιστεί η δυνητική αύξηση στις τιμές. Άλλα μια τέτοια διαδικασία μπορεί να είναι παραπλανητική: κατ' αρχάς, υποτιμά την επίπτωση της συγχώνευσης στις τιμές των συγχωνευμένων εταιριών, και επιπλέον αγνοεί το γεγονός ότι μια συγχώνευση μπορεί να αυξήσει την αποτελεσματική δύναμη αγοράς ενός ανταγωνιστή. Στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε ποσότητες η διαδικασία αυτή υπερεκτιμά τις επιδράσεις.

⁷ Ivaldi Marc & Verboven Franc, “Quantifying the effects from horizontal mergers in European competition policy”, September 2005

2.1.2.2. Αντίδραση των ανταγωνιστών

Οι τιμές ισορροπίας προκύπτουν από την αλληλεπίδραση όλων των επιχειρήσεων της αγοράς, και οποιαδήποτε αλλαγή στη συμπεριφορά μιας εταιρίας έχει συνέπειες για τις τιμολογιακές αποφάσεις όλων των εταιριών⁸. Μια κατάλληλη αξιολόγηση του αντίκτυπου μιας συγχώνευσης απαιτεί συνεπώς την εστίαση και στις επιπτώσεις της στις αντιδράσεις των ανταγωνιστών, και τελικά στις τιμές ισορροπίας μετά-συγχώνευσης.

Η τάση των συγχωνευμένων εταιριών να θέτουν υψηλότερες τιμές είναι το βασικό συστατικό για αυτήν την ανάλυση. Από την οπτική γωνία των ανταγωνιστών, η συγχωνευμένη επιχείρηση λειτουργεί λιγότερο ανταγωνιστικά αφότου θέσει υψηλότερες τιμές.

H συγχώνευση μειώνει την ανταγωνιστική πίεση που αντιμετωπίζουν οι μη-συγχωνευμένες εταιρίες.

Πράγματι, δεδομένου ότι η συγχωνευμένη οντότητα αυξάνει τις τιμές των προϊόντων της, η ζήτηση για τα προϊόντα των ανταγωνιστών είναι υψηλότερη στην μετά-συγχώνευσης κατάσταση. Επιπλέον, καθώς η πειθαρχία που επιβάλλεται από τις τιμές που τίθενται από τη συγχωνευμένη εταιρία μικραίνει και τα προϊόντα της γίνονται λιγότερο ελκυστικά στους καταναλωτές, οι ανταγωνιστές θα αντιμετωπίσουν έναν μικρότερο κίνδυνο για απώλεια της πελατείας τους από την υποκατάσταση προς αυτά τα προϊόντα. Χαρακτηριστικά, οι ανταγωνιστές θα αυξήσουν τις τιμές τους ως αντίδραση στη συγχώνευση.

H αντίδραση των ανταγωνιστών στη συγχώνευση είναι η αύξηση των τιμών τους.

Η ζήτηση που αντιμετωπίζουν οι ανταγωνιστές της συγχωνευμένης οντότητας αυξάνεται ως συνεπεία της λιγότερο ανταγωνιστικής συμπεριφοράς της συγχωνευμένης εταιρίας. Οι ανταγωνιστές αντιδρούν με την αύξηση των τιμών τους, αλλά πρέπει να τονιστεί ότι παρόλο που αυτή η αντίδραση μετριάζει την αρχική αύξηση στην ζήτηση τους, δεν θα την αντισταθμίσει εντελώς. Με άλλα λόγια, η αντίδραση των ανταγωνιστών σε μια αύξηση τιμών από τη συγχωνευμένη οντότητα είναι χαρακτηριστικά τέτοια που και οι τιμές και οι πωλήσεις αυτών των εταιριών θα είναι υψηλότερες από ότι στην κατάσταση προ-συγχώνευσης.

⁸ Ivaldi Marc & Jullien Bruno & Rey Patrick & Seabright Paul & Tirole Jean, “The economics of unilateral effects”, France, November 2003

2.1.2.3. Η επίδραση της ανατροφοδότησης στη συγχωνευμένη οντότητα (feedback effect)

Ενώ οι προηγούμενες επιδράσεις συνθέτουν τον ποιοτικό αντίκτυπο της συγχώνευσης, για την κατανόηση του τελικού σφαιρικού αντίκτυπου, είναι απαραίτητη η ανάλυση της αλληλεπίδρασης των δύο αυτών επιδράσεων⁹.

Αυτό γίνεται κατανοητό, παραδείγματος χάριν, με την παρατήρηση της τιμολογιακής συμπεριφοράς της συγχωνευμένης οντότητας. Γνωρίζουμε ότι εάν οι τιμές των ανταγωνιστών παραμένουν αμετάβλητες, η συγχωνευμένη επιχείρηση θα αυξήσει τις τιμές της κατά κάποιο ποσό, έστω $x_i\%$ στο προϊόν i και $x_j\%$ στο προϊόν j. Άλλα οι ανταγωνιστές θα αντιδράσουν και θα αυξήσουν και αυτοί τις τιμές τους, και η συγχωνευμένη οντότητα πρέπει να το λάβει υπόψη κατά τον καθορισμό των τιμών της. Επιπλέον έχει αναφερθεί ότι υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε τιμές, η βέλτιστη τιμή μιας εταιρίας αυξάνεται όταν αυξάνονται οι τιμές των ανταγωνιστών. Αυτό σημαίνει ότι μόλις λάβει υπόψη την αντίδραση των ανταγωνιστών της, η συγχωνευμένη οντότητα πρέπει να αυξήσει τις τιμές της κατά περισσότερο από $x_i\%$ και $x_j\%$. Αυτό αποτελεί την θετική επίδραση της ανατροφοδότησης. Σαφώς τείνει να ενισχύει την επίδραση της συγχώνευσης στις τιμές:

Η αύξηση της τιμής της συγχωνευμένης οντότητας είναι μεγαλύτερη από αυτή που θα ήταν η βέλτιστη στις προ-συγχώνευσης τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων.

Η θετικότητα της επίδρασης ανατροφοδότησης είναι η συνέπεια της "στρατηγικής συμπληρωματικότητας" των τιμών. Αντιμετωπίζοντας λιγότερη ανταγωνιστική πίεση από τις ανεξάρτητες εταιρίες προ-συγχώνευσης, επειδή οι ανταγωνιστές αντιδρούν στη συγχώνευση με να τιμολογήσουν λιγότερο επιθετικά, η συγχωνευμένη οντότητα αυξάνει την τιμή της. Η επίδραση ανατροφοδότησης συνεπώς τείνει να ενισχύει τον αντίκτυπο της συγχώνευσης στις τιμές.

2.1.2.4. Επιδράσεις στην ισορροπία

Μια παρόμοια επίδραση ανατροφοδότησης ισχύει και για τους ανταγωνιστές. Εάν υπολογιστεί μόνο η αντίδρασή τους στην αρχική αύξηση τιμής $x_i\%$ από τη συγχωνευμένη οντότητα που προκύπτει από τις προ-συγχώνευσης τιμές, υποτιμάται η τελική τους αντίδρασή. Αυτό συμβαίνει διότι θα υπάρξει έντονη απόκριση από

⁹ Ivaldi Marc & Jullien Bruno & Rey Patrick & Seabright Paul & Tirole Jean, "The economics of unilateral effects", France, November 2003

αυτούς, στην τελική αύξηση τιμής από τη συγχωνευμένη οντότητα, η οποία και θα είναι υψηλότερη.

Κατά συνέπεια οι δύο επιδράσεις, ο εσωτερικός συντονισμός και η αντίδραση των ανταγωνιστών, ενισχύουν η μια την άλλη. Γενικά αυτό δεν έχει επιπτώσεις στον ποιοτικό αντίκτυπο της συγχώνευσης, ο οποίος μπορεί να συνοψιστεί ως εξής:

Η συγχώνευση σε μια αγορά με υποκαταστάσιμα προϊόντα προκαλεί μια σφαιρική αύξηση όλων των τιμών της αγοράς.

Χαρακτηριστικά προκαλεί επίσης μια μείωση των πωλήσεων των συγχωνευμένων εταιριών, και μια αύξηση στις πωλήσεις των ανταγωνιστών τους¹⁰.

Εντούτοις, οι επιδράσεις ανατροφοδότησης έχουν επιπτώσεις στο μέγεθος του αντίκτυπου στις τιμές και τις ποσότητες. Η συγχωνευμένη εταιρία θέτει τιμές που είναι υψηλότερες από αυτές που θα προβλέπονταν υποθέτοντας ότι η συγχώνευση δεν έχει επιπτώσεις στις τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει κάποια πολλαπλασιαστική δύναμη που εντείνει την επίδραση της συγχώνευσης.

Η αύξηση των τιμών των προϊόντων που πωλούνται από τις συγχωνευμένες εταιρίες στην ισορροπία είναι υψηλότερη από αυτή που θα προβλεπόταν υπό την υπόθεση ότι οι ανταγωνιστές δεν αντιδρούν στη συγχώνευση με την μεταβολή των τιμών τους.

Κατά συνέπεια αν εστιαστούμε μόνο στις τιμές των συγχωνευμένων εταιριών, αγνοώντας της ανάλυσης ισορροπίας μπορεί να οδηγηθούμε σε παραπλανητικά συμπεράσματα. Είναι, παραδείγματος χάριν, πιθανό ότι στα επίπεδα τιμών των ανταγωνιστικών προϊόντων προ-συγχώνευσης, η συγχωνευμένη εταιρία θα αυξήσει τις τιμές κατά 4%, αλλά μόλις συνυπολογισθεί και η επίδραση ισορροπίας, οι τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων αυξάνουν κατά 3% ενώ οι τιμές της συγχωνευμένης εταιρίας αυξάνουν κατά 6%,

Το ίδιο ισχύει και για τα ανταγωνιστικά προϊόντα: εάν αξιολογηθεί μόνο η αντίδραση των ανταγωνιστών στην αύξηση τιμών της συγχωνευμένης οντότητας, θα υποτιμούσαμε την τελική αύξηση τιμών.

Το γενικό συμπέρασμα εδώ είναι ότι μια κατάλληλη αξιολόγηση των επιδράσεων της συγχώνευσης στις τιμές απαιτεί μια πλήρως ανατρεπτική ανάλυση ισορροπίας της αγοράς.

¹⁰ Farrell Joseph & Shapiro Carl, "Horizontal mergers: An equilibrium analysis", 1990

Παρατήρηση: Συμπληρωματικά προϊόντα

Οι μηχανισμοί που περιγράφονται ανωτέρω εφαρμόζονται αλλά στην αντίθετη κατεύθυνση όταν οι συγχωνευμένες εταιρίες πωλούν συμπληρωματικά αντί για υποκατάστata προϊόντα. Παραδείγματος χάριν, θεωρείστε μια συγχώνευση μεταξύ δύο εταιριών που πωλούν συμπληρωματικά προϊόντα, που η κάθε μια ανταγωνίζεται με άλλες εταιρίες που πωλούν υποκατάστata των προϊόντων τους. Όπως παρουσιάστηκε από τον Cournot (1838), η επίδραση της εσωτερικοποίησης δίνει στην συγχωνευμένη οντότητα κίνητρα για να θέσει τιμές, στα συμπληρωματικά προϊόντα, σε επίπεδα μικρότερα από αυτά της προ-συγχώνευσης. Αυτό ανακύπτει από το γεγονός ότι, όταν τα αγαθά είναι συμπληρωματικά, η ζήτηση που αντιμετωπίζει η μια επιχείρηση μειώνεται μαζί με την τιμή του προϊόντος της άλλης επιχείρησης (σε αντιδιαστολή με τη θετική σταυροειδή-επίδραση των τιμών που ισχύει στα υποκατάστata). Αυτό οδηγεί τη συγχωνευμένη οντότητα, που λαμβάνει υπόψη το κέρδος που δημιουργείται στο άλλο προϊόν κατά τον υπολογισμό της βέλτιστης τιμής ενός προϊόντος της, να μειώσει τις τιμές της.

Εάν υφίσταται η περίπτωση όπου οι μη-συγχωνευμένες εταιρίες πωλούν υποκατάστata ενός εκ των προϊόντων των συγχωνευμένων εταιριών, το υπόλοιπο της ανάλυσης παραμένει ίδιο, εκτός από ότι τώρα οι ανταγωνιστές αντιδρούν σε μια μείωση τιμών από τη συγχωνευμένη οντότητα. Η επίδραση της εσωτερικοποίησης της συγχώνευσης θα οδηγήσει συνεπώς, σε μια σφαιρική μείωση των τιμών, σε αύξηση στις πωλήσεις της συγχωνευμένης εταιρίας και σε μείωση στις πωλήσεις των ανταγωνιστικών εταιριών.

2.2. Ανταγωνισμός σε ποσότητες

Η ανωτέρω ανάλυση εφαρμόζεται σε αγορές όπου οι επιχειρήσεις καθορίζουν τις τιμές τους και ρυθμίζουν την παραγωγή για να ικανοποιήσουν τη ζήτηση που αντιμετωπίζουν. Με άλλα λόγια, οι εταιρίες επιλέγουν τις τιμές και προσαρμόζουν την προσφορά στην ζήτηση. Αυτό απαιτεί μεγάλη ευελιξία στις παραγωγικές δυνατότητες. Πολλές βιομηχανίες αντιμετωπίζουν κάποια ακαμψία όσον αφορά τις παραγωγικές αποφάσεις. Σε αυτήν την περίπτωση¹¹, οι εταιρίες επιλέγουν την

¹¹ Ivaldi Marc & Jullien Bruno & Rey Patrick & Seabright Paul & Tirole Jean, “The economics of unilateral effects”, France, November 2003

παραγωγή και έπειτα προσαρμόζουν τις τιμές ώστε να εξισώσουν την υπολειπόμενη ζήτηση τους με την προσφορά τους. Παρακάτω εξετάζουμε αυτήν την κατάσταση.

Θεωρείστε μια αγορά στην οποία οι εταιρίες επιλέγουν τις ποσότητες παραγωγής που προσφέρουν, και θέτουν έπειτα τις τιμές που τους επιτρέπουν να πουλήσουν την παραγωγή αυτή. Σε αυτήν την αγορά, συμβολίζουμε με q_i την ποσότητα που επιλέγει να παράγει η επιχείρηση i . Θεωρώντας δεδομένες τις επιλογές ποσότητας από τις επιχειρήσεις, οι τιμές στις οποίες θα πουλήσουν την παραγωγή τους, είναι οι τιμές p_1, p_2, \dots, p_n , στις οποίες η ζήτηση για τα προϊόντα των εταιριών είναι ακριβώς q_1, q_2, \dots, q_n . Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι σε μια τέτοια κατάσταση η τιμή που μια επιχείρηση πουλάει την παραγωγή της δεν εξαρτάται μόνο από την δική της παραγωγή, αλλά επίσης από τις παραγόμενες ποσότητες όλων των άλλων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην αγορά, αφού οι καταναλωτές μπορούν να υποκαταστήσουν τα προϊόντα. Αυτό μπορεί να δειχθεί με την σχέση:

$$p_i = P_i(q_1, q_2, \dots, q_n)$$

η οποία δίνει την τελική τιμή του προϊόντος της επιχείρησης i ως αποτέλεσμα όλων των παραγόμενων ποσοτήτων των εταιριών της αγοράς. Αυτές οι σχέσεις καλούνται συναρτήσεις αντίστροφης ζήτησης.

Στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε ποσότητες, η επιχείρηση επιλέγει την ποσότητα που θα παράγει στην αγορά, αλλά θα πρέπει να λάβει υπόψη της το γεγονός ότι οι τιμές θα πρέπει να προσαρμοσθούν αν αλλάξει την ποσότητα της.

Ομοιογενή προϊόντα

Όταν τα προϊόντα είναι πραγματικά ομοιογενή, οι καταναλωτές δεν ξεχωρίζουν κάποιο από αυτά και αγοράζουν έτσι το φτηνότερο διαθέσιμο (επισημαίνετε ότι οι διαφορετικές αγορές δεν υφίστανται διαφορετικά κόστη συναλλαγών). Σε αυτήν την περίπτωση, όταν όλες οι εταιρίες πωλούν την παραγωγή τους, αντιμετωπίζουν την ίδια τιμή p που είναι συνάρτηση μόνο της συνολικής παραχθείσας ποσότητας

$$p_i = p = P(q_1 + q_2 + \dots + q_n)$$

Αυτό είναι γνωστό ως το υπόδειγμα του Cournot με ομοιογενή προϊόντα και χρησιμοποιείται εκτενώς στην οικονομική βιβλιογραφία. Θα χρησιμοποιήσουμε αυτό το υπόδειγμα για να επεξηγήσουμε μερικές από τις επιπτώσεις, επειδή είναι κατάλληλο για αναλύσεις. Άλλα πρέπει εδώ να τονίσουμε ότι αυτό το υπόδειγμα οδηγεί σε μάλλον ισχυρά συμπεράσματα σχετικά με τα μερίδια της αγοράς μετά-

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

συγχώνευσης, που μπορεί να μην είναι έγκυρα σε διαφορετικές περιστάσεις. Παραδείγματος χάριν, όταν συνδυάζεται με την υπόθεση των σταθερών μεταβλητών δαπανών, αυτό το υπόδειγμα προβλέπει ότι η συγχώνευση έχει την ίδια επίπτωση στην τιμή όπως όταν η εταιρία με το υψηλότερο οριακό κόστος απλώς αποχωρεί από την αγορά.

Πρέπει να τονιστεί ότι οι επιλογές των καταναλωτών παραμένουν βασισμένες στις τιμές της αγοράς. Αυτό σημαίνει ότι, για δεδομένα χαρακτηριστικά προϊόντος, το σύνολο σχέσεων τιμής-ποσότητας που εκφράζεται από τις n καμπύλες ζήτησης $q_i = D_i(p_1, p_2, \dots, p_n)$ και συνδέει τις τελικές πωλήσεις των προϊόντων με τις n τιμές, είναι το ίδιο με το σύνολο σχέσεων που εκφράζονται από τις n αντίστροφες συναρτήσεις ζήτησης $p_i = P_i(q_1, q_2, \dots, q_n)$ που συνδέουν τις n τιμές με τις n ποσότητες. Πράγματι, οι αντίστροφες συναρτήσεις ζήτησης μπορούν να προέλθουν από τις συναρτήσεις ζήτησης. Εδώ εκφράζεται απλά το αντίθετο, για να καλύψει τις διαφορετικές στρατηγικές καταστάσεις που οι εταιρίες αντιμετωπίζουν.

Επιπλέον, η εταιρία πρέπει να επιλέξει, όπως πριν, ένα ζεύγος τιμής-ποσότητας που βρίσκεται πάνω στην αντίληπτή καμπύλη ζήτησης της. Κατά συνέπεια, όποια διαφορά μεταξύ του ανταγωνισμού σε τιμές και σε ποσότητες, αντανακλά όχι μόνο την μεταβλητή που επιλέγει η ίδια η εταιρία αλλά και τι παίρνει ως δεδομένο στις επιλογές των ανταγωνιστών της. Στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε τιμές, οι εναλλακτικές τιμολογήσεις (και επομένως και ποσότητες) εκ μέρους μιας εταιρίας, επιφέρουν διαφορετικές πωλήσεις για τις άλλες εταιρίες σε αμετάβλητες τιμές. Αντίθετα, στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε ποσότητες, οι εναλλακτικές ποσότητες (και επομένως και τιμές) εκ μέρους μιας εταιρίας επιφέρουν διαφορετικές τιμές των άλλων προϊόντων σε αμετάβλητες ποσότητες πώλησης.

Εναλλακτική ερμηνεία:

Μια άλλη ερμηνεία του υποδείγματος του Cournot που είναι δημοφιλής, είναι ότι αποτελεί μια παρουσίαση των στρατηγικών αλληλεπιδράσεων των εταιριών σε ένα στάδιο όπου επιλέγουν τις παραγωγικές τους δυνατότητες. Πράγματι, υποθέτουμε ότι οι εταιρίες στην αρχή κάθε έτους επιλέγουν τις παραγωγικές τους δυνατότητες και ότι αυτό διαρκεί για ένα χρόνο. Κατά τη διάρκεια του χρόνου οι εταιρίες ανταγωνίζονται σε τιμές, αλλά περιορίζονται από την αρχική επιλογή των δυνατοτήτων τους. Σε αυτό

το πλαίσιο οι τιμές που επικρατούν σε μια δεδομένη ημερομηνία εξαρτώνται από τις δυνατότητες των εταιριών. Εάν ισχύει ότι οι εταιρίες πωλούν μέχρι τις δυνατότητες τους κατά τη διάρκεια της περιόδου¹², τότε οι τιμές δίνονται από την αντίστροφη καμπύλη ζήτησης υπολογισμένες στο σημείο της μέγιστης παραγωγικής δυναμικότητας. Σε αυτήν την περίπτωση το q_i μπορεί να ερμηνευθεί ως η ποσότητα μέγιστης παραγωγικής δυναμικότητας, και η ισορροπία Cournot αντιπροσωπεύει την κατάσταση στην οποία βρίσκονται σε ισορροπία οι παραγωγικές επιλογές της επιχείρησης.

2.2.1. Ισορροπία ολιγοπωλίου

Θα αναλύσουμε όπως προηγουμένως το πρόβλημα που αντιμετωπίζει η επιχείρηση όταν επιλέγει ποσότητα. Το πρόβλημα της επιχείρησης είναι το ίδιο όπως αυτό που παρουσιάσθηκε στο τμήμα του ανταγωνισμού σε τιμές. Είναι βασικά μια επιλογή ανάμεσα σε υψηλό περιθώριο/ χαμηλές πωλήσεις και χαμηλό περιθώριο/ υψηλές πωλήσεις. Πράγματι, η αύξηση της ποσότητα παραγωγής επιτρέπει στην επιχείρηση να ωφεληθεί από το περιθώριο της στις υψηλότερες πωλήσεις, αλλά ταυτόχρονα την αναγκάζει να μειώσει την τιμή της και κατά συνέπεια και το περιθώριο της. Για να είναι εφικτός ο παραλληλισμός με το τμήμα του ανταγωνισμού σε τιμές, θεωρούμε μια ποσοστιαία μείωση στην ζήτηση της επιχείρησης i που θα αντιστοιχούσε σε μια τελική αύξηση της τάξεως του 1% στην τιμή της επιχείρησης i . Αυτό το ποσοστό, στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε τιμές, είναι η ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή, που συμβολίζεται e_i , ενώ στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε ποσότητες το ποσοστό αυτό συμβολίζεται $e_i(q_1, q_2, \dots, q_n)$. Έπειτα, ακολουθώντας τον ίδιο συλλογισμό όπως προηγουμένως, μια μείωση της παραγωγής της κατά $e_i\%$ και, άρα, μια αύξηση της τιμής κατά 1% θα δημιουργούσε μια μεταβολή στο κέρδος της επιχείρησης i ίση με

$$\text{Μεταβολή των κερδών} = \text{έσοδα}(i) - e_i \cdot \text{κέρδη}(i)$$

Η εταιρία πρέπει να μειώσει την παραγωγή, και ως εκ τούτου να αυξήσει την τιμή πώλησης, έως ότου αυτό παράγει επιπρόσθετα κέρδη.

Κατά συνέπεια η βέλτιστη επιλογή ποσότητας της εταιρίας i είναι αυτή που εξισώνει τον δείκτη Lerner με:

¹² Davidson C. & R. Deneckere, “Incentives to form coalitions with Bertrand competition”, 1985



$$L_i = \frac{1}{e_i}$$

Γίνεται αντιληπτό ότι η φύση των στρατηγικών επιλογών της εταιρίας παραμένει αμετάβλητη. Ο ανταγωνισμός σε ποσότητες θα φέρει τα ίδια αποτελέσματα όπως ο ανταγωνισμός σε τιμές, όταν η ποσοστιαία $e_i(q_1, q_2, \dots, q_n)$ εξισώνεται με την ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή $\varepsilon_i(p_1, p_2, \dots, p_n)$ για όλες τις επιχειρήσεις. Άλλα η φύση της ισορροπίας ανάμεσα στο περιθώριο και τις πωλήσεις μεταβάλλεται όταν οι επιχειρήσεις ανταγωνίζονται σε ποσότητες. Πιο συγκεκριμένα, όταν συγκρίνουμε την $e_i(q_1, q_2, \dots, q_n)$ για δεδομένες ποσότητες με την ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή $\varepsilon_i(p_1, p_2, \dots, p_n)$, υπολογισμένη στις τιμές που κυριαρχούν για αυτές τις ποσότητες, η πρώτη είναι μικρότερη της δεύτερης. Αυτό σημαίνει ότι, ξεκινώντας από το ίδιο αποτέλεσμα αγοράς (ίδιες τιμές και ποσότητες για όλα τα προϊόντα), η ίδια αύξηση στις τιμές μιας επιχείρησης θα επιφέρει μικρότερη μείωση στις πωλήσεις της.

Ένας τρόπος να φανεί η διαφορά είναι ο ακόλουθος. Για μια επιχείρηση σε μονοπωλιακή θέση, η ζήτηση που αντιμετωπίζει, καθορίζει την ποσότητα που μπορεί να πουλήσει σε κάθε δεδομένη τιμή, ή ισοδύναμα, τη τιμή που πρέπει να χρεώσει για να πουλήσει κάθε δεδομένη ποσότητα. Μια τέτοια επιχείρηση θα μπορούσε επομένως να αποφασίσει αδιαφορώντας για το αν θα επιλέξει τιμή ή ποσότητα. Σε μια ολιγοπωλιακή αγορά, εντούτοις, οι καμπύλες ζήτησης είναι αλληλένδετες, έτσι ώστε κάθε μεταβολή στις τιμολογιακές αποφάσεις ή στις αποφάσεις παραγωγής μιας επιχείρησης οδηγεί σε κάποιες προσαρμογές από τους ανταγωνιστές. Κατά συνέπεια, όταν η επιχείρηση υπολογίζει την αντιστάθμιση (trade – off) τιμής-πωλήσεων, η σχετική ελαστικότητα εξαρτάται από την υπόθεση της σχετικά με την πιθανή προσαρμογή των ανταγωνιστών. Η ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή, ε , είναι κατάλληλη όταν η επιχείρηση θεωρεί ότι οι ανταγωνιστές της θα διατηρήσουν τις τιμές και θα προσαρμόσουν τις πωλήσεις. Στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε ποσότητες, η επιχείρηση θεωρεί ότι οι ανταγωνιστές της θα κάνουν προσαρμογές τέτοιες ώστε να διατηρήσουν τις πωλήσεις τους αμετάβλητες (δηλαδή θα μεταβάλουν τις τιμές τους)¹³.

¹³ Scherer F.M., "Comment on Willig R., Merger analysis, industrial organization theory and merger guidelines", 1991

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

Υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε ποσότητες, όταν μια επιχείρηση μειώσει την παραγωγή της, και έτσι αυξήσει την τιμή της, η άμεση συνέπεια είναι να προκαλέσει κάποια μετατόπιση της ζήτησης του προϊόντος της προς τα ανταγωνιστικά προϊόντα. Άλλα οι ανταγωνιστές ήδη πουλούσαν την παραγωγή τους στις επικρατούσες τιμές: άρα, αν δεν αυξήσουν την παραγωγή τους, οι τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων πρέπει να αυξηθούν:

Όταν μια επιχείρηση μειώνει την ποσότητα παραγωγής της, οι τιμές όλων των προϊόντων (του προϊόντος της επιχείρησης και των ανταγωνιστικών της) αυξάνονται. Καθώς οι τιμές τους αυξάνονται, τα ανταγωνιστικά προϊόντα είναι λιγότερο ελκυστικά υποκατάστata, έτσι ώστε η επιχείρηση είναι λιγότερο περιορισμένη από την παρουσία των ανταγωνιστικών προϊόντων. Αυτό τείνει να ενισχύσει την αύξηση των τιμών που συνδέεται με μια δεδομένη μείωση ποσότητας: δεδομένου ότι η ίδια αύξηση τιμών μπορεί να επιτευχθεί με μια μικρότερη μείωση των πωλήσεων υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε ποσότητες απ'ότι υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε τιμές, η επιχείρηση τείνει να επιλέγει μικρότερες πωλήσεις και υψηλότερες τιμές στην πρώτη περίπτωση αντί της δεύτερης.

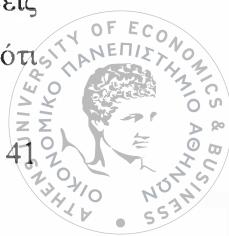
Με άλλα λόγια, υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε ποσότητες, οι τιμές προσαρμόζονται με τρόπο τέτοιο που περιορίζεται η επίδραση της υποκατάστασης. Οπότε, η επιχείρηση αντιμετωπίζει λιγότερη ανταγωνιστική πίεση και, κατά συνέπεια, οι τιμές τείνουν να είναι υψηλότερες, ενώ οι ποσότητες τείνουν να είναι μικρότερες.

Αφού κατανοηθεί η συμπεριφορά των μεμονωμένων επιχειρήσεων, η ισορροπία επιτυγχάνεται όταν κάθε επιχείρηση δρα βέλτιστα.

Όπως στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε τιμές, κάθε εξωγενής μείωση της παραγόμενης ποσότητας μιας επιχείρησης μειώνει την ανταγωνιστική πίεση στους ανταγωνιστές της. Αυτοί οι ανταγωνιστές θα μπορούν να πουλήσουν την ίδια ποσότητα σε υψηλότερες τιμές. Η βέλτιστη αντίδραση τους τότε θα είναι να αυξήσουν τις πωλήσεις τους:

Χαρακτηριστικά, υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε ποσότητες, η βέλτιστη ποσότητα παραγωγής μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερη, όταν οι παραγόμενες ποσότητες των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων είναι μικρότερες.

Αυτή η διαπίστωση συνήθως αναφέρεται στην οικονομική βιβλιογραφία λέγοντας ότι οι ποσότητες είναι στρατηγικά υποκατάστata. Αυτό δεν απεικονίζει ένα διαφορετικό μοντέλο συμπεριφοράς από την επιχείρηση, αλλά το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις επηρεάζονται διαφορετικά από τις στρατηγικές επιλογές των ανταγωνιστών από ότι



υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε τιμές. Όταν ο ανταγωνιστής αυξάνει την τιμή του σε συνθήκες ανταγωνισμού σε τιμές, το αποτέλεσμα είναι να αυξηθούν οι πωλήσεις της επιχείρησης, αφού η τιμή είναι η μεταβλητή απόφασης της. Η επιχείρηση τότε αντιδρά με αύξηση της τιμής της. Όταν ένας ανταγωνιστής μειώσει την παραγωγή του υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε ποσότητες, το αποτέλεσμα είναι μια αύξηση στην τιμή της επιχείρησης σε δεδομένες πωλήσεις. Εδώ η επιχείρηση αντιδρά με την αύξηση την παραγωγής της.

2.2.2. Επιπτώσεις της συγχώνευσης

Η ανάλυση των επιδράσεων του εσωτερικού συντονισμού είναι σε γενικές γραμμές ίδια όπως για την περίπτωση του ανταγωνισμού σε τιμές¹⁴, με την διαφορά ότι οι επιλεγμένες μεταβλητές είναι οι ποσότητες και οι σχετικές καμπύλες ζήτησης είναι οι αντίστροφες καμπύλες ζήτησης για ποσότητες.

2.2.2.1. Εσωτερικός συντονισμός

Για δεδομένες παραγόμενες ποσότητες από άλλες επιχειρήσεις, μια συγχωνευμένη εταιρία παράγει λιγότερα από ότι θα παρήγαγαν δύο ασυντόνιστες επιχειρήσεις, και με αυτόν τον τρόπο επιβάλλει υψηλότερες τιμές για τα προϊόντα της. Η συγχώνευση προκαλεί συμπίεση στην παραγωγή των συγχωνευμένων εταιριών, αυξάνοντας τις τιμές όλων των προϊόντων. Εντούτοις, το μέγεθος της επίδρασης θα είναι διαφορετικό, καθώς η φύση του ανταγωνισμού αλλάζει. Διαπιστώσαμε ότι οι τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων αυξάνονται, καθώς η συγχωνευμένη εταιρία μειώνει την παραγωγή της. Αυτό σημαίνει ότι η βέλτιστη μεταβολή τιμής-ποσότητας, μετρημένη κρατώντας την παραγωγή των ανταγωνιστών σταθερή στο προσγχώνευσης επίπεδο, θα περιέχει υψηλότερη τιμή από την βέλτιστη μεταβολή τιμής-ποσότητας, μετρημένη κρατώντας τις τιμές των ανταγωνιστών σταθερές στο προσγχώνευσης επίπεδο.

2.2.2.2. Αντίδραση των ανταγωνιστών

Όπως προηγουμένως, η συγχώνευση μειώνει την ανταγωνιστική πίεση στις ανταγωνιστικές επιχειρήσεις. Έχοντας να αντιμετωπίσουν ένα λιγότερο επιθετικό ανταγωνιστή και υψηλότερες καμπύλες ζήτησης, οι άλλες εταιρίες θα αντιδράσουν με το να παράγουν περισσότερα¹⁵.

Οι ανταγωνιστές αντιδρούν στην συγχώνευση αυξάνοντας την παραγωγή τους.

¹⁴ Ivaldi Marc & Jullien Bruno & Rey Patrick & Seabright Paul & Tirole Jean, “The economics of unilateral effects”, France, November 2003

¹⁵ Davidson C. and R. Deneckere, “Incentives to form coalitions with Bertrand competition”, 1985

Παρατηρείται, ότι η επίδραση είναι παρόμοιας φύσης με αυτή που παρουσιάστηκε στον ανταγωνισμό σε τιμές. Και στις δύο περιπτώσεις η εταιρία βρίσκει μια μέση λύση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της και της αύξησης των τιμών της. Το αποτέλεσμα της ανταλλαγής είναι ότι η αντίδραση των ανταγωνιστών μειώνει τον αντίκτυπο της συγχώνευσης στις τιμές χωρίς να τον αντισταθμίζει. Δηλαδή, η αντίδραση δημιουργεί πάλι και υψηλότερες πωλήσεις και υψηλότερες τιμές για τα ανταγωνιστικά προϊόντα. Παρόλαυτα, το γεγονός ότι οι στρατηγικές επιλογές είναι διαφορετικές (ποσότητες αντί τιμών) έχει τις επιπτώσεις στην ανάλυση της επίδρασης ανατροφοδότησης.

2.2.2.3. Επίδραση της ανατροφοδότησης και ισορροπία

Ο συνδυασμός των αποτελεσμάτων για την λήψη των τελικών επιπτώσεων απαιτεί, όπως πριν, ανάλυση της επίδρασης της ανατροφοδότησης.

Εξετάζουμε, πάλι, τη συμπεριφορά της συγχωνευμένης οντότητας. Έστω ότι $x_i\%$ είναι η μείωση της παραγωγής που θα προβλεπόταν από μια αξιολόγηση της επίδρασης του εσωτερικού συντονισμού στις προ-συγχωνεύσεων παραγωγές των ανταγωνιστών. Σαν αποτέλεσμα αυτής της μείωσης της παραγωγής, οι τιμές των ανταγωνιστών αυξάνονται. Η εταιρία, συνεπώς, πρέπει να αναμένει ότι οι ανταγωνιστές θα αυξήσουν την παραγωγή τους ως αντίδραση στη συγχώνευση.

Αυτό είναι παρόμοιο με την περίπτωση του ανταγωνισμού σε τιμές. Εντούτοις, η συγχωνευμένη εταιρία επηρεάζεται διαφορετικά από την αντίδραση των ανταγωνιστών. Υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε τιμές, η τιμή που έχει επιλέξει να θέσει παραμένει αμετάβλητη και οι πωλήσεις της αυξάνονται, το οποίο είναι ευεργετικό για την κερδοφορία. Υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε ποσότητες, εφόσον ότι οι πωλήσεις της εταιρίας παραμένουν σταθερές, η τιμή της πρέπει να μειωθεί ώστε η ζήτηση να παραμείνει σταθερή. Κατά συνέπεια στο επιλεγμένο επίπεδο παραγωγής, οι τιμές της συγχωνευμένης επιχείρησης επηρεάζονται δυσμενώς από την αντίδραση των ανταγωνιστών, που είναι καταστρεπτικό για την κερδοφορία. Με άλλα λόγια, υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε ποσότητες, η συγχωνευμένη εταιρία χειροτερεύει από την αντίδραση των ανταγωνιστών στη συγχώνευση.

Δεδομένου ότι οι ανταγωνιστές αυξάνουν την παραγωγή τους, η αρχική αντίδραση της συγχωνευμένης εταιρίας πρέπει να είναι, να μειώσει ακόμα περαιτέρω την παραγωγή της, με μια τελική μείωση μεγαλύτερη του $x_i\%$. Αυτή η αντίδραση μετριάζει τις επιπτώσεις της πρόσθετης παραγωγής των ανταγωνιστών στις τιμές της

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

συγχωνευμένης επιχείρησης. Στη συνέχεια, αυτό υπονοεί ότι οι ανταγωνιστές πρέπει να αυξήσουν την παραγωγή τους ακόμα περισσότερο.

Ενώ η αρχική επίδραση της συγχωνευσης είναι η αύξηση όλων των τιμών, αυτό αντισταθμίζεται από την αντίδραση των ανταγωνιστών που αυξάνουν την παραγωγή τους. Οι σφαιρικές επιπτώσεις ισορροπίας της επίδρασης ανατροφοδότησης στις τιμές είναι λιγότερο ευδιάκριτες απ'ότι στον ανταγωνισμό σε τιμές καθώς μερικές ποσότητες αυξάνονται ενώ άλλες μειώνονται. Σε μια χαρακτηριστική κατάσταση οι επιδράσεις της ανατροφοδότησης μετριάζουν αλλά δεν αντιστρέφουν τον ποιοτικό αντίκτυπο της συγχωνευσης που δημιουργείται από τη συμπεριφορά της συγχωνευμένης οντότητας.

Επισημαίνουμε ότι η επίδραση της ανατροφοδότησης επιδεινώνει τις επιπτώσεις στα μεμονωμένα επίπεδα παραγωγής των συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Καθώς οι ανταγωνιστές αντιδρούν στην συγχωνευση με την αύξηση της παραγωγής τους, η μείωση των επιπέδων παραγωγής της συγχωνευμένης εταιρίας στην ισορροπία είναι μεγαλύτερη από ότι θα αναμέναμε υποθέτοντας ότι οι παραγόμενες ποσότητες των ανταγωνιστών παραμένουν αμετάβλητες.

Χαρακτηριστικά, όταν οι εταιρίες ανταγωνίζονται σε ποσότητες, οι τιμές μετά-συγχωνευσης όλων των προϊόντων αυξάνονται, οι πωλήσεις της συγχωνευμένης οντότητας μειώνονται, και οι πωλήσεις των ανταγωνιστικών εταιριών αυξάνονται.

Παρατηρούμε ότι τα ποιοτικά συμπεράσματα είναι τα ίδια υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε τιμές και ανταγωνισμού σε ποσότητες.

Εάν αξιολογούμε την ισορροπία στην περίπτωση της ομοιογενούς παραγωγής, η γενική επίδραση είναι μια μείωση της συνολικής παραγωγής. Αυτή η μείωση είναι, εντούτοις, μικρότερη από αυτή που αναμένεται από την επίδραση του εσωτερικού συντονισμού μετρημένη στις ποσότητες προ-συγχωνευσης για τους ανταγωνιστές, έτσι ώστε η τελική αύξηση της τιμής είναι επίσης μικρότερη. Αυτό σημαίνει ότι τα αποτελέσματα ανατροφοδότησης τείνουν να μετριάσουν τις επιπτώσεις της συγχωνευσης στην τιμή. Με άλλα λόγια, συνολικά η αντίδραση των ανταγωνιστών μετριάζει την αρνητική επίπτωση της μείωσης της παραγωγής της συγχωνευμένης οντότητας στην τελική τιμή.

Εστιάζοντας στις τελικές τιμές γενικά, διακρίνουμε δύο επιδράσεις: η μείωση της παραγωγής της συγχωνευμένης οντότητας αυξάνει τις τιμές, αλλά η αντίδραση των ανταγωνιστών δημιουργεί μια αντισταθμιστική επίδραση καθώς αυξάνουν την παραγωγή τους, που συμπλέζει τις τιμές. Συνεπώς:

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

Υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε ποσότητες, η αύξηση των τιμών στην ισορροπία είναι μικρότερη από ότι θα αναμέναμε υποθέτοντας ότι οι παραγόμενες ποσότητες των ανταγωνιστών παραμένουν αμετάβλητες.

Η αγνόηση, κατά συνέπεια, της επίδραση της ισορροπίας μπορεί να οδηγήσει σε υπερεκτίμηση του αντίκτυπου της συγχώνευσης στις τελικές τιμές.

Απαιτείται μεγάλη προσοχή στην σύγκριση αυτών των συμπερασμάτων με αυτά στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε τιμές. Συνολικά, διαπιστώνουμε ότι τα ποιοτικά συμπεράσματα είναι τα ίδια για τον ανταγωνισμό σε ποσότητες και τον ανταγωνισμό σε τιμές. Εντούτοις, οι ποσοτικές προβλέψεις μπορεί να διαφέρουν ουσιαστικά στα δύο αυτά υποδείγματα.

Αν και η επίδραση της ανατροφοδότησης τείνει να σταθεροποιήσει τις τιμές στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε ποσότητες, αυτό δεν πρέπει να ερμηνευτεί ως θεώρηση ότι η επίδραση μιας συγχώνευσης θα είναι μικρότερη σε αυτή την περίπτωση. Τα επίπεδα τιμών προ-συγχώνευσης θα είναι διαφορετικά υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε τιμές και ανταγωνισμού σε ποσότητες, ακόμα και αν και στις δύο περιπτώσεις υπάρχουν αυξήσεις πάνω από το οριακό κόστος και η παραγωγή είναι συνεπώς ήδη μικρότερη από το αποτελεσματικό. Άλλα η επίδραση του εσωτερικού συντονισμού θα είναι ισχυρότερη στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε ποσότητες από ότι στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε τιμές. Ο λόγος είναι ο ίδιος όπως αυτός που επικαλέστηκε για να εξηγηθεί γιατί ο ανταγωνισμός σε ποσότητες οδηγεί a priori σε υψηλότερες τιμές από ότι ο ανταγωνισμός σε τιμές. Στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε ποσότητες, κάθε προσπάθεια της συγχωνευμένης οντότητας για αύξηση του περιθωρίου τιμής της, μέσω της περικοπής της παραγωγής, διευκολύνεται γιατί οι τιμές των ανταγωνιστικών προϊόντων προσαρμόζονται ανοδικά. Η συγχωνευμένη οντότητα θα προκαλέσει συνεπώς μια υψηλότερη αύξηση τιμής σε αυτή την περίπτωση. Ανακεφαλαιώνοντας:

Υπό συνθήκες ανταγωνισμού σε ποσότητες η επίδραση του εσωτερικού συντονισμού είναι ισχυρότερη αλλά μετριάζεται από την επίδραση της ανατροφοδότησης, ενώ στην περίπτωση του ανταγωνισμού σε τιμές, η επίδραση του εσωτερικού συντονισμού είναι μικρότερη αλλά ενισχύεται από την επίδραση της ανατροφοδότησης.

Αυτό σημαίνει ότι δεν είναι δυνατό να συμπεράνουμε a priori ότι μια συγχώνευση ανήκει περισσότερο στην μια ή στην άλλη περίπτωση. Αυτό θα διαπιστωθεί ανά περίπτωση, με τις εμπειρικές μεθόδους και τη λεπτομερή ανάλυση ισορροπίας.

3. Βασικά στατιστικά στοιχεία υποθέσεων Σ&Ε

Τα δύο πρώτα κεφάλαια της εργασίας εστιάστηκαν στις αιτίες και τις συνέπειες των συγχωνεύσεων. Συνεπώς, αναλύθηκαν τα κύρια συστατικά του φαινόμενου αυτού. Το παρόν κεφάλαιο θα ασχοληθεί και με τις διαστάσεις του. Η παρουσίαση των στατιστικών στοιχείων θα γίνει, ταξινομώντας τα σε δυο κυρίες κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει στοιχεία από την Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς και συγκριτικά στοιχεία για τα τελευταία 17 χρόνια, τα οποία παρουσιάζονται και σε μορφή πίνακα με σκοπό την καλύτερη κατανόηση του κειμένου. Η ανάλυση ολοκληρώνεται με την παρουσίαση της χρόνιας με την μεγαλύτερη κινητικότητα σε Ε&Σ.

Στην δεύτερη κατηγορία βρίσκουμε στοιχεία που αφορούν μόνο τον ελλαδικό χώρο. Η ανάλυση εδώ χωρίζεται σε δυο βασικά σκέλη. Το πρώτο περιλαμβάνει μια εκτενής παρουσίαση των πιο πρόσφατων στατιστικών στοιχείων που αφορούν το 2005 και συμπεριλαμβάνουν τις κυριότερες συναλλαγές, τις εταιρικές συναλλαγές, τις αξίες των συναλλαγών, την γεωγραφική κατανομή και τις εταιρίες επιχειρηματικών ομίλων. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι τα περισσότερα στοιχεία έχουν συλλεχθεί από την τελευταία έρευνα της PricewaterhouseCoopers για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές¹. Το δεύτερος σκέλος περιλαμβάνει συγκεντρωτικά στοιχεία για την τελευταία διετία (2005 – 2006), τα οποία παρουσιάζονται ανά κλάδο. Τα στοιχεία αυτά δεν εμφανίζονται συγκεντρωμένα, αλλά συλλέχθηκαν από τις Capitalink, Euro2day, Factiva, Presspoint².

3.1 Βασικά στατιστικά στοιχεία υποθέσεων Σ&Ε

στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Μέχρι το Σεπτέμβριο του 2007³, ένα σύνολο 3595 συγχωνεύσεων κοινοποιήθηκαν στην Επιτροπή υπό τον Κανονισμό Συγχωνεύσεων, από τότε που τέθηκε σε ισχύ τον Σεπτέμβριο του 1990.

I) Κοινοποιήσεις

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	Σεπτ. 07	Σύνολο
ποθέσεις που νομούθηκαν	11	64	59	59	95	110	131	168	224	276	330	335	277	211	247	313	356	329	3595
ποθέσεις που	0	0	3	1	6	4	5	9	5	7	8	8	3	0	3	6	7	4	79

¹ PricewaterhouseCoopers, “Εξαγορές \$ συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων 2005”, March 2005

² www.capitallink.gr, www.euro2day.gr, factiva.com, www.presspoint.gr

³ eu.europa.com

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

πορρίφθηκαν – βιστή !	0	0	0	1	0	0	1	0	4	5	5	4	1	0	2	3	2	2	30
ποθέσεις που ρρίφθηκαν – ση 2																			

II) Παραπομπές

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	Σεπτ. 07	Σύνολο	
θρο 4(4) απαίτηση															2	14	13	5	34	
θρο 4(4) παραπομπή															2	11	13	5	31	
Συμβούλιο των μέλών																				
θρο 4(4) μερική παρομπή στο μέσον των μελών															0	0	0	1	1	
θρο 4(4) άρνηση παρομπής															0	0	0	0	0	
θρο 4(5) απαίτηση																20	28	38	39	125
θρο 4(5) αποδοχή παρομπής															16	24	39	39	118	
θρο 4(5) άρνηση παρομπής															2	0	0	1	3	
θρο 22 απαίτηση	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	0	2	1	1	4	4	1	17	
θρο 22(3)	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	0	2	1	1	3	3	1	15	
παρομπή																				
θρο 22(3) άρνηση παρομπής																1	1	0	2	
θρο 9 απαίτηση	0	1	1	1	1	0	3	7	4	9	4	9	8	10	4	7	6	3	78	
θρο 9.3 μερική παρομπή στο μέσον των Μελών	0	0	1	0	1	0	0	6	3	2	3	6	7	1	1	3	1	1	36	
θρο 9.3 πλήρης παρομπή	0	0	0	1	0	0	3	1	1	3	2	1	4	8	2	3	1	1	31	
θρο 9.3 άρνηση παρομπής	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	1	4	

III) Αποφάσεις Πρώτης Φάσης

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	Σεπτ. 07	Σύνολο
θρο 6.1(a) έξω ά την εμβέλεια ο Κανονισμού	2	5	9	4	5	9	6	4	4	1	1	1	1	0	0	0	0	52	
θρο 6.1(b) αδοχή	5	47	43	49	78	90	109	118	196	225	278	299	238	203	220	276	323	283	3080
θρο 6.1 (b) αδοχή, μέσω λοποίησης δικασών	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	41	141	103	110	137	167	207	187	1093
θρο 6.1(b) αδοχή με ισύποθεσεις	0	3	4	0	2	3	0	2	12	16	26	11	10	11	12	15	13	8	148

IV) Φάση II - Αποφάσεις που έχουν ξεκινήσει

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	Σεπτ. 07	Σύνολο
θρο 6.1(c)	0	6	4	4	6	7	6	11	11	20	18	21	7	9	8	10	13	9	170

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

V) Αποφάσεις Δεύτερης Φάσης

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	Σεπτ. 07	Σύνολο
Άρθρο 8.1 αποδοχή	0	1	1	1	2	2	1	1	3	0	3	5	2	2	2	2	4	2	34
Άρθρο 8.2 αποδοχή με υποθέσεις	0	3	3	2	2	3	3	7	4	7	12	9	5	6	4	3	6	4	83
Άρθρο 8.3 απαγόρευση	0	1	0	0	1	2	3	1	2	1	2	5	0	0	1	0	0	1	20
Άρθρο 8.4 πατάσταση του τελεσματικού κανονισμού	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	4

VI) Λοιπές Αποφάσεις

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	Σεπτ. 07	Σύνολο
Άρθρο 6.3 ανάκληση φασης	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Άρθρο 8.6 ανάκληση φασης	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Άρθρο 14 απόφαση θολής προστίμου	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	1	0	1	0	1	0	0	0	8
Άρθρο 7.3 ανάκληση αναστολής	1	1	2	3	3	2	4	5	13	7	4	7	14	8	10	6	2	3	95
Άρθρο 21	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	1	0	1	0	0	0	2	0	7

Από αυτές 52 βρέθηκαν να ξεφεύγουν ολικώς, ή μερικώς, από το αντικείμενο του κανονισμού και 109 απορρίφθηκαν αργότερα.

Ο αριθμός των κοινοποιήσεων αυξάνονταν κάθε χρόνο μεταξύ του 1993 και του 2001, μέχρι που έφτασε τις 335. Υπήρξε μια σταδιακή μείωση τα έτη 2002 – 2003, την οποία όμως ακολούθησε ανάκαμψη που συνεχίζει μέχρι και σήμερα. Σε αυτό το σημείο πρέπει να επισημάνουμε ότι οι 329 κοινοποιήσεις αφορούν το 2007 μέχρι και τον Σεπτέμβριο, δηλαδή δεν αφορούν ένα ολοκληρωμένο ημερολογιακό έτος. Ο αριθμός των κοινοποιημένων υποθέσεων είναι πολύ μικρός σε σύγκριση με τη συνολική δραστηριότητα σε Σ&Ε, εξαιτίας της περιορισμένης εμβέλειας του Κανονισμού των Συγχωνεύσεων, ο οποίος επηρεάζει συγχωνεύσεις που αφορούν πολύ μεγάλες επιχειρήσεις και αποκλείει συγχωνεύσεις ανάμεσα στις επιχειρήσεις που κάθε μια από αυτές αποκομίζει περισσότερο από τα δύο τρίτα του τζίρου τους στο ίδιο Κράτος Μέλος.

Ο Κανονισμός προβλέπει όσον αφορά την εξέταση των συγχωνεύσεων να γίνεται σε δύο φάσεις. Στην πρώτη Φάση, αφού καθοριστεί, ότι η συγχώνευση, ή η εξαγορά εμπίπτουν στον Κανονισμό, η Επιτροπή πρέπει να αποφασίσει είτε ότι δε δημιουργεί σοβαρές αμφιβολίες όσον αφορά τις επιδράσεις στον ανταγωνισμό (Άρθρο 6(1)(b)), ή ότι υπάρχουν σοβαρές αμφιβολίες που χρειάζονται την πιο λεπτομερή εξέταση της 2^{ης} Φάσης (Άρθρο 6(1)(c)). 3080 συγχωνεύσεις έγιναν αποδεκτές στην 1^η Φάση, παρόλο που σε 148 από αυτές τις περιπτώσεις η Επιτροπή έδωσε την έγκριση της μόνο

αφότου τα μέρη δεσμεύτηκαν να προβούν σε μέτρα ειδικά σχεδιασμένα για τη μείωση δυνητικής αρνητικής επίδρασης στις συνθήκες ανταγωνισμού.

Η διαδικασία της 2^{ης} Φάσης ολοκληρώθηκε σε 141 υποθέσεις. Σε 34 από αυτές, η Επιτροπή αποφάσισε να προχωρήσει σε περαιτέρω επανεξέταση προκειμένου να διαπιστώσει ότι δεν υπήρχαν σοβαρά προβλήματα ανταγωνισμού, ενώ σε 83 υποθέσεις τα προβλήματα ανταγωνισμού λύθηκαν όταν τα μέρη προσέφεραν κατάλληλα μέτρα. 20 συγχωνεύσεις απαγορεύτηκαν, δηλαδή λιγότερο του 1% του συνόλου των υποθέσεων.

3.1.1. Κλαδική κατανομή των υποθέσεων

Οι συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων που ανήκουν στον βιομηχανικό κλάδο είναι πιο πιθανό να εμπίπτουν στην εμβέλεια του Κανονισμού Συγχωνεύσεων της ΕΕ από ότι οι συγχωνεύσεις των επιχειρήσεων που ανήκουν στον τομέα των υπηρεσιών, γιατί οι βιομηχανικές εταιρίες είναι κατά μέσο όρο μεγαλύτερες, και είναι πιο συχνά πολυεθνικές. Συνεπώς, η κλαδική κατανομή των περιπτώσεων του Κανονισμού των Συγχωνεύσεων⁴ δεν αντανακλά αυτή όλης της δραστηριότητας σε Σ&Ε στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπου οι υπηρεσίες λογοδοτούν περίπου για το 60% όλων των συγχωνεύσεων και εξαγορών που αφορούν επιχειρήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είτε σαν εξαγοράζουσες, είτε σαν στόχοι. Ωστόσο, το μερίδιο των τομέων υπηρεσιών στις υποθέσεις του Κανονισμού Συγχωνεύσεων έχει αυξηθεί σημαντικά από το 1990. Οι συγχωνεύσεις, ή εξαγορές, που κοινοποιούνται είναι κυρίως συγκεντρωμένες σε τομείς όπου το μέσο μέγεθος των επιχειρήσεων είναι πολύ μεγάλο, όπως χημικών, ηλεκτρικού και οπτικού εξοπλισμού, τον τομέα ενέργεια και τηλεπικοινωνιών. Επίσης ο αριθμός των περιπτώσεων στον τομέα του διαδικτύου άρχισε να αυξάνεται σημαντικά από το 1995.

3.1.2. Η χρονιά με την μεγαλύτερη κινητικότητα σε Ε&Σ στην Ευρώπη

Το 2005 η ευρωπαϊκή αγορά εξαγορών και συγχωνεύσεων παρουσίασε τη μεγαλύτερη κινητικότητα⁵ από το 2000 με σύνολο δημοσιευμένης αξίας συναλλαγών € 800 δισ. περίπου, παρουσιάζοντας μια αύξηση κατά 51% σε σχέση με το 2004. Σημαντικό ρόλο στην αύξηση διαδραμάτισαν οι διασυνοριακές συναλλαγές, οι οποίες

⁴ Κατσουλάκος Ιωάννης, Βέττας Νικόλαος “Πολιτική ανταγωνισμού & ρυθμιστική πολιτική”, Αθήνα, Σεπτέμβριος 2004

⁵ PricewaterhouseCoopers, “Εξαγορές \$ συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων 2005”, March 2005

αυξήθηκαν κατά 58,7%, καθώς από τη μία μεριά οι μεγάλες ευρωπαϊκές εταιρίες στοχεύουν στη δημιουργία πανευρωπαϊκών κολοσσών αλλά και επενδύουν στις νέες αναπτυσσόμενες αγορές της ΕΕ. Ως εκ τούτου, η δραστηριότητα στην Ανατολική Ευρώπη έφτασε τα € 95 δισ. περίπου, με την Ρωσία και την Τουρκία να εμφανίζονται ως οι πιο δραστήριες αγορές.

Οι κλάδοι της Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνίας, Τραπεζών & Χρηματ/κών Υπηρεσιών και Ενέργειας παρουσίασαν την μεγαλύτερη κινητικότητα ακολουθώντας μια τάση συγκέντρωσης στην Ευρωπαϊκή αγορά. Στον κλάδο της Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνίας, η εξαγορά της O2, βρετανική εταιρία κινητής τηλεφωνίας, από την ισπανική Telefónica για \$ 31,7 δισ. αποτέλεσε τη μεγαλύτερη διασυνοριακή συναλλαγή το 2005. Ακολούθει στον κλάδο Τραπεζών & Χρηματ/κών Υπηρεσιών η εξαγορά της Bayerische HypoVereinsbank από την UniCredito Italiano για \$ 18,2 δισ. Η συγχώνευση της Gazde France με την Suez αποτελεί μια από τις σημαντικότερες συναλλαγές στον κλάδο της Ενέργειας με τη δημιουργία μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες στον κλάδο καθώς και η εξαγορά της ισπανικής Endesa από την Gas Natural SDG για \$ 28,3 δισ.

3.2 Βασικά στατιστικά στοιχεία υποθέσεων Σ&Ε στην Ελλάδα

Όπως ήδη προαναφέραμε, η παρουσίαση θα οργανωθεί με βάση αυτές τις δυο ενότητες. Οι πρώτες 5 υποκατηγορίες, συνεπώς, αποτελούν στοιχεία της πιο πρόσφατης έρευνας⁶ για τον ελλαδικό χώρο, ενώ η 6^η αποτελείται από στοιχεία που αφορούν την τελευταία διετία (ανά κλάδο), χωρίς όμως να είναι καταγεγραμμένα επισήμως σε κάποια ολοκληρωμένη έρευνα⁷.

3.2.1. Οι κυριότερες συναλλαγές

Το 2005 ήταν μια χρονιά σημαντικών σε μέγεθος εξαγορών και συγχωνεύσεων καθώς η συνολική αξία των συναλλαγών ανήλθε σε € 4,3 δισ. Και η αξία των δέκα μεγαλύτερων συναλλαγών ανήλθε σε € 3,1 δισ., ή 73% του συνόλου.

Στον κλάδο Τεχνολογίας και Τηλεπικοινωνιών πραγματοποιήθηκαν τρεις από τις μεγαλύτερες συναλλαγές του 2005 με πρωταγωνιστή την εξαγορά της TIM Ελλάς

⁶ PricewaterhouseCoopers, “Εξαγορές \$ συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων 2005”, March 2005

⁷ www.capitalink.gr, www.euro2day.gr, factiva.com, www.presspoint.gr

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

από τις εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών Apax Partners και Texas Pacific για € 1,4 δισ. αξία μετοχών, ποσό που αποτελεί το 32% της συνολικής αξίας συναλλαγών για το 2005. Από τις ίδιες εταιρίες πραγματοποιήθηκε η δεύτερη μεγαλύτερη εξαγορά στον κλάδο, η εξαγορά της Q-Telecom για € 325 εκατομμύρια. Ακολούθησε η εξαγορά του 70% της Cosmote από την Cosmote για € 120 εκατομμύρια. Στον κλάδο των Τραπεζών, η σημαντικότερη συναλλαγή είναι η εξαγορά του 50% της Novabank από την πορτογαλική τράπεζα Millennium BCP για € 330 εκατομμύρια, στην οποία πλέον ανήκει το 100% της τράπεζας. Η εδραίωση των ελληνικών τραπεζών στη ευρύτερη περιοχή της ΝΑ Ευρώπης και Μεσογείου συνεχίστηκε το 2005 με την εξαγορά του 97% της σέρβικης Jubanka από την AlphaBank για € 167 εκατομμύρια, της Eurobank AD στη Βουλγαρία από την Τράπεζα Πειραιώς για € 48,4 εκατομμύρια και της σέρβικης NSB από την EFG Eurobank-Ergasias για € 41 εκατομμύρια.

Ο κλάδος Τροφίμων και Ποτών συγκέντρωσε 3 από τις 10 μεγαλύτερες συναλλαγές, οι οποίες σηματοδοτούν ανανεωμένη κινητικότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων, τόσο μεταξύ ελληνικών εταιριών όσο και επενδύσεων ελληνικών εταιριών στο εξωτερικό και ξένων επενδύσεων στην Ελλάδα.

Η συμφωνία που προσέλκυσε μεγάλο ενδιαφέρον στο τέλος του 2005 είναι η συγχώνευση της Δέλτα με την Chipita η οποία ολοκληρώθηκε μέσα στο 2006 με την δημιουργία μιας νέας εταιρίας από την ενσωμάτωση της Δέλτα Συμμετοχών, της Chipita, της Goody's και της Μπάρμπα Στάθης. Αποτέλεσμα αυτής της επιχειρηματικής συνεργασίας είναι η δημιουργία μιας πολύ σημαντικής πλέον εταιρίας της Brand Co στον κλάδο των Τροφίμων και Ποτών με δραστηριοποίηση σε πάνω από 25 χώρες του εξωτερικού.

Μεγάλη επενδυτική δραστηριότητα σε χώρες του εξωτερικού συνεχίζει να παρουσιάζει η Coca Cola Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως το 2005 μέσω εξαγορών εταιριών εμφιάλωσης νερού και χυμών στη Σερβία και τη Ρωσία. Οι συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν από κοινού με την εταιρία The Coca Cola Company ενώ η συνολική επένδυση της η Coca Cola Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως ανήλθε σε € 198 εκατομμύρια. Οι εξαγορές αποτελούν μέρος στρατηγικής απόφασης της εταιρίας να εστιαστεί σε προϊόντα μη ανθρακούχων ποτών και εμφιαλωμένου νερού, με σκοπό αυτά να αποτελούν το 35% του συνολικού όγκου πωλήσεων το 2006. Η Coca Cola Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως πάλι από κοινού με την μητρική της, εξαγόρασαν στις αρχές του 2006 εταιρία εμφιάλωσης νερού στην Ιταλία για € 35 εκατ.

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

συνέχεια, εξαγόρασε μέσω δημόσιας προσφοράς τη θυγατρική της εταιρία εμφιάλωσης στην Κύπρο για € 68,5 εκατομμύρια, η οποία παράγει επίσης γαλακτοκομικά είδη και χυμούς.

Τέλος, επίσης στον κλάδο των Τροφίμων και Ποτών, σημαντική προσέλκυση ξένων κεφαλαίων στην Ελλάδα αποτέλεσε η εξαγορά του 96,5% της Δέλτα Βιομηχανία Παγωτού από την Nestlé για € 127 εκατομμύρια (μη συμπεριλαμβανομένου του τραπεζικού δανεισμού).

Στον κλάδο της Ενέργειας η αύξηση της συμμετοχής της ισπανικής Iberdrola στην εταιρία Ρόκας από 21% σε 49.9% για € 56 εκατομμύρια πραγματοποιήθηκε βάσει της μεταξύ τους συμφωνίας το 2004. Η συμφωνία προέβλεπε την συγκεκριμένη αύξηση του μεριδίου της Iberdrola στην Ρόκας σε διάστημα 4 ετών. Η συμφωνία ολοκληρώθηκε, εντούτοις, σε διάστημα ενός έτους, και αυτό προοικονομεί θετικές εξελίξεις στον κλάδο της Ενέργειας για τα επόμενα χρόνια.

Η εξαγορά του 53% της Αλουμίνιο της Ελλάδος από την Mutillenaios για € 79,5 εκατομμύρια συμβαδίζει με τις εξελίξεις στον κλάδο του Αλουμινίου και την σημαντική άνοδο των τιμών της αλουμίνιας.

Πίνακας 1

Οι σημαντικότερες συναλλαγές του 2005
(βάσει αξίας συναλλαγής)

A/A	Περιγραφή συναλλαγής	Προέλευση Αγοραστή	Προέλευση Εταιρίας – Στόχου	Κλάδος	Αξία Συναλλαγής Μετοχών (€ εκ.)	Αξία Επιχείρησης ΚΠΦΤΑ	Αξία Μετοχών Καθαρή Θέση
1	Οι Apex Partners και Texas Pacific εξαγόρασαν το 100% της TIM International	ΗΠΑ/ Ηνωμένο Βασίλειο	Ελλάδα	Τεχνολογία& Τηλεπικοινωνίες	1378	6,4	
2	Η Millenium ECP αύξησε την συμμετοχή του στην Novabank από 50% σε 100%	Πορτογαλία	Ελλάδα	Τράπεζες& λοιπές χρημ/κες υπηρεσίες	330		5,1
3	Οι Apex Partners και Texas Pacific εξαγόρασαν το 100% της Q-telecom	ΗΠΑ/ Ηνωμένο Βασίλειο	Ελλάδα	Τεχνολογία& Τηλεπικοινωνίες	325		
4	Ο ΟΤΕ αύξησε κατά 4,5% την συμμετοχή του στην Cosmote	Ελλάδα	Ελλάδα	Τεχνολογία& Τηλεπικοινωνίες	214	7,0	
5	Η Coca Cola 3E απέκτησε το 60% της Mullon	Ελλάδα	Ρωσία	Τρόφιμα& Ποτά	188		

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

6	Η Alhabank εξαγόρασε το 97,14% της Jubanka	Ελλάδα	Σερβία& Μαυροβούνιο	Τράπεζες & λουτές χρημ/κες υπηρεσίες	167		1.6
7	Η Δέλτα Συμμετοχών συγχωνεύτηκε με την Chipita	Ελλάδα	Ελλάδα	Τρόφιμα& Ποτά	149	8,7	
8	Η Εθνική Τράπεζα εξαγόρασε το 43,6% της EEEEX	Ελλάδα	Ελλάδα	Τράπεζες & λουτές χρημ/κες υπηρεσίες	138		1.7
9	Η Nestle εξαγόρασε το 96,5% της Δέλτα Πλαγιώτα	Ελβετία	Ελλάδα	Τρόφιμα& Ποτά	127	13,2	
10	Η Cosmote απέκτησε το 70% της Cosmorom	Ελλάδα	Ρουμανία	Τεχνολογία& Τηλεπικοινωνίες	120		
11	Η Εθνική Τράπεζα εξαγόρασε το 20,4% της ΕΑΑ	Ελλάδα	Ελλάδα	Real Estate& Logistics	81		1.0
12	Ο Μυτιληναίος απέκτησε το 53% της Αλουμίνιον Ελλάδος	Ελλάδα	Ελλάδα	Βιομηχανία	79	0,5	
13	Η εξαγόρασε το 20% της	Ελλάδα	Τουρκία	Τυχερά Πλανήδια	67		
14	Η Δέλτα Συμμετοχών εξαγόρασε το 30% της ΔΠΒΓ	Ελλάδα	Ελλάδα	Τρόφιμα& Ποτά	62	4,4	

3.2.2. Οι εταιρικές συναλλαγές

Το 2005 ο αριθμός των συναλλαγών παρέμεινε σε παρόμοια επίπεδα με την προηγούμενη χρονιά, ενώ σημαντική αύξηση σημείωσε η δημοσιευμένη συνολική αξία συναλλαγών.

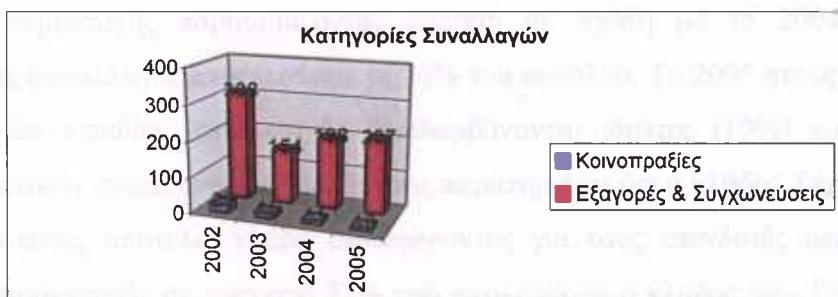
Έτσι, το 2005 ο αριθμός συναλλαγών ανήλθε σε 217, αύξηση κατά 4% σε σχέση με το 2004. Επίσης παρατηρείται ότι η αναλογία των εξαγορών & συγχωνεύσεων και κοινοπραξιών παρέμεινε σε παρόμοια επίπεδα με την προηγούμενη χρονιά⁸.

Όπως και το 2004, έτσι και για το 2005, καταγράφηκε ένας σημαντικός αριθμός συγχωνεύσεων στα πλαίσια εσωτερικής αναδιοργάνωσης ομίλων εταιριών, παραδείγματα των οποίων παρουσιάζονται στον πίνακα 2. Δεδομένου ότι οι συναλλαγές αυτές δεν επέφεραν σημαντικές μεταβολές στη μετοχική σύνθεση των εμπλεκόμενων εταιριών, δεν συμπεριλαμβάνονται στην παρούσα ανάλυση μας.

⁸ Pricewaterhousecoopers, "Εξαγορές & Συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων 2005", Αθήνα, Μάρτιος 2006

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

Πίνακας 2



Πίνακας 3

Παραδείγματα Αναδιοργάνωσης Ομίλων Εταιριών 2005

Περιγραφή Συναλλαγής	Κλάδος Εταιρίας Στόχου
Η LogDis απορρόφησε την κατά 100% θυγατρική της εταιρία Knowledge	Τεχνολογία & Επικοινωνίες
Η ΑΕΓΕΚ απορρόφησε τις θυγατρικές της εταιρίες Ευκλείδης και Μέτων	Κατασκευές / Real Estate
Η Νίκας ΑΒΕΕ απορρόφησε τις Νίκας Κρήτη και Νίκας Σπάρτη	Τρόφιμα & Ποτά
Η Γρηγόρης Μικρογεύματα συγχώνευσε την κατά 100% θυγατρική της εταιρία Food Court	Ξενοδοχεία, Εστιατόρια και Διασκέδαση
Η Νηρέυς Ιχθυοκαλλιέργειες συγχώνευσε, με απορρόφηση την Ιχθυοτροφεία Φωκίδος και Ιχθυοτροφεία Μυλοκόπη	Κτηνοτροφία & Ιχθυοκαλλιέργειες

Το 2005 το 69% των συναλλαγών πραγματοποιήθηκε όπως και την προηγούμενη χρονιά από σχετικά μεγάλες εταιρίες με κύκλο εργασιών άνω των € 50 εκ. ενώ οι εταιρίες ή όμιλοι εταιριών με κύκλο εργασιών άνω των € 100 εκ. πραγματοποίησαν το 63% των συναλλαγών, σε σχέση με το 64% των συναλλαγών το 2004.

Το 2005 παρατηρείται μια τάση των επενδυτών – αγοραστών προς συναλλαγές με σκοπό την απόκτηση ελέγχου μέσω πλειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής. Οι συγκεκριμένες συναλλαγές αποτελούν το 41% του συνόλου σε αριθμό για το 2005 έναντι 30% για το 2004.

Οι συναλλαγές που αποσκοπούν στην απόκτηση ελέγχου αποτελούνται κατά 19% από εταιρίες στον κλάδο των Τραπεζών & Λοιπών Χρημ/κών Υπηρεσιών και ακολουθούν οι κλάδοι Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνιών και Βιομηχανίας με ποσοστά 12% και 11% αντίστοιχα.

Η αύξηση των συναλλαγών πλειοψηφικού πακέτου, σε συνδυασμό με την πιθανή ύπαρξη premium για την απόκτηση του ελέγχου, αντικατοπτρίζεται και στην καταβολή υψηλότερων τιμημάτων ανά συναλλαγή και αποτελεί μία από τις αιτίες αύξησης της συνολικής αξίας συναλλαγών το 2005.



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

Το 2005 το 41% των συναλλαγών αποσκοπούσαν στην απόκτηση μειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής παρουσιάζοντας αύξηση σε σχέση με το 2004 όπου οι αντίστοιχες συναλλαγές αποτελούσαν το 36% του συνόλου. Το 2005 στους επενδυτές μειοψηφικών μεριδίων συμμετοχής περιλαμβάνονται ιδιώτες (10%) και εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών (7%). Επίσης παρατηρείται ότι ο κλάδος Τεχνολογία & Τηλεπικοινωνίες αποτελεί κλάδο ενδιαφέροντος για τους επενδυτές μειοψηφικών μεριδίων συμμετοχής σε ποσοστό 22% ενώ ακολουθούν ο κλάδος των Τραπεζών & Λοιπών Χρημ/κών Υπηρεσιών (κυρίως εταιρίες επενδύσεων) με 13% και ο κλάδος των Ξενοδοχείων, Εστιατορίων και Διασκέδασης με 12%.

Πίνακας 4



Πίνακας 5



3.2.3. Η αξία των συναλλαγών

Η συνολική δημοσιευμένη αξία των συναλλαγών το 2005 αυξήθηκε σημαντικά κατά 114% στα € 4,3 δισ. από € 2,0 δισ. το 2004, ξεπερνώντας και τα επίπεδα του 2003 (3,0 δισ.).

Η αύξηση αυτή οφείλεται εν μέρει στη μεγαλύτερη διαθεσιμότητα πληροφοριών αναφορικά με το τίμημα των συναλλαγών. Το 2005 συγκεντρώθηκε μεγαλύτερος αριθμός συναλλαγών με δημοσιευμένο τίμημα αντιστοιχώντας στο 55% του συνόλου (119 συναλλαγές με δημοσιευμένο τίμημα από τις 217 συναλλαγές σε σύνολο) έναντι 34% για το 2004 (71 συναλλαγές με δημοσιευμένο τίμημα από συνολικά 209 συναλλαγές). Παράλληλα, όπως προαναφέρθηκε, στην αύξηση της συνολικής αξίας των συναλλαγών συνέβαλε και το γεγονός ότι πραγματοποιήθηκαν περισσότερες συναλλαγές με σκοπό την απόκτηση πλειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής.

Όπως και την προηγούμενη χρονιά, το 2005 παρατηρείται συγκέντρωση της συνολικής αξίας των συναλλαγών στις 10 μεγαλύτερες εξαγορές, η αξία των οποίων αποτελεί το 73% του συνόλου. Το 2004 η αντίστοιχη αξία των 10 μεγαλύτερων συναλλαγών αποτέλεσε το 79% του συνόλου.

Κατά τη διάρκεια του 2004 – 2005, παρατηρούμε ότι στον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών πραγματοποιούνται ιδιαίτερα μεγάλες σε αξία εξαγορές, με κεφάλαια που προέρχονται από το εξωτερικό. Η μεγαλύτερη σε αξία συναλλαγή το 2005 – η εξαγορά του 100% της TIM Ελλάς από την Apax Partners & Texas Pacific για € 1,4 δισ. αξία μετοχών, αποτελεί το 32% περίπου της συνολικής αξίας συναλλαγών. Ακόμη μεγαλύτερο ποσοστό – 39% αποτελούσε η μεγαλύτερη συναλλαγή το 2004 – η εξαγορά του 23,4% της Vodafone Panafon από την Vodafone Group για € 784 εκ.

Πίνακας 6



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

Πίνακας 7

Σε € εκατ.	2004	2005
Τεχνολογία& Τηλεπ/νίες	991	2122
Τράπεζες& Λοιπές Χρημ/κές Υπηρεσίες	488	863
Τρόφιμα& Ποτά	13	664
Κατασκευές/ Real Estate	9	215
Βιομηχανία	239	110
Εενοδοχεία, Εστιατόρια& Διασκέδαση	29	105
Ενέργεια και Μεταφορές	32	57
Ναυτιλία	0	39
Λιανεμπόρια& Χονδρεμπόριο	130	33
Λοιπές Υπηρεσίες	11	27
Υγεία	0	24
Μέσα Μαζικής Επικοινωνίας	27	20
Πλαστικά& Συσκευασίες	20	15
Κτηνοτροφία& Ιχθυοτροφία	3	13
Ένδυση	11	8
Χημικά& Φαρμακευτικά	17	1
Λοιπά/ Μη δημοσιευμένα	1	0
Σύνολο	2020	4316

Η μέση αξία συναλλαγής για το 2005 ανήλθε σε € 36 εκ. σε σχέση με € 28 εκ. το 2004 σημειώνοντας μια αύξηση της τάξεως του 29%.

Ενώ η μέση αξία συναλλαγής αυξήθηκε κατά 29%, η συνολική αξία αυτών αυξήθηκε κατά 114%, γεγονός που υποστηρίζει ότι η συνολική αξία επηρεάστηκε σημαντικά από τον μεγαλύτερο αριθμό συναλλαγών με δημοσιευμένο τίμημα.

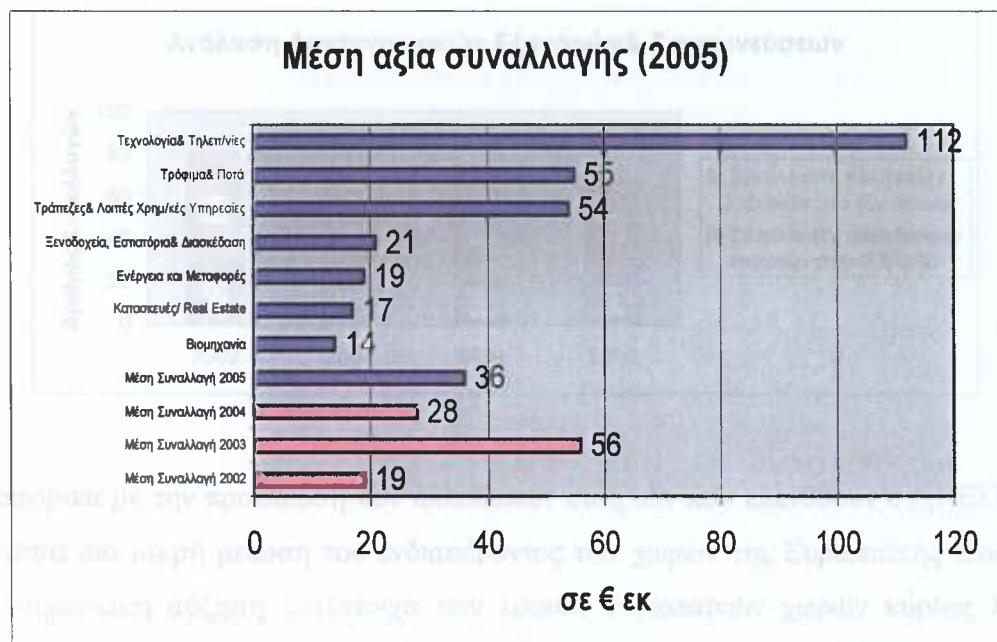
Στα ανά κλάδο αποτελέσματα, σημαντική αύξηση της μέσης αξίας ανά συναλλαγή από € 3,2 εκατ το 2004 σε € 55,0 εκατ το 2005, σημειώθηκε στον κλάδο Τροφίμων & Ποτών προερχόμενη κυρίως από τις εξαγορές της Coca-Cola και τη συγχώνευση της Δέλτα με την Chipita. Επίσης η μέση αξία ανά συναλλαγή στον κλάδο των Τραπεζών αυξήθηκε κατά 54% το 2005. Η αύξηση προέρχεται κυρίως από τις εξαγορές περισσότερων μεριδίων πλειοψηφίας (47% του συνόλου σε αριθμό) σε σχέση με το 2004 (16% του συνόλου σε αριθμό).

Επίσης σημειώθηκε αύξηση στην αναπτυξιακή συνεργασία με την Κίνα.

Πίνακας 8



Πίνακας 8



3.2.4. Γεωγραφική κατανομή

Σε ίδια επίπεδα με την προηγούμενη χρονιά κυμάνθηκε ο αριθμός των διασυνοριακών συναλλαγών οι οποίες ανήλθαν σε 68 και αντιπροσωπεύουν το 32% του συνόλου για το 2005 έναντι 33% για το 2004.

Το 2005 οι επενδύσεις ξένων εταιριών στην Ελλάδα μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων ήταν περιορισμένες σε αριθμό φτάνοντας τις 23 στο σύνολο τους (από 20 το 2004), παρουσιάζοντας μια αύξηση της τάξεως του 15%. Σε αντίθεση με τον περιορισμένο αριθμό τους, το ύψος των επενδύσεων μέσω εξαγορών ξένων εταιριών στην Ελλάδα ανήλθε σε € 2,4 δισ. ή 55% της συνολικής δημοσιευμένης αξίας συναλλαγών για το 2005 (€ 1,5 δις το 2004), υποδεικνύοντας αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό σε συγκεκριμένους κλάδους της ελληνικής οικονομίας, όπως τηλεπικοινωνίες, τράπεζες, ενέργεια και λιανεμπόριο.

Πίνακας 9



Πίνακας 10



Αναφορικά με την προέλευση των αλλοδαπών εταιριών που επενδύουν στην Ελλάδα φαίνεται μια μικρή μείωση του ενδιαφέροντος των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και σημαντική αύξηση αντίστοιχα των λοιπών ευρωπαϊκών χωρών κυρίως λόγω μεμονωμένων περιπτώσεων συναλλαγών⁹. Εταιρίες από τη βόρεια Αμερική πραγματοποίησαν λιγότερες σε αριθμό συναλλαγές στην Ελλάδα το 2005 σε σχέση με το 2004.

Το 2005, οι ελληνικές εταιρίες πραγματοποίησαν 45 συναλλαγές στο εξωτερικό, από 48 το 2004 (6% μείωση).

Όπως και την προηγούμενη χρονιά συνεχίζονται οι εξαγορές και η εδραίωση της παρουσίας των ελληνικών εταιριών στις γειτονικές χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, οι οποίες αποτελούν ποσοστό 51% του συνολικού αριθμού συναλλαγών ελληνικών εταιριών στο εξωτερικό. Η συνολική αξία για τις 24 συναλλαγές όπου το τίμημα ήταν δημοσιευμένο ήταν € 769 εκατ., ή 18% του συνόλου έναντι 7% για το 2004, υποδεικνύοντας τη σημαντική επεκτατική δραστηριότητα των ελληνικών εταιριών σε αναζήτηση αγορών με μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης από την Ελλάδα.

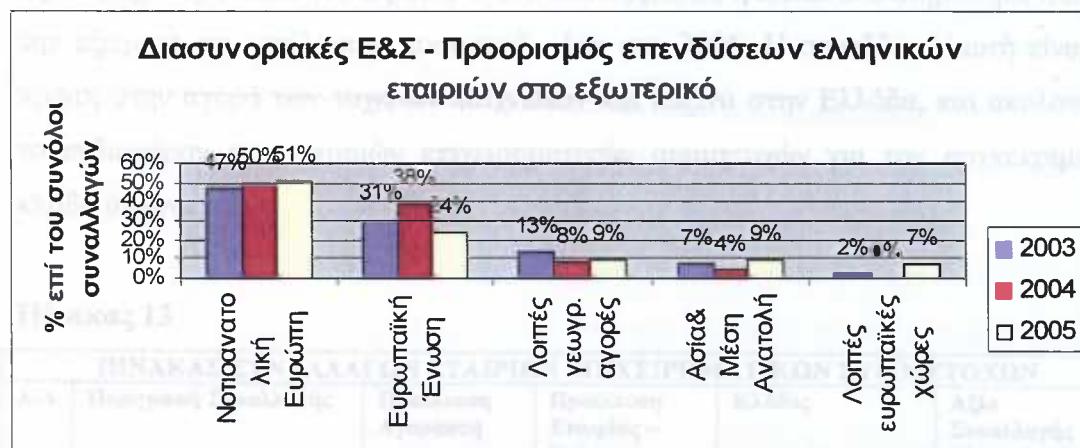
Οι συναλλαγές των εργασιούντος ιδιοκτήτων από επιχειρήσεις απορροφήσαν την 9η θέση με συνολική αξία € 1,8 δισεκατομμύρια, μή το 5 στον Ελλαδικό μεσοκοσμό τόριμη (άτιμη αποτελεσματική αύξηση συναλλαγών για το 2005). Ακολούθως, οι 3 συναλλαγές που έδωσαν αποτέλεσμα στην Ελλάδα (€ 1,7 δισεκατομμύρια) επισημάνθησαν προηγούμενη ελάχιστη παρούσα την τελευταία

⁹ Pricewaterhousecoopers, “Εξαγορές & Συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων 2005”, Αθήνα, Μάρτιος 2006

Πίνακας 11



Πίνακας 12



3.2.5. Εταιρίες επιχειρηματικών συναλλαγών

Το 2005 ήταν η πρώτη χρονιά στην Ελλάδα όπου πραγματοποιήθηκαν σημαντικές συναλλαγές από ξένες εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών. Τα συνολικά κεφάλαια (ίδια και ξένα) που επενδύθηκαν μέσω των παραπάνω συναλλαγών το 2005 και στις αρχές του 2006 έφτασαν τα € 2,4 δισ.

Οι συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών ήταν 9 σε αριθμό με συνολική αξία € 1,8 δισεκατομμύρια για τις 5 συναλλαγές με δημοσιευμένο τίμημα (41% της συνολικής αξίας συναλλαγών για το 2005). Από αυτές, οι 5 αφορούν σε ξένες εταιρίες οι οποίες επένδυσαν στην Ελλάδα (€ 1,7 δισεκατομμύρια) και οι υπόλοιπες 4 αφορούν σε ελληνικές εταιρίες που επένδυσαν στην Ελλάδα (€ 12,4 εκατομμύρια).

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

Η μεγαλύτερη συναλλαγή το 2005 αφορά στην εξαγορά της TIM από τις αμερικανικές εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών Apax Partners και Texas Pacific για € 1,4 δισ., οι οποίες στις συνέχεια εξαγόρασαν το 100% της Q-Telecom.

Η εξαγορά του 26,3% της Forthnet από την ισλανδική Novator Telecom το 2005, συγκαταλέγεται σε έναν αριθμό συναλλαγών της εταιρίας επιχειρηματικών κεφαλαίων στον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών στη κεντρική και νοτιοανατολική Ευρώπη, οι οποίες περιλαμβάνουν επενδύσεις στην Βουλγαρία, στην Τσεχία, στη Φιλανδία και την Πολωνία.

Το αυξημένο ενδιαφέρον συνεχίστηκε και το 2006. Συγκεκριμένα, ενδεικτική της τάσης αυτής ήταν η ανακοίνωση από την αγγλική εταιρία επιχειρηματικών συμμετοχών BC Partners τον Ιανουάριο του 2006 για την εξαγορά του 51,57% της Hyatt Regency Hotels για περίπου € 476 εκατομμύρια, η οποία ολοκληρώθηκε και με την εξαγορά του υπόλοιπου ποσοστού μέσα στο 2006. Η συναλλαγή αυτή είναι η πρώτη στην αγορά των τυχερών παιχνιδιών και καζίνο στην Ελλάδα, και ακολουθεί το ενδιαφέρον των εταιριών επιχειρηματικών συμμετοχών για τον συγκεκριμένο κλάδο διεθνώς.

Πίνακας 13

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ					
A/A	Περιγραφή Συναλλαγής	Προέλευση Αγοραστή	Προέλευση Εταιρίας – Στόχου	Κλάδος	Αξία Συναλλαγής Μετοχών (€ εκ.)
1	H Apax Partners& Texas Pacific εξαγόρασαν το 100% της TIM Ελλάς	ΗΠΑ/ Ηνωμένο Βασμείο	Ελλάδα	Τεχνολογία& Τηλεπικοινωνίες	1378
2	H Apax Partners& Texas Pacific εξαγόρασαν το 100% της Q-Telecom	ΗΠΑ/ Ηνωμένο Βασμείο	Ελλάδα	Τεχνολογία& Τηλεπικοινωνίες	325
3	H Attica Ventures συμμετέχει στο μ.κ. της e-Global	Ελλάδα	Ελλάδα	Τεχνολογία& Τηλεπικοινωνίες	μ/δ
4	H Attica Ventures συμμετέχει κατά 12% στο μ.κ. της Doppler	Ελλάδα	Ελλάδα	Λουπές Υπηρεσίες	μ/δ
5	H Attica Ventures συμμετέχει κατά 25% στο μ.κ. της Mediterra	Ελλάδα	Ελλάδα	Χονδρεμπόριο& Λιανεμπόριο	μ/δ
6	H Global Finance συμμετέχει κατά 49,3% στο μ.κ. της Eurodrip	Ελλάδα	Ελλάδα	Βιομηχανία	12
7	H Novator εξαγόρασε το 26,7% της Forthnet	Ισλανδία	Ελλάδα	Τεχνολογία& Τηλεπικοινωνίες	17
8	H Science Hellenic Capital εξαγόρασε το 45% της Solvency Διεθνών Συμμετοχών	Cayman Islands	Ελλάδα	Κατασκευές/ Real Estate	36

3.2.6. Οι σημαντικότεροι κλάδοι κατά την τελευταία διετία (2005 – 2006) –τάσεις & προοπτικές

3.2.6.1. Τεχνολογίες και τηλεπικοινωνίες

Η αγορά σταθερής και κινητής τηλεφωνίας συγκέντρωσε το ενδιαφέρον επενδυτών το 2005, με 34 συναλλαγές ή 16% του συνόλου. Η μεγαλύτερη σε αξία συναλλαγή του 2005, όπως και το 2004, πραγματοποιήθηκε στον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών. Η εξαγορά του 100% της TIM από τα διεθνή επιχειρηματικά κεφάλαια Apax Partners και Texas Pacific ακολούθησε το ενδιαφέρον που επέδειξαν οι ξένοι επενδυτές το 2004 (βλέπε εξαγορά της Vodafone Panafon από την Vodafone Group) για την κερδοφόρα αγορά της κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα. Στο ίδιο πλαίσιο, ακολούθησε και η εξαγορά του 100% της Q-Telecom από τους αγοραστές της TIM, καθώς και η μετέπειτα μεταβίβασή της στην TIM στις αρχές του 2006.

Κινητικότητα παρατηρήθηκε και στον κλάδο του internet και της σταθερής τηλεφωνίας. Η δημόσια προσφορά της Intracom κατά τον Οκτώβριο – Νοέμβριο 2005 για την απόκτηση του 50% της Forthnet δεν ολοκληρώθηκε και απεσύρθη, ενώ η ισλανδική εταιρία επιχειρηματικών συμμετοχών Novator, η οποία συμμετείχε στη Forthnet αύξησε το ποσοστό συμμετοχής της.

Τάσεις συγκέντρωσης μεταξύ των εταιριών του κλάδου Τηλεπικοινωνιών και παροχέων internet παρατηρήθηκαν τα τελευταία 1 – 2 χρόνια στην Ελλάδα.

Στην αγορά σταθερής τηλεφωνίας, υπήρξε συγκέντρωση μεταξύ των αρκετών για το μέγεθος της αγοράς μικρών εταιριών οι οποίες δεν παρουσίασαν ιδιαίτερη κερδοφορία. Επίσης υπάρχει πιθανότητα, στο εγγύς μέλλον, ενδιαφέροντος κάποιας από τις δυτικοευρωπαϊκές εταιρίες τηλεπικοινωνιών για την αγορά του μεριδίου του Ελληνικού Δημοσίου στον OTE. Ο OTE θα αποτελέσει πόλο έλξης επενδυτών μετά την δηλωμένη πρόθεση από το Ελληνικό Δημόσιο για πώληση ενός μεριδίου του. Σημαντικοί παράγοντες για το αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον θα αποτελέσουν η επιτυχής αναδιοργάνωση και αναδιάρθρωση του OTE σε συνδυασμό με την ισχυρή παρουσία του στη νοτιοανατολική Ευρώπη, ειδικά στην Ρουμανία (Rom telecom) καθώς και σε άλλες χώρες με ισχυρή παρουσία στην αγορά κινητής τηλεφωνίας.

Στην αγορά της κινητής τηλεφωνίας δεν αναμένεται περαιτέρω συγκέντρωση επειδή τώρα υπάρχουν μόνο 3 εταιρίες κινητής τηλεφωνίας, μια αγορά που είναι σχετικά ώριμη και που η διείσδυση ως ποσοστό του πληθυσμού έχει φτάσει σχεδόν το 110%. Η αγορά των internet providers παρέχει σημαντικά περιθώρια περαιτέρω διείσδυσης, οπότε και θα ελκύσει επενδυτικό ενδιαφέρον, καθώς παραμένει κερματισμένη.

Πιο συγκεκριμένα, ως αποτέλεσμα της απόσυρσης της δημόσιας προσφοράς της Intracom για την απόκτηση του 50% της Forthnet, η πρώτη προέβη στις αρχές του 2006 στην πώληση της συνολικής συμμετοχής της στην Forthnet (internet και σταθερή τηλεφωνία). Το ενδιαφέρον της Intracom για επενδύσεις στον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών αναμένεται να συνεχιστεί μέσω νέων συναλλαγών, τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Μία σημαντική στρατηγική συνεργασία του 2006 αποτελεί η πώληση από την Intracom του 51% της Intracom Telecom στη ρωσική Sistema, η οποία και σηματοδοτεί την επέκταση της ελληνικής εταιρίας τηλεπικοινωνίας στην ευρύτερη περιοχή τόσο της ανατολικής Ευρώπης όσο και της Ρωσίας.

3.2.6.2. Τράπεζες & Λοιπές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες

Το 2005, στον κλάδο των Τραπέζων και Λοιπών Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών πραγματοποιήθηκαν 34 συναλλαγές, οι οποίες αποτελούν το 16% του συνόλου και κατατάσσουν τον κλάδο δεύτερο πιο δραστήριο σε αριθμό συναλλαγών το 2005. Η δημοσιευμένη αξία των συναλλαγών του κλάδου ανήλθε σε € 863 εκατομμύρια, ή 20% επί της συνολικής αξίας συναλλαγών.

Η μεγαλύτερη σε αξία συναλλαγή που πραγματοποιήθηκε το 2005 ήταν η εξαγορά ύψους € 330 εκατομμυρίων από τη πορτογαλική Millennium BCP του υπόλοιπου ποσοστού (50%) της Novabank. Μετά τη συναλλαγή, η Millennium BCP κατέχει το 100% της Novabank και είναι η δεύτερη ξένη τράπεζα, μετά τη Societe Generale, η οποία και έχει αποκτήσει τον έλεγχο ελληνικής τράπεζας.

Η δεύτερη σε αξία συναλλαγή στον τραπεζικό τομέα το 2005 ήταν η εξαγορά του 97% της Jubanka στη Σερβία από την Alpha Bank τον Ιανουάριο του 2005 για € 167 εκατομμύρια. Η συγκεκριμένη συναλλαγή σηματοδότησε ακόμη μια χρονιά με έντονη κινητικότητα των ελληνικών τραπέζων στη νοτιοανατολική Ευρώπη, οι οποίες συνεχίζουν την εδραίωση τους στην περιοχή.

Χαρακτηριστικό στοιχείο του 2005 ήταν η εξυγίανση των θυγατρικών των τραπέζων. Παραδείγματα αποτελούν οι πωλήσεις θυγατρικών τραπέζων σε χώρες με ώριμες

αγορές όπως της B. Αμερικής όπου η εξοικονόμηση κεφαλαίων προωθείται σε επενδύσεις σε αναπτυσσόμενες αγορές. Ως πιο σημαντικές πωλήσεις θυγατρικών αναφέρονται οι πωλήσεις από την Εθνική Τράπεζα της Atlantic Bank of New York και της NBG Canada.

Όσον αφορά στις μεσαίου μεγέθους τράπεζες, παρατηρήθηκε κινητικότητα προς την συγκέντρωση των μικρών και μεσαίων τραπεζών, με την εξαγορά του 10% της Εγνατίας Τράπεζας από την Marfin Financial Group τον Σεπτέμβριο του 2005. Στους πρώτους μήνες του 2006 πραγματοποιήθηκε η αύξηση του ποσοστού συμμετοχής της Marfin Financial Group στην Εγνατία μεταξύ 34% έως 49% και επίσης η στρατηγική συμμετοχή της στην Λαϊκή Τράπεζα της Κύπρου. Η συγχώνευση των ελληνικών δραστηριοτήτων αυτών των πιστωτικών ιδρυμάτων ολοκληρώθηκε το 2006/2007.

Οι επικείμενες ιδιωτικοποιήσεις – μετοχοποιήσεις τριών τραπεζών ήταν ένας από τους σημαντικούς παράγοντες που σηματοδότησαν τις εξελίξεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο το 2006.

Συγκεκριμένα, η διάθεση του 20% περίπου της Εμπορικής Τράπεζας από το Ελληνικό Δημόσιο, και η απόφαση της Credit Agricole αναφορικά με την εξάσκηση του call option που διέθετε ήταν σημαντική για τις εξελίξεις και την προοπτική ενδεχόμενης εισόδου και άλλων ξένων τραπεζών στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο.

Επίσης, μειώθηκε η συμμετοχή του Δημοσίου στην Αγροτική Τράπεζα με την πώληση ποσοστού 10% περίπου του μετοχικού κεφαλαίου της. Τέλος, το δεύτερο εξάμηνο του 2006 πραγματοποιήθηκε και η εισαγωγή του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Τα υψηλά κέρδη των μεγάλων τραπεζών το 2005 προέρχονται κυρίως από τις εργασίες στη λιανική τραπεζική και τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, από σημαντικά έσοδα χρηματοοικονομικών πράξεων λόγω της ανόδου του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2005, αλλά και από τους μειωμένους φορολογικούς συντελεστές το 2005 για κάποιες τράπεζες βάσει του Ν.2992/2002. Αυτά τα κέρδη χρηματοδότησαν την περαιτέρω ανάπτυξή τους στο εξωτερικό.

Η τάση για συγκέντρωση στον κλάδο των μικρών και μεσαίων τραπεζών συνεχίστηκε και το 2006. Γενικά για διάφορους λόγους η κερδοφορία/ απόδοση των ιδίων κεφαλαίων τους ήταν χαμηλότερη σε σχέση με τις πιο μεγάλες τράπεζες και η αναζήτηση στρατηγικών συμμαχιών με τράπεζες ιδίου ή μεγαλύτερου μεγέθους αποτελούσε πιθανή διέξοδο. Οι κινήσεις της Marfin Financial Group όπως και η

συγχώνευση της εισηγμένης Proton Bank με την Ωμέγα Bank αποτελούν παραδείγματα τέτοιων συγκεντρώσεων.

3.2.6.3. Τρόφιμα & Ποτά

Το 2005 στον κλάδο Τρόφιμα και Ποτά πραγματοποιηθήκαν 17 συναλλαγές που αποτελούσαν το 8% του συνόλου των συναλλαγών. Η συνολική αξία συναλλαγών στον κλάδο ανήλθε σε € 664 εκατομμύρια, ή 15% της συνόλου (0,6% το 2004), υποδεικνύοντας αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον. Η μέση αξία των συναλλαγών ανήλθε σε € 55 εκατομμύρια για το 2005 έναντι € 3,2 εκατομμύρια για το 2004, επίσης σημειώνοντας σημαντική αύξηση.

Πρωταγωνιστής των εταιρικών συναλλαγών στον κλάδο Τροφίμων στην Ελλάδα το 2005 ήταν η ανακοίνωση της συγχώνευσης της Δέλτα Συμμετοχών με την Chipita. Η συγχώνευση αυτή δημιουργεί μία νέα μεγάλη εταιρία “Brand Co” με παρουσία σε πάνω από 25 χώρες στο εξωτερικό. Μέσω της δημιουργίας της νέας εταιρίας, αναμένονται σημαντικές συνεργίες, οι οποίες περιλαμβάνουν την επέκταση της Δέλτα σε χώρες της Μέσης Ανατολής ακόμη και στην Λατινική Αμερική.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η προσέλκυση ξένων επενδυτών στον κλάδο Τροφίμων στην Ελλάδα με την εξαγορά του 96,53% της Δέλτα Βιομηχανίας Παγωτού από την Nestlé για € 127 εκατομμύρια.

Στον κλάδο των Ποτών σημαντική κινητικότητα εξακολουθεί να παρουσιάζει η Coca Cola Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως με συναλλαγές σε χώρες του εξωτερικού. Το 2005 η Coca Cola Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως εξαγόρασε από κοινού με την Coca Cola Company (50%:50%), το 50% της ρωσικής Multon, εταιρία εμφιάλωσης χυμών και το 50% της σέρβικης Vlasinka, εταιρία εμφιάλωσης νερού. Το συνολικό τίμημα για τις δύο συναλλαγές ανέρχεται σε περίπου € 199 εκατομμύρια για την Coca Cola Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως αποτελώντας το 30% της συνολικής αξίας συναλλαγών στον κλάδο.

Ο κλάδος Τροφίμων και Ποτών χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό ο οποίος αναμένεται να οδηγήσει σε προβλήματα ρευστότητας, ιδιαίτερα στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Στην ενδυνάμωση του ανταγωνισμού έχει συμβάλλει σημαντικά η παρουσία hard – discount αλυσίδων σουπερμάρκετ (Lidl και Dia), η ενίσχυση της παρουσίας ξένων εταιριών του κλάδου στην Ελλάδα (Nestlé) και η ενδεχόμενη είσοδος νέων ξένων αλυσίδων.

Παρακολουθώντας τις διεθνείς τάσεις και τον παγκόσμιο ανταγωνισμό, οι εταιρίες του κλάδου στην Ελλάδα αναμένεται να προχωρήσουν σε διαθρωτικές κινήσεις και να προσαρμόσουν τη λειτουργία τους στα διεθνή πρότυπα. Μέσα στα επόμενα δύο έτη προβλέπεται συγκέντρωση η οποία θα πραγματοποιηθεί είτε μέσω συναλλαγών είτε μέσω της συρρίκνωσης ή και διακοπής της δραστηριότητας των μικρότερων επιχειρήσεων του κλάδου που δεν θα είναι σε θέση να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις του ανταγωνισμού.

3.2.6.4. Ενέργεια

Το 2005 στον κλάδο της Ενέργειας πραγματοποιήθηκαν 9 συναλλαγές έναντι μόλις 3 συναλλαγών για το 2004, συμβαδίζοντας με το αυξημένο ενδιαφέρον για συναλλαγές στον ευρωπαϊκό κλάδο Ενέργειας – με μεγαλύτερη την ανακοίνωση της συγχώνευσης των Gas de France – Suez στη Γαλλία. Στην Ευρώπη, οι εταιρίες στον κλάδο της Ενέργειας επιδίωξαν την αύξηση των μεγεθών τους λόγω της εντατικοποίησης του ανταγωνισμού με την απελευθέρωση της αγοράς.

Η συνολική αξία συναλλαγών στον κλάδο ανέρχεται σε € 57,5 εκατομμύρια το 2005, ή μόλις 1,3% της συνολικής αξίας, ενώ η μέση αξία ανά συναλλαγή ήταν € 19 εκατομμύρια.

Η σημαντικότερη συναλλαγή στον κλάδο είναι η αύξηση της συμμετοχής της ισπανικής εταιρίας ενέργειας Iberdrola στην X. Rókas με την απόκτηση μέσα στο 2005 επιπλέον ποσοστού 28,9%, φθάνοντας τη συνολική συμμετοχή της στο 49,9%. Η συναλλαγή πραγματοποιήθηκε βάσει της αρχικής συμφωνίας εξαγοράς το 2004, η οποία προέβλεπε τη σταδιακή αύξηση της συμμετοχής στο 49,9% σε διάστημα 4 ετών. Αναφέρεται ότι στον τομέα της αιολικής ενέργειας έχουν εγκατασταθεί αιολικά πάρκα συνολικής ισχύος 590MW, με την X. Rókas να κατέχει το 32% της συνολικής παραγωγής και τον Όμιλο Κοπελούζου να κατέχει το 14%.

Στον κλάδο των πετρελαιοειδών, σημαντική συναλλαγή αποτέλεσε η επιστροφή του 41,9% της Motor Oil στον Όμιλο Βαρδινογιάννη από τη σαουδαραβική εταιρία Aramco.

Έως σήμερα, ο κλάδος της ηλεκτροπαραγωγής χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα λόγω της έλλειψης σαφούς νομοθετικού πλαισίου αλλά και της μη αξιοποίησης των ήδη διανεμηθέντων αδειών για ιδιωτική παραγωγή ενέργειας. Το νέο νομοθετικό πλαίσιο του 2006, προσέλκυσε το ενδιαφέρον νέων επενδυτών, τόσο από την Ελλάδα αλλά κυρίως από το εξωτερικό.

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

Επίσης, έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον προσέλκυσε και ο διαγωνισμός του ΔΕΣΜΗΕ (Διαχειριστής του Συστήματος Μεταφοράς) για την προαγορά 900MW από τρεις νέες μονάδες ηλεκτροπαραγωγής 400 MW η κάθε μία, ο οποίος λαμβάνει χώρα τμηματικά από το 2006 έως την άνοιξη του 2007.

Στον τομέα του φυσικού αερίου η μονοπωλιακή παρουσία της ΔΕΠΑ αποδυναμώνεται λόγω της νέας νομοθεσίας για την απελευθέρωση της αγοράς. Συγκεκριμένα οι δραστηριότητες και τα πάγια της μεταφοράς φυσικού αερίου αποσπώνται από τη ΔΕΠΑ και ενσωματώνονται σε νέα εταιρία.

Στον τομέα Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (ΑΠΕ), η αγορά της αιολικής ενέργειας βρίσκεται ακόμη υπό διαμόρφωση και το 2006 ήταν σημαντική χρονιά για τον καταμερισμό της πίτας και την κατάκτηση μεριδίων αγοράς. Έτσι, παρατηρείται έντονο ενδιαφέρον και κινητικότητα με σκοπό την συγκέντρωση ισχύος τόσο από διεθνείς ενεργειακές εταιρίες όσο και από επενδυτικά κεφάλαια.

Στον κλάδο του πετρελαίου και σε μία προσπάθεια αναζωπύρωσης του ενδιαφέροντος των επενδυτών, το Υπουργείο Ανάπτυξης μελέτησε την τροποποίηση του Νόμου 2289/95 περί υδρογονανθράκων ώστε τα δικαιώματα έρευνας και εκμετάλλευσης να απονέμονται από ανεξάρτητη οντότητα μέσω διαγωνισμών.

Επιπλέον, οι τιμές του πετρελαίου διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα ενισχύοντας τη ρευστότητα του κλάδου και συνάμα την επενδυτική δραστηριότητα των εταιριών του κλάδου.

4.1. Ουσιώδη πρότυπα στον κανονισμό συγχώνευσης

Τα άρθρα 25.) & 3.) των κανονισμού συγχώνευσης¹ δηλώνουν ότι ο έλεγχος για την "συμβατότητα με την επονή στηριζότας" της συγχώνευσης δέχεται τα κατά πόσον διαμορφωτές στηριζόντας ο ποσούλιαρχος ανταγωνισμός στην επονή αγορά, η συγχώνευση σε τέσσερακαντά ημέραις από την απότελεσμα της δημοπραγίας, η ενίσχυσης της διευθύνουσας θέσης.

Το σημείο 25. στους πρόλογο του Κειμενοτυπού, διαπιστώνεται εύρος ασφρούγχτης των συναλεαρχήματος ελέγχου, δηλώνοντας ότι:

Η ανάπτυξη της "ομαλευτικής παρεμπόδισης του ακοπλευτικού ανταγωνισμού" του άρθρου 22.) από 1 εφόμουν να αρμόζει της συστάσης, εάρισ από την ένστα της κυριαρχίας, μόνο κατανοούμενο παντούλιστα της αναρριχητικής κα-

¹ Εντιμόντες της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την ανταγωνιστικότητα της αγοράς, η οποία προστατεύεται από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

4. Σ&Ε και Ανταγωνισμός: Αξιολόγηση από Αρχές Ανταγωνισμού

Η ανάλυση των συγχωνεύσεων ολοκληρώνεται με την παρουσίαση της βασικής μεθοδολογίας που ακολουθείτε από την Πολιτική Ανταγωνισμού, με σκοπό την αποτροπή παράνομων ενεργειών από τις επιχειρήσεις και την διατήρηση της αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς. Η ουσιαστική ανάλυση μιας συγχώνευσης από την Ε.Κ., αρχίζει με τον καθορισμό των "επηρεασθεισών" αγορών, που αποτελούνται από την αγορά του σχετικού προϊόντος και τις γεωγραφικές αγορές. Στη συνέχεια αξιολογούνται τα πιθανά ανταγωνιστικά αποτελέσματα στις επηρεασθείσες αγορές, καθώς επίσης, και οι αντισταθμιστικοί παράγοντες, και, με τη συνεργασία των συμβαλλόμενων μερών, καθορίζεται εάν μπορεί να επιτευχθεί συμφωνία εντός των χρονικών προθεσμιών, που παρέχονται για την διόρθωση των αντιανταγωνιστικών αποτελεσμάτων.

Ο ουσιαστικός τρόπος ελέγχου αναθεωρήθηκε από το Συμβούλιο με τον νέο κανονισμό συγχωνεύσεων το 2004. Σύμφωνα με την αναθεώρηση, η Επιτροπή εξέδωσε οριζόντιες οδηγίες συγχώνευσης, που περιγράφουν την ανάλυσή του. Σε αυτό το τμήμα περιγράφεται η αναλυτική διαδικασία, υπογραμμίζοντας και τις πηγές καθοδήγησης που χρησιμοποιούνται από την Επιτροπή.

4.1. Ουσιώδη πρότυπα στον κανονισμό συγχώνευσης

Το άρθρο 2(2.) & (3.) του κανονισμού συγχώνευσης¹ δηλώνει ότι ο έλεγχος για την "συμβατότητα με την κοινή αγορά" της συγχώνευσης, δείχνει το κατά πόσον θα εμποδιστεί σημαντικά ο αποτελεσματικός ανταγωνισμός στην κοινή αγορά, ή συγκεκριμένα σε ένα ουσιαστικό τμήμα αυτής, ως αποτέλεσμα της δημιουργίας ή ενίσχυσης της δεσπόζουσας θέσης.

Το σημείο 25, στον πρόλογο του Κανονισμού, διευκρινίζει το εύρος εφαρμογής του αναθεωρημένου ελέγχου, δηλώνοντας ότι:

Η έννοια της "σημαντικής παρεμπόδισης του αποτελεσματικού ανταγωνισμού" του άρθρου 2(2) και 3 πρέπει να ερμηνευθεί ως εκτεινόμενη, πέρα από την έννοια της κυριαρχίας, μόνο στα αντιανταγωνιστικά αποτελέσματα της συγκέντρωσης που

¹ Parisi John J., "A simple guide to the EC merger regulation of 2004", 2004

απορρέουν από μη συνεργατικές συμπεριφορές των επιχειρήσεων, που δεν θα είχαν μια κυρίαρχη θέση στην σχετική αγορά.

4.2. Νομικοί Παράγοντες που η Επιτροπή πρέπει να εξετάσει

Το άρθρο 2(1.) του Κανονισμού Συγχώνευσης² απαιτεί από την Επιτροπή να λάβει υπόψη τους ακόλουθους παράγοντες κατά την διαδικασία αξιολόγησης μιας συγχώνευσης:

- (α) την ανάγκη για διατήρηση και ανάπτυξη του αποτελεσματικού ανταγωνισμού στην κοινή αγορά λαμβάνοντας υπόψη, μεταξύ των άλλων, τη δομή όλων των σχετικών αγορών και τον πραγματικό ή ενδεχόμενο ανταγωνισμό από επιχειρήσεις που στεγάζονται είτε εντός είτε εκτός της Κοινότητας.
- (β) τη θέση στην αγορά των σχετικών επιχειρήσεων καθώς και την οικονομική και χρηματοοικονομική τους δύναμη, τις διαθέσιμες εναλλακτικές σε προμηθευτές και αγοραστές, την πρόσβαση τους σε προμηθευτές ή αγορές, νομικά ή άλλα εμπόδια εισόδου, τις τάσεις προσφοράς και ζήτησης των σχετικών αγαθών και υπηρεσιών, τα συμφέροντα των ενδιαμέσων και των τελικών καταναλωτών, και την τεχνολογική ανάπτυξη και οικονομική πρόοδο, δεδομένου ότι είναι υπέρ των καταναλωτών και δεν δημιουργούν εμπόδιο στον ανταγωνισμό.

Δύο από αυτούς τους παράγοντες απαιτούν περαιτέρω εξήγηση. Ο πρώτος, η οικονομική και χρηματοοικονομική δύναμη, μπορεί να αποτελέσει ένα παράγοντα “βαθιάς τσέπης”, που αναγκάζει την Επιτροπή να λάβει υπόψη την συνολική οικονομική κατάσταση της συγχωνευμένης οντότητας. Συγκριτικά, οι U.S. δεν δίνουν ιδιαίτερο βάρος σε αυτό τον παράγοντα. Άλλα στο RJB Mining plc v. Commission, η CFI ακύρωσε την απόφαση της Επιτροπής στην συγκεκριμένη υπόθεση συγχώνευσης, εν μέρει, γιατί αδυνατούσε να συμπεριλάβει αυτό τον παράγοντα. Ο δεύτερος, η τεχνολογική και οικονομική πρόοδο, αποτελεί έκφραση που βρίσκεται στη Συνθήκη EK άρθρο 81 (3), και θεωρήθηκε ως η νομική βάση στην οποία η Επιτροπή μπορεί να εξετάσει αξιώσεις αποτελεσματικότητας. Το αξιομνημόνευτο εδώ, είναι ότι αυτοί οι παράγοντες είναι θεσμικά εξουσιοδοτημένοι και η EK πρέπει να τους συμπεριλάβει στην αξιολόγηση των συγκεντρώσεων.

² Parisi John J., “A simple guide to the EC merger regulation of 2004”, 2004

4.3. Καθορισμός αγοράς

Ο καθορισμός της αγοράς είναι ένα εργαλείο που βοηθά στον προσδιορισμό των ανταγωνιστικών περιορισμών που προκύπτουν από τα συγχωνευμένα μέρη³. Τα προϊόντα που πρέπει να συμπεριληφθούν στην σχετική αγορά, και τα γεωγραφικά όρια αυτής της αγοράς, καθορίζονται από τον βαθμό στον οποίο οι καταναλωτές μπορούν εύκολα να μεταπηδήσουν ανάμεσα σε υποκατάστata προϊόντα, ή οι προμηθευτές μπορούν εύκολα να μεταπηδήσουν από την παραγωγή ενός εξ αυτών των προϊόντων στην παραγωγή ενός άλλου. Το κλειδί για τον καθορισμό της αγοράς είναι η υποκαταστασιμότητα. Εάν μια συγχώνευση περιλαμβάνει επιχειρήσεις πολλαπλών προϊόντων, η απόφαση της Επιτροπής μπορεί να συμπεριλάβει διάφορες αγορές προϊόντων.

Ο καθορισμός της αγοράς μπορεί να εφορμηθεί από κάποιο απλό αντικειμενικό ισχυρισμό ή από κάποιο περίπλοκο συνδυασμό αντικειμενικών ισχυρισμών και συμπερασμάτων. Για παράδειγμα, έστω ότι υπάρχουν εθνικές νομοθεσίες που θέτουν καλώς καθορισμένα πρότυπα για την απασχόληση μιας δεδομένης εισροής στην παραγωγική διαδικασία, και ότι αυτά τα πρότυπα ποικίλουν από χώρα σε χώρα και ότι μόνο επιχειρήσεις που εδρεύουν σε μια χώρα μπορούν να ικανοποιήσουν αποτελεσματικά τα συγκεκριμένα πρότυπα που απαιτούνται. Αυτή η κατάσταση θα καθορίζει και την αγορά του προϊόντος και την γεωγραφική αγορά για την συγκεκριμένη εισροή. Σε μια τόσο απλή υπόθεση, το βασικό επιχείρημα στο οποίο βασίζεται ο καθορισμός της αγοράς είναι μόνο η ύπαρξη εθνικών κανόνων που αποτρέπουν οποιαδήποτε πιθανότητα υποκατάστασης.

Πράγματι, είναι πιο πιθανό ότι η οριοθέτηση των σχετικών αγορών θα βασίζεται σε μια πιο πολύπλοκη ανάλυση. Η Επιτροπή είναι πιθανό να βασίσει τον καθορισμό της σχετικής αγοράς προϊόντος σε κάποια βασικά επιχειρήματα που αφορούν την ύπαρξη χαρακτηριστικών που μπορεί να επηρεάσουν τον βαθμό υποκαταστασιμότητας ανάμεσα σε διαφορετικά προϊόντα από την οπτική γωνία του καταναλωτή ή τις δαπάνες από την μεταπήδηση από την παραγωγή ενός προϊόντος σε ένα άλλο. Σε αυτή την περίπτωση ένα απλό ουσιαστικό επιχείρημα μπορεί να βασίζεται στο γεγονός ότι δύο προϊόντα χρησιμοποιούνται για διαφορετικούς σκοπούς από την ίδια ομάδα καταναλωτών και, επομένως, δεν θεωρούνται υποκατάστata. Ένα ελαφρώς

³ Baker Simon & Wu Lawrence, “Applying the market definition guidelines of the European Commission”, 1998

πιο περίπλοκο επιχείρημα μπορεί να είναι ότι είναι τεχνικά εφικτό να μεταπηδήσει μια επιχείρηση από την παραγωγή ενός προϊόντος σε ένα άλλο αλλά το κόστος που πρέπει να υποστεί το καθιστά οικονομικά ανέφικτο.

Ο καθορισμός της σχετικής αγοράς προϊόντος μπορεί να βασισθεί, επίσης, σε μια πιο σύνθετη και περίπλοκη ανάλυση που περιλαμβάνει τόσο αντικειμενικές, όσο και λογικές προτάσεις⁴. Για παράδειγμα, σε ορισμένες περιπτώσεις ο βαθμός της υποκαταστασιμότητας, από την μεριά της ζήτησης, ανάμεσα σε δύο προϊόντα καθορίζεται μέσω της χρήσης εμπειρικών μεθόδων, όπως η οικονομετρική εκτίμηση της ελαστικότητας της ζήτησης, ή μέσω του υπολογισμού του diversion δείκτη ή της κρίσιμης απώλειας. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η ανάλυση βασίζεται τόσο σε αντικειμενικές προτάσεις (τα αρχικά στοιχεία), όσο και σε ένα (πιθανώς) αρκετά περίπλοκο σύνολο λογικών προτάσεων και συμπερασματικών συνδέσμων που αφορούν την χρησιμοποιούμενη μέθοδο για την συλλογή των στοιχείων, το οικονομικό μοντέλο και την μέθοδο εκτίμησης που υιοθετήθηκε, και την ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

Όσον αφορά τον ορισμό της σχετικής γεωγραφικής αγοράς, εφαρμόζονται οι ίδιες θεωρήσεις. Σε ορισμένες απλές υποθέσεις, τα γεωγραφικά όρια της αγοράς μπορεί να εξαρτηθούν από μερικά απλά γεγονότα, π.χ. η ύπαρξη νομικών, γλωσσικών ή πολιτιστικών εμποδίων. Συχνότερα, η ανάλυση βασίζεται στην άμεση αξιολόγηση κάποιων χαρακτηριστικών, όπως το επίπεδο των δαπανών μεταφοράς συσχετιζόμενων με την αξία του προϊόντος. Σε πιο περίπλοκες υποθέσεις, η οριοθέτηση της γεωγραφικής αγοράς περιλαμβάνει τόσο αντικειμενικούς ισχυρισμούς όσο και λογικές προτάσεις. Για παράδειγμα, η Επιτροπή μπορεί να βασίσει τον καθορισμό μιας γεωγραφικής αγοράς ως εθνική, στην παρατήρηση ότι οι διεθνείς συναλλαγές είναι πολύ περιορισμένες. Αυτό αποτελεί μια αντικειμενική παρατήρηση που από μόνη της δεν είναι αρκετή να καθορίσει την ακριβή έκταση της αγοράς. Πρέπει να υπάρχει μια εξήγηση αυτής της παρατήρησης, για παράδειγμα, θα μπορούσε να είναι η υπόθεση ότι το περιορισμένο διεθνές εμπόριο οφείλεται σε κάποια εμπόδια που δεν είναι υπερνικήσιμα ακόμα και αν οι σχετικές τιμές των προϊόντων αλλάξουν σημαντικά. Αυτά τα παραδείγματα δηλώνουν ότι ο καθορισμός της σχετικής αγοράς μπορεί να βασισθεί σε ένα πλήθος απλών και σύνθετων επιχειρημάτων.

⁴ Parisi John J., “A simple guide to the EC merger regulation of 2004”, 2004

Η ΕΚ καθορίζει τις αγορές του προϊόντος και τις γεωγραφικές αγορές σύμφωνα με τις οδηγίες που εξέδωσε το 1977. Αυτές οι οδηγίες θεωρήθηκαν αμέσως ως ένα βήμα αναλυτικής σύγκλισης με τις US, συγκρινόμενες με τους όρους καθορισμού της αγοράς στις οδηγίες οριζόντιας συγχώνευσης τους, του 1992.

Ο καθορισμός της γεωγραφικής αγοράς σε ορισμένες περιπτώσεις έχει αποκαλύψει το γεγονός ότι μια “ενιαία” πανκοινοτική αγορά δεν υπάρχει ακόμα σε κάποια προϊόντα. Παραδείγματος χάριν, στη Volvo/Scania, ένας αυστηρός συνηδικός έλεγχος για την ολίσθηση των φορτηγών συνέβαλε στην διαπίστωση ότι η Σουηδία ήταν μια ξεχωριστή γεωγραφική αγορά για τα βαριά φορτηγά. Η υπόθεση Pirelli/BICC ανέδειξε την εξέλιξη της αγοράς των καλωδίων μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας σε πανκοινοτική, από τις αρχές της δεκαετίας του '90, όταν τότε η ΕΚ βρήκε εκείνες τις αγορές να είναι εθνικές, στην απόφαση της για την AEG Kabel/Alcatel.

4.4. Έλεγχος μεριδίου αγοράς

Ο Κανονισμός Συγχώνευσης, από την πρώτη θέσπιση του το 1989, περιέχει μια έκθεση (αριθ. 32 στον κανονισμό του 2004) που δηλώνει ότι “συγκεντρώσεις που, λόγω του περιορισμένου μεριδίου αγοράς των σχετικών επιχειρήσεων, δεν είναι ευεπίφορες στον εμποδισμό του αποτελεσματικού ανταγωνισμού, μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι συμβατές με την κοινή αγορά, συγκεκριμένα, όταν το μερίδιο αγοράς των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων δεν υπερβαίνει το 25% της κοινής αγοράς ή ενός σημαντικού τμήματος αυτής”. Η Επιτροπή επισημαίνει στην υποσημείωση 24 των Οδηγιών Οριζόντιας Συγχώνευσης ότι “μια τέτοια ένδειξη δεν έχει εφαρμογή σε περιπτώσεις που η προτεινόμενη συγχώνευση δημιουργεί ή ενισχύει μια συλλογικά κυρίαρχη θέση που περιλαμβάνει τις συμβαλλόμενες επιχειρήσεις και άλλα τρίτα πρόσωπα”.

Οι Οδηγίες Οριζόντιας Συγχώνευσης, παρ. 19 και 20, παρέχουν τα μεγέθη του δείκτη Herfindahl – Hirschmann Index (HHI) “που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μια αρχική ένδειξη της απουσίας ανταγωνιστικών ανησυχιών. Εντούτοις, δεν αποτελούν τεκμήριο για την ύπαρξη ή την απουσία τέτοιων ανησυχιών”.(Οδηγίες, παρ. 21).

4.5. Θεωρίες ανταγωνιστικής ζημιάς: Οριζόντιες συγχωνεύσεις

Μόλις καθοριστούν οι αγορές, η Επιτροπή πρέπει να αποφασίσει αν η συγχώνευση θα εμπόδιζε σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό⁵. Η ανταγωνιστική αξιολόγηση που η Επιτροπή πραγματοποιεί, όταν εκ των προτέρων αποφασίζει για μια προτεινόμενη συγχώνευση, ισοδυναμεί με την εξέταση του αντίκτυπου της συγχώνευσης στην ανάπτυξη των σχετικών αγορών και της επίδρασης του στον ανταγωνισμό και, ως εκ τούτου, στους καταναλωτές. Αυτό απαιτεί την κατανόηση από την πλευρά της Επιτροπής του πως η δομή της αγοράς και η φύση του ανταγωνισμού επηρεάζονται από την συγχώνευση, και της δημιουργίας μιας εκ των υστέρων εκτίμησης της πιθανής τους εξέλιξης μετά την συγχώνευση. Συγκεκριμένα, η Επιτροπή πρέπει να αξιολογήσει κατά πόσον θα υπάρχουν επαρκής ανταγωνιστικοί περιορισμοί που μπορούν να περιορίσουν την δύναμη στην αγορά της συγχωνευμένης οντότητας.

Οι Οδηγίες Οριζόντιας Συγχώνευσης χωρίζουν την εκ των προτέρων αξιολόγηση της συγχώνευσης σε δύο μέρη: μια ανταγωνιστική αξιολόγηση ελλείψει οποιωνδήποτε αντισταθμιστικών παραγόντων και, εάν η ανάλυση προκαλέσει κάποιες ανησυχίες, μια εξέταση των πιθανών αντισταθμιστικών παραγόντων και του κατά πόσον η παρουσία τους είναι επαρκής για να περιορίσει την δύναμη στην αγορά της συγχωνευμένης οντότητας ή παράγει αρκετά οφέλη για τους καταναλωτές ώστε να αντισταθμίσουν τις αναμενόμενες αντιανταγωνιστικές επιδράσεις.

Υπάρχουν, κυρίως, δύο είδη αντιανταγωνιστικών επιδράσεων που σχετίζονται με μια οριζόντια συγχώνευση: μονομερείς επιδράσεις και επιδράσεις συντονισμού. Μια συγχώνευση έχει μονομερείς επιδράσεις εάν αίρει σημαντικούς ανταγωνιστικούς περιορισμούς για τις συγχωνευμένες εταιρίες και, ως εκ τούτου, αυξάνει την ικανότητα τους να συμπεριφέρονται ανεξάρτητα από τους ανταγωνιστές τους και τους πελάτες τους, ενώ, μια συγχώνευση δημιουργεί επιδράσεις συντονισμού εάν αυξάνει την πιθανότητα οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην αγορά να συντονίσουν τις συμπεριφορές τους σε ένα αντιανταγωνιστικό τρόπο χωρίς να προχωρήσουν σε επίσημες συμφωνίες.

⁵ Parisi John J., “A simple guide to the EC merger regulation of 2004”, 2004

Τέλος, υπάρχει και μια ακόμη θεωρία αναφορικά με την ανταγωνιστική ζημία, που λαμβάνεται υπόψη από την Επιτροπή και περιγράφεται και αυτή από τις Οδηγίες Οριζόντιας Συγχώνευσης, και είναι η εξουδετέρωση του πιθανού ανταγωνισμού.

4.5.1. Μη συνεργατικές (“μονομερείς”) επιδράσεις

Υπάρχει ένα μεγάλο πλήθος επιχειρημάτων που μπορεί να θεωρηθούν βασικά από την Επιτροπή όταν εξετάζεται η πιθανότητα εμφάνισης μονομερών επιδράσεων από μια προτεινόμενη συγχώνευση.

Μονομερείς αντιανταγωνιστικές επιδράσεις προκύπτουν εάν η οντότητα που θα δημιουργηθεί από την συγχώνευση είναι ικανή να χρεώσει υψηλότερη τιμή, να παράγει μικρότερη ποσότητα, ή αλλιώς να δρα με ένα λιγότερο έντονα ανταγωνιστικό τρόπο από ότι οι εταιρίες προ – συγχώνευσης, ενώ οι μη συγχωνευμένοι ανταγωνιστές διατηρούν αμετάβλητη την στρατηγική τους. Η πιθανότητα εμφάνισης μονομερών επιδράσεων εξαρτάται από τον αριθμό των χαρακτηριστικών της αγοράς: τα μερίδια αγοράς των συγχωνευμένων εταιριών, το μέγεθος της υποκατάστασης των προϊόντων των συγχωνευμένων εταιριών, την ελαστικότητα ως προς την τιμή των καμπύλων ζήτησης, την ύπαρξη δεσμευτικών παραγωγικών περιορισμάν, την ύπαρξη κόστους εναλλαγής, την ικανότητα των ανταγωνιστών να επανατοποθετήσουν τα προϊόντα τους, το μέγεθος των εμποδίων εισόδου.

Η απόφαση της Επιτροπής όσον αφορά τις μονομερείς επιδράσεις μπορεί να περιλαμβάνει την ανάλυση καθενός από αυτά τα χαρακτηριστικά της αγοράς, που, με την σειρά τους, μπορεί να περιλαμβάνουν αντικειμενικούς ισχυρισμούς και λογικές προτάσεις⁶.

Παραδείγματος χάριν, η Επιτροπή μπορεί να υποστηρίξει ότι οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις έχουν πολύ υψηλά μερίδια αγοράς και ότι αυτό αρκεί για να τους χορηγήσει την δυνατότητα να αυξήσουν τις τιμές τους μετά την συγχώνευση εις βάρος των καταναλωτών. Είναι σπάνιο ότι μια απόφαση που εμποδίζει την συγχώνευση ή που θέτει δομικά μέτρα βασίζεται μόνο σε αυτόν τον απλό αντικειμενικό ισχυρισμό, αλλά, αυτό το παράδειγμα επιτρέπει την αποσαφήνιση της προσέγγισης μας. Εάν ολόκληρη η απόφαση βασίζεται μόνο στο μέγεθος μεριδίων αγοράς των συγχωνευμένων εταιριών, το βασικό επιχείρημα που οδηγεί στην

⁶ Buccirossi Paolo & Ciari Lorenzo & Duso Tomaso & Fridolfsson Sven – Olof & Spagnolo Giancarlo & Vitale Cristiana, “Ex-post review of merger control decisions”, December 2006

ανταγωνιστική αξιολόγηση θα είναι απλές αντικειμενικές προτάσεις ότι τα μερίδια αγοράς των επιχειρήσεων είναι “υψηλά”.

Ας εξετάσουμε κάποια άλλα παραδείγματα. Η Επιτροπή μπορεί να βασίσει την ανάλυση της για τις μονομερείς επιδράσεις σε κάποια μέτρα του βαθμού υποκαταστασιμότητας της ζήτησης ανάμεσα στα προϊόντα των συγχωνευμένων εταιριών και αυτά των ανταγωνιστών. Αυτό το μέτρο μπορεί να καθορισθεί σε μια κλίμακα προϊοντικών χαρακτηριστικών (π.χ. η τοποθεσία της παραγωγής) ή μπορεί να είναι το αποτέλεσμα της εκτίμησης της σταυροειδής ελαστικότητας της ζήτησης για αυτά τα προϊόντα.

Το μέγεθος του κόστους εναλλαγής ανάμεσα στα προϊόντα των συγχωνευμένων εταιριών και των ανταγωνιστών μπορεί να είναι ένα ακόμη σημαντικό στοιχείο που να οδηγεί στην απόφαση. Η ύπαρξη υψηλών κοστών εναλλαγής μπορεί να αποδειχθεί μέσω μιας έρευνας για πραγματικούς και πιθανούς αγοραστές, ή μέσω κάποιου φυσικού πειράματος, ή μέσω την άμεσης εκτίμησης του κόστους που υφίσταται ένας αγοραστής ένα θελήσει να αλλάξει προμηθευτή.

Η ύπαρξη, ή η απουσία, παραγωγικών περιορισμών μπορεί να είναι και αυτή κρίσιμη για την αξιολόγηση των πιθανών μονομερών επιδράσεων. Εάν οι ανταγωνιστές έχουν περιορισμένη δυνατότητα να αντιδράσουν σε μια αύξηση της τιμής, ή σε μια μείωση της παραγωγής, με αύξηση της παραγωγής τους, μια συγκέντρωση μπορεί να επιφέρει περισσότερες ανησυχίες. Αυτά τα χαρακτηριστικά της αγοράς μπορούν να εξακριβωθούν μέσω διαφόρων τεχνικών, όπως με μια έρευνα στην παραγωγική δυναμικότητα των σχετικών φορέων, ή μέσω προηγούμενης παρατήρησης της συμπεριφοράς τους.

Σε ορισμένες περιπτώσεις, η Επιτροπή μπορεί να αξιολογήσει την πιθανότητα εμφάνισης μονομερών επιδράσεων και των μεγεθών τους μέσω κάποιων εμπειρικών μεθόδων, όπως με την προσομοίωση των επιδράσεων της τιμής της συγχώνευσης βασισμένη σε κάποιο μοντέλο της αγοράς ή με μια ανηγμένης μορφής εκτίμηση βασισμένη σε ιστορικά στοιχεία. Αυτές οι μέθοδοι απαιτούν την υιοθέτηση ενός πλήθους υποθέσεων. Ακόμα και αν η Επιτροπή δεν εξηγεί ρητά όλες αυτές τις υποθέσεις, πρέπει να θεωρούνται ως επιχειρήματα πάνω στα οποία θα στηριχθεί η απόφαση. Για παράδειγμα, εάν η Επιτροπή στις προσομοιώσεις της χρησιμοποιεί ένα υπόδειγμα ανταγωνισμού σε τιμές, η απόφαση θα πρέπει να ιδωθεί σαν να περιείχε μια πρόταση που διαβεβαιώνει ότι το μοντέλο που περιγράφει καλύτερα τον τρόπο

που ανταγωνίζονται οι επιχειρήσεις στην σχετική αγορά είναι αυτό στον οποίο θέτουν στρατηγικά τις τιμές τους.

4.5.2. Επιδράσεις συντονισμού

Ο δεύτερος τύπος των πιθανών αντιανταγωνιστικών επιδράσεων που σχετίζονται με μια συγχώνευση έγκειται στην δημιουργία ενός περιβάλλοντος πιο πρόσφορον για σιωπηρές συνεργασίες. Ο συντονισμός μπορεί να λάβει διάφορες μορφές, όπως η διατήρηση των τιμών πάνω από το επίπεδο του ανταγωνισμού, ο περιορισμός της παραγωγής, το μοίρασμα της αγοράς ή η εκχώρηση συμβολαίων σε ανταγωνιστικές αγορές. Για παράδειγμα, μια συγχώνευση μπορεί να αυξήσει σημαντικά την πιθανότητα εμφάνισης τέτοιων επιδράσεων του συντονισμού εάν περιλαμβάνει μια επιχείρηση γρήγορου κέρδους με επιρρέπεια στην διατάραξη της συνεργασίας με την περικοπή των υψηλών τιμών⁷.

Οι Οδηγίες της ΕΚ τονίζουν ότι μια μείωση στον αριθμό των ανταγωνιστών δεν είναι επαρκής, αυτή καθ' εαυτή, για να προκαλέσει ανησυχίες σχετικά με τις επιδράσεις του συντονισμού, εκτός εάν η αγορά στην οποία η συγχώνευση λαμβάνει χώρα παρουσιάζει άλλα χαρακτηριστικά που είναι πρόσφορα για συνεργατική συμπεριφορά, όπως:

1. το οικονομικό περιβάλλον είναι σταθερό και σχετικά απλό ώστε είναι σχετικά εύκολο για τις επιχειρήσεις να επιτύχουν μια από κοινού συμφωνία για τους όρους του συντονισμού
2. οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να παρακολουθήσουν τις συμπεριφορές των άλλων επιχειρήσεων, και
3. αξιόπιστοι και επαρκώς αυστηροί μηχανισμοί τιμωρίας είναι πιθανό να υφίστανται

Υπάρχουν διάφορα χαρακτηριστικά της αγοράς που μπορεί να επηρεάσουν την δυνατότητα των επιχειρήσεων να συνεργαστούν ως προς τα προϊόντα τους. Παραδείγματος χάριν, οι συγχωνεύσεις που καθιστούν τις αγορές πιο συμμετρικές σε όρους μεριδίων αγοράς, επιπέδων παραγωγικής δυναμικότητας, δομών του κόστους, ή επιπέδων κάθετης ολοκλήρωσης θεωρούνται ως αρωγοί για τον συντονισμό. Παρόμοια, ο συντονισμός είναι πιο πιθανός σε αγορές που τα προϊόντα είναι ομογενή. Εν αντιθέσει, η Επιτροπή είναι απίθανο να ανησυχήσει για τις επιδράσεις

⁷ Parisi John J., “A simple guide to the EC merger regulation of 2004”, 2004

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτικά Ανταγωνισμού

του συντονισμού σε ασταθείς αγορές με συχνή είσοδο και έξοδο επιχειρήσεων ή σε αγορές που η καινοτομία είναι σημαντική.

Για να διατηρηθεί μια συμφωνία συμπαιγνίας, οι επιχειρήσεις πρέπει να έχουν την δυνατότητα να ελέγχουν τους όρους της συμφωνίας. Για αυτό το λόγο, η Επιτροπή θα εκφράσει την άποψη της για την διαφάνεια των αγορών (δηλαδή, την διαφάνεια των τιμών και άλλων συμβατικών όρων) και/ ή για κάποιες άλλες συνθήκες της αγοράς που επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να ανιχνεύουν, εύκολα και έγκαιρα, εάν οι άλλες επιχειρήσεις έχουν αποκλίνει από το συντονισμένο σχέδιο δράσης. Παραδείγματα παραγόντων που μπορεί να καταστήσουν τις αγορές περισσότερο ή λιγότερο διαφανείς είναι η ύπαρξη μιας δημόσιας συναλλαγής ή δημοπρασίες ελεύθερης συμμετοχής, ή η ύπαρξη εμπιστευτικών διαπραγματεύσεων ανάμεσα σε πωλητές και αγοραστές.

Τα παραπάνω πιστοποιούνται από το γεγονός ότι όταν μια συγχώνευση πραγματοποιείται σε μια αγορά που τείνει προς το ολιγοπάλιο – δηλαδή, μια αγορά που αποτελείται από λίγους, κατά προσέγγιση ίσους συμμετέχοντες παρά από ένα, κυρίαρχο παίχτη – οι αποφάσεις της ΕΔ και της CFI έχουν επιβεβαιώσει κατά καιρούς ότι ο Κανονισμός Συγχώνευσης όντως καλύπτει τέτοιες υποθέσεις, αρκεί η Επιτροπή να μπορεί να επιδείξει συγκεκριμένες περιστάσεις. Αυτές οι περιστάσεις είναι παρόμοιες με αυτές που διευκρινίζονται στις Οδηγίες Οριζόντιας Συγχώνευσης των Η.Π.Α., στο άρθρο 2.11, σχετικά με το ενδεχόμενο μια συγχώνευση να διευκόλυνε τη συνεργία σε μια ολιγοπωλιακή αγορά:

- ✓ Κατ’ αρχάς, πρέπει να υπάρχει ικανοποιητική διαφάνεια στην αγορά για κάθε μέλος του κυρίαρχου ολιγοπωλίου ώστε να είναι ενήμερο για τις συμπεριφορές των άλλων αγορών.
- ✓ Δεύτερον, η “κοινή πολιτική” (σιωπηρή συνεργασία) πρέπει να είναι βιώσιμη στον χρόνο – εννοώντας ότι πρέπει να υπάρχουν επαρκείς αποτρεπτικοί παράγοντες (δηλ. αντίποινα ενάντιας στην εξαπάτηση) για να διασφαλιστεί ότι υπάρχει ένα μακροχρόνιο κίνητρο για την διατήρηση της πολιτικής
- ✓ Τρίτον, πρέπει να παγιωθεί ότι η προβλέψιμη αντίδραση των ανταγωνιστών και των καταναλωτών δεν θα θέσουν σε κίνδυνο τα αποτελέσματα της κοινής πολιτικής

Τέλος, η αξιολόγηση μπορεί να είναι πιο δύσκολη σε ασταθή οικονομικά περιβάλλοντα διότι οι επιχειρήσεις μπορεί να δυσκολευτούν στο να συμπεράνουν εάν

οι χαμηλές πωλήσεις οφείλονται σε άσχημες οικονομικές συνθήκες ή σε περικοπές της τιμής από κάποιο ανταγωνιστή. Επομένως, η απόφαση είναι πιθανό να περιέχει μια δήλωση που αφορά την εξέλιξη της αγοράς, την έλλειψη (ή την παρουσία) καινοτομιών και την πιθανή αύξηση (ή μείωση) της ζήτησης.

Οι αξιώσεις που περιέχονται στις αποφάσεις μπορεί να βασίζονται σε απλές αντικειμενικές παρατηρήσεις ή σε πιο σύνθετες αναλύσεις που περιλαμβάνουν τόσο αντικειμενικούς ισχυρισμούς όσο και λογικές προτάσεις. Για παράδειγμα, η εξέλιξη της ζήτησης μπορεί να αξιολογηθεί χάρη σε ένα οικονομετρικό μοντέλο που περιέχει ένα πλήθος ρητές και άρρητες υποθέσεις.

4.5.3. Εξουδετέρωση πιθανού ανταγωνισμού

Στο άρθρο 6 των Οδηγιών της ΕΚ, σε αντίθεση με τις Οδηγίες Οριζόντιας Συγχώνευσης των Η.Π.Α., περιγράφονται συγκεκριμένοι όροι που θα πρέπει να εκπληρωθούν για να συμπεράνει η Επιτροπή ότι η προτεινόμενη συγχώνευση θα εξουδετερώσει τον πιθανό ανταγωνισμό και συνεπώς πρέπει να απαγορευθεί.

4.6. Θεωρίες ανταγωνιστικής ζημιάς: Μη - οριζόντιες συγχωνεύσεις

Ενώ μια οριζόντια συγχώνευση μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τον ανταγωνισμό με την άμεση απομάκρυνση των ανταγωνιστικών περιορισμών που ασκούν τα συγχωνευμένα μέλη το ένα στο άλλο, οι μη-οριζόντιες συγχωνεύσεις (κάθετες ή διαγώνιες συγχωνεύσεις), εξ ορισμού δεν έχουν αυτά τα αποτελέσματα⁸. Πράγματι, μια μη-οριζόντια συγχώνευση περιλαμβάνει επιχειρήσεις που παράγουν συμπληρωματικά προϊόντα παρά υποκατάστata. Εντούτοις, σε ορισμένες περιπτώσεις μια μη-οριζόντια συγχώνευση μπορεί να προκαλέσει ανησυχίες για τον ανταγωνισμό.

Μια μη-οριζόντια συγχώνευση μπορεί να δημιουργήσει τις ίδιες αντιανταγωνιστικές επιδράσεις όπως μια οριζόντια συγχώνευση, δηλαδή, μονομερείς επιδράσεις και επιδράσεις συντονισμού. Επομένως, όλες οι εκτιμήσεις που εκφράσθηκαν στο προηγούμενο κομμάτι ισχύουν και για τις μη-συγχωνευμένες εταιρίες. Εντούτοις, οι οικονομολόγοι συμφωνούν ότι τέτοιες αντιανταγωνιστικές επιδράσεις δεν αποτελούν

⁸ Buccirossi Paolo & Ciari Lorenzo & Duso Tomaso & Fridolfsson Sven-Olof & Spagnolo Giancarlo & Vitale Cristiana, “Ex-post review of merger control decisions”, December 2006

ποτέ (ή σπάνια) την άμεση συνέπεια μιας συγχώνευσης μόνο. Μπορούν να υλοποιηθούν μόνο εάν η νέα οντότητα που προκύπτει από την συγχώνευση έχει την δυνατότητα και το κίνητρο να συμμετάσχει σε πρακτικές που εμποδίζουν την ικανότητα μερικών ανταγωνιστών να ανταγωνιστούν σε μια από τις αγορές που δραστηριοποιούνται τα συμβαλλόμενα μέρη.

4.6.1. Κάθετος αποκλεισμός

Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, οι νομικοί παράγοντες που πρέπει να εξετάσει η Επιτροπή περιλαμβάνουν τις κάθετες σχέσεις. Η Επιτροπή εξήγησε την εστίαση της σε αυτή την περιοχή ως εξής:

Οι συγχωνεύσεις κάθετης ολοκλήρωσης μπορούν να οδηγήσουν σε εξάρτηση των ανταγωνιστών, για τις προμήθειες τους, από την κάθετα ολοκληρωμένη επιχείρηση με τον κίνδυνο ότι η πρόσβαση στις προμήθειες είναι αποκλεισμένη, ή καθίσταται δυσκολότερη ή πιο ακριβή, και έτσι αυξάνεται το κόστος των ανταγωνιστών. Αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει στην αποδυνάμωση ή τον αποκλεισμό των ανταγωνιστών, και επομένως στην δημιουργία μιας κυρίαρχης θέσης στην κάτω αγορά.

Η Επιτροπή βρήκε τέτοιες επιδράσεις σε μια σειρά συγχωνεύσεων στην βιομηχανία των media στα μέσα με τέλη της δεκαετίας του '90. Παραδείγματος χάριν, η MSG Media Service, στην οποία η Επιτροπή βρήκε ότι αυτή η συγχώνευση των δικαιωμάτων σε προγράμματα, στην τεχνολογία, και στις διοικητικές υπηρεσίες θα καθιέρωνε την συγχωνευμένη εταιρία ως τον “ισχυρό μεσάζων” και θα απέκλειε τον ανταγωνισμό.

Η Επιτροπή πρέπει να εξετάσει: εάν κάποια από τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις κατέχει κάποια θέση με σημαντική δύναμη στην αγορά σε μια από τις αγορές που δραστηριοποιούνται, την ικανότητα της νέας οντότητας να αποκλείσει μια από τις αγορές στις οποίες δραστηριοποιείται, και τα κίνητρα της να υιοθετήσει μια τέτοια στρατηγική. Στην απόφαση της η Επιτροπή θα περιέχει δηλώσεις που στοχεύουν στην απόδειξη της ύπαρξης ή απουσίας αυτών των όρων.

4.6.2. Επιδράσεις διαγώνιων συγχωνεύσεων

Η απόφαση της CFI στην υπόθεση Tetra Laval/ Sidel αποσαφηνίζει τις “διαγώνιες” συγχωνεύσεις και δηλώνει ότι μπορεί να έχουν αντιανταγωνιστικά αποτελέσματα σε κάποιες περιπτώσεις. Η CFI υπογραμμίζει ότι η διαγώνια συγχώνευση είναι:

Μια συγχώνευση επιχειρήσεων που, απαραίτητα, δεν έχουν μια προϋπάρχουσα σχέση, είτε ως άμεσοι ανταγωνιστές είτε ως προμηθευτές ή πελάτες. Συγχωνεύσεις

αυτού του τύπου δεν δημιουργούν πραγματικές οριζόντιες επικαλύψεις μεταξύ των δραστηριοτήτων των συμβαλλόμενων μερών της συγχώνευσης ή σε μια κάθετη σχέση μεταξύ των μερών με την αυστηρή έννοια του όρου. Συνεπώς, δεν μπορεί να εκληφθεί ως γενικός κανόνας ότι τέτοιου είδους συγχωνεύσεις παράγουν αντιανταγωνιστικά αποτελέσματα. Εντούτοις, μπορεί να δημιουργήσουν αντιανταγωνιστικά αποτελέσματα σε ορισμένες περιπτώσεις⁹.

Τα αντιανταγωνιστικά αποτελέσματα που εντοπίστηκαν από την Επιτροπή περιλαμβάνουν την δημιουργία δύναμης χαρτοφυλακίου (δηλαδή, η απόκτηση μιας πλήρης γκάμας προϊόντων που οδηγεί στον αποκλεισμό των άλλων προμηθευτών στο επίπεδο της διανομής), bundling ή tying, και επέκταση της κυριαρχίας στην αγορά σε μια άλλη παρακείμενη αγορά.

4.7. Αντισταθμιστικοί παράγοντες

Όταν μια συγχώνευση δημιουργεί αντιανταγωνιστικές ανησυχίες, η Επιτροπή μπορεί, εντούτοις, να εγκρίνει την συγχώνευση εάν αναγνωρίσει αντισταθμιστικούς παράγοντες που αντισταθμίζουν ικανοποιητικά τις αρχικές ανησυχίες¹⁰. Οι Οριζόντιες Οδηγίες Συγχώνευσης δίνουν έμφαση σε τέσσερα είδη αντισταθμιστικών παραγόντων, δηλαδή στην είσοδο μετά-συγχώνευσης, στην αγοραστική δύναμη, στην πιθανότητα αποτυχίας μιας εταιρίας και στις αποτελεσματικότητες που οφείλονται αποκλειστικά στην συγχώνευση.

4.7.1. Είσοδος

Η είσοδος είναι ένας από τους νομικά εξουσιοδοτημένους παράγοντες που η Επιτροπή είναι υποχρεωμένη να λάβει υπόψη της κατά την αξιολόγηση μιας συγχώνευσης. Οι Οδηγίες Οριζόντιας Συγχώνευσης περιλαμβάνουν ένα κεφάλαιο για την είσοδο, που εκθέτει τους ίδιους τρεις βασικούς παράγοντες που εξετάζονται από τις αντικονοπρακτικές υπηρεσίες των Η.Π.Α μέσω των Οδηγιών Οριζόντιας Συγχώνευσης του 1992 – συγκεκριμένα, εάν η είσοδος είναι πιθανό, έγκαιρα και επαρκώς, να αποτρέψει τα πιθανά αντιανταγωνιστικά αποτελέσματα μιας συγχώνευσης.

⁹ Buccirossi Paolo & Ciari Lorenzo & Duso Tomaso & Fridolfsson Sven – Olof & Spagnolo Giancarlo & Vitale Cristiana, “Ex-post review of merger control decisions”, December 2006

¹⁰ ICN Merger Working Group, “The analytical framework for merger control”, London, 2005

4.7.2. Αγοραστική Δύναμη

Μια συγχώνευση που αυξάνει σημαντικά την δύναμη της αγορά μπορεί να μην εμποδίζει, εντούτοις, σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό εάν οι πελάτες της έχουν μεγάλη αγοραστική δύναμη. Οι πελάτες έχουν αγοραστική δύναμη εάν έχουν την ικανότητα να μεταπηδήσουν εύκολα και χωρίς κόστος σε κάποιον άλλο προμηθευτή ή αρνηθούν να αγοράσουν προϊόντα της συγχώνευμένης επιχείρησης, εάν αξιόπιστα απειλήσουν να ολοκληρωθούν κάθετα στην πάνω αγορά, ή εάν μπορούν να υποστηρίξουν την είσοδο στην πάνω αγορά. Στο πλαίσιο των επιδράσεων του συντονισμού, ένας μεγάλος αγοραστής μπορεί να καταστήσει τον συντονισμό πιο δύσκολο με το να βάζει σε πειρασμό τους προμηθευτές να αποκλίσουν από τους όρους της συνεργασίας, παραδείγματος χάριν με το να τους προσφέρει μακροχρόνια συμβόλαια. Οι Οδηγίες Οριζόντιας Συγχώνευσης εντούτοις τονίζουν ότι μόνο η παρουσία μιας ισχυρής αγοραστικής δύναμης δεν είναι επαρκής για να θεωρηθεί αντισταθμιστικός παράγοντας. Είναι επίσης απαραίτητο οι καταναλωτές να έχουν κίνητρο να ασκήσουν την αγοραστική τους δύναμη και αυτό να ωφελεί όλους τους καταναλωτές. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση που δραστηριοποιείται στην κάτω αγορά μπορεί να αποφασίσει να μην υποστηρίξει την είσοδο επιχειρήσεων στην πάνω αγορά εάν μπορούν και οι ανταγωνιστές του στην κάτω αγορά να ωφεληθούν από αυτό.

4.7.3. Πιθανότητα αποτυχίας μιας εταιρίας

Παρόμοια με την πολιτική για την “πιθανότητα αποτυχίας μια επιχείρησης” των δικαστηρίων των Η.Π.Α., από την απόφαση του ανώτατου δικαστηρίου των Η.Π.Α. στην υπόθεση General Dynamics του 1974 και στην DoJ/FTC των Οδηγιών Οριζόντιας Συγχώνευσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προθυμοποιείται να εγκρίνει “συγχωνεύσεις διάσωσης”. Οι Οδηγίες Οριζόντιας Συγχώνευσης της ΕΚ αναγνωρίζουν την ορθότητα της υπεράσπισης μιας εν δυνάμει χρεοκοπημένης επιχείρησης και περιγράφουν την αντίστοιχη πολιτική με όρους παρόμοιους με αυτούς των Οδηγιών των Η.Π.Α.

4.7.4. Αποτελεσματικότητες

Η εξέλιξη της αντιμετώπισης από την ΕΚ των αποτελεσματικοτήτων απηχεί αυτή των αντικοινοπρακτικών υπηρεσιών των Η.Π.Α. Οι υπηρεσίες και τα δικαστήρια τις απέρριπταν ως θετικό παράγοντα στην εξέταση των συγχωνεύσεων, μέχρι την αναθεώρηση των DoJ – FTC Οδηγιών Οριζόντιας Συγχώνευσης του 1997 που

δέχθηκαν να λαμβάνουν υπόψη τους στην αξιολόγηση ισχυρισμούς αποτελεσματικότητας. Η υπόθεση deHavilland της ΕΚ το 1991 απέρριψε τους ισχυρισμούς αποτελεσματικότητας που διατύπωσαν τα συμβαλλόμενα μέρη και συγκεκριμένα άφησαν ανοιχτό το ζήτημα του “εάν τέτοιοι ισχυρισμοί είναι σχετικοί με την αξιολόγηση υπό το άρθρο του Κανονισμού Συγχώνευσης”.

Η θέση της ΕΚ στις αποτελεσματικότητες εξελίχθηκε στο σημείο που πρότεινε, και το Συμβούλιο υιοθέτησε, μια διάταξη ενσωματωμένη στο σημείο 29 του Κανονισμού Συγχώνευσης, που διευκρινίζει την εξουσία της Επιτροπής να λαμβάνει υπόψη της τις αποτελεσματικότητες στις υποθέσεις συγχώνευσης. Οι Οδηγίες Οριζόντιας Συγχώνευσης της ΕΚ περιγράφουν την προσέγγιση της στους ισχυρισμούς αποτελεσματικότητας.

Τελικά, οι Οδηγίες της ΕΚ βεβαιώνουν ότι οι αντιανταγωνιστικές επιδράσεις μιας συγχώνευσης μπορούν να αντισταθμιστούν από αποτελεσματικότητες προκληθείσες από την συγχώνευση, οι οποίες ωφελούν τους καταναλωτές. Μια εξέχουσα πηγή για τέτοιου είδους αποτελεσματικότητες είναι οι οικονομίες κλίμακας και φάσματος που μπορούν να επιτρέψουν στην συγχώνευμένη οντότητα να μειώσει τα κόστη παραγωγής και διανομής, ή που ευνοούν τις επενδύσεις σε E&A και την καινοτομία. Οι εκτιμήσεις για την αποτελεσματικότητα παίζουν καθοριστικό ρόλο στην αξιολόγηση των μη-οριζόντιων συγχωνεύσεων. Αυτές οι συγχωνεύσεις μπορούν ενισχύσουν την αποτελεσματική κατανομή των πόρων μέσω της εξάλειψης των διπλών αυξήσεων, ή μέσω της επίλυσης προβλημάτων που σχετίζονται με ελλιπείς συμβάσεις και κόστη συναλλαγής.

Η κατανόηση των πεδίων όπου τον αντανακλάνεται τον αντανακλαστικόν της πρακτικούν περίπτωση, διαθέτει μεταξύ άλλων την δομή της φορέδος. Ως σημαντικότερος παραδόσεις μεταξύ των ανθρώπων η αντανακλαστική πρακτική που προστίθεται στην πραγματικότηταν την απορρίφθισην (κατακριθή αντανακλαστικότητα), η ανάδραση από αντανακλαστικήν, η απάρτηση της αντανακλαστικότητας από την απάρτηση στην αντανακλαστικότητα.

Η απαντήση των πεδίων όπου τον αντανακλάνεται τον αντανακλαστικόν (κατακριθή) με τη συγχωνεύσην, καταρρέει κατά την κατανόηση της διεύθυνσης από τους πραπάντες. Εδώμεναν με τη στοιχεία των πραπάντων την παραπομπή-μήδος, ήτοι αύριο 3595 συγχωνεύσεις κατανακλαστικές στην παραπομπή των Ευρωπαϊκών Συγχωνεύσεων, από τις οποίες αύριο η περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης θα είναι απαντησίστηκε από τις συγχωνεύσεις 161. Επειδή τα πεδία της παραπομπής της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι μη-αναφερόμενα

Συμπεράσματα

Η ανωτέρω ανάλυση έχει ως στόχο την παρουσίαση μιας βασικής θεματολογίας περί των Σ&Ε. Οι συγχωνεύσεις αποτελούν ένα φαινόμενο με ουσιαστική διάρκεια στο χρόνο. Αν και σε αρκετές περιπτώσεις τα αποτελέσματα δεν ήταν τα επιθυμητά, η στρατηγική αυτή συνεχίζει να διατηρεί εξέχουσα θέση. Επιπλέον, με την πάροδο του χρόνου, διαπιστώνεται μια τάση εξάπλωσης τους, η οποία και εκδηλώνεται κατά κύματα. Έχουν ήδη καταγραφεί, πέντε ξεχωριστές περίοδοι έντονης συγχωνευτικής κίνησης και υπάρχει σημαντική πιθανότητα να διανύουμε το έκτο. Το φαινόμενο αυτό μπορεί να εξηγηθεί και να γίνει κατανοητό.

Οι συγχωνεύσεις παρακινούνται από διάφορους λόγους. Όπως κάθε κερδοσκοπικός οργανισμός, έτσι και οι επιχειρήσεις που αποφασίζουν να συγχωνευτούν έχουν ως στόχο την μεγιστοποίηση των κερδών τους. Αυτό, λοιπόν, στην εν λόγω στρατηγική, μπορεί να επιτευχθεί κατ' αρχάς με την δημιουργία συνεργιών. Οι συνέργιες είτε αυξάνουν την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης και συνεπώς βελτιώνουν την οικονομική της θέση, είτε δημιουργούν διάφορα άμεσα χρηματοοικονομικά οφέλη. Η αύξηση των ρυθμών ανάπτυξης, η διαφοροποίηση και η μεταβολή της ισχύς των πέντε δυνάμεων του Porter αποτελούν εξίσου σημαντικούς τρόπους για την πραγματοποίηση του γενικότερου στόχου.

Οι επιχειρήσεις αφού διαπιστώσουν την ύπαρξη αρκετών και σημαντικών κινήτρων, πραγματοποιούν την συγχώνευση, αν και εφόσον φυσικά δοθεί έγκριση από την αρμόδια Επιτροπή. Οι επιπτώσεις που επιφέρουν οι συγχωνεύσεις στον ανταγωνισμό, εξαρτώνται από το θεωρητικό υπόδειγμα στο οποίο εντάσσονται και προκύπτουν κυρίως από την μεταβολή της δομής της αγοράς. Ως σημαντικότερες επιπτώσεις μπορούν να ιδωθούν ο συντονισμός των στρατηγικών τιμολόγησης των συγχωνευμένων επιχειρήσεων (εσωτερικός συντονισμός), η αντίδραση των ανταγωνιστών, η επίδραση της ανατροφοδότησης και τέλος οι επιδράσεις στην ισορροπία.

Η κατανόηση των αιτιών και των συνεπειών (επιπτώσεων) των συγχωνεύσεων, επιτρέπει και την κατανόηση της έκτασης αυτού του φαινόμενου. Σύμφωνα με τα στοιχεία που αφορούν τον ευρωπαϊκό χώρο, ένα σύνολο 3595 συγχωνεύσεων κοινοποιήθηκαν στην επιτροπή υπό τον Κανονισμό Συγχωνεύσεων, από τότε που τέθηκε σε ισχύ τον Σεπτέμβριο του 1990. Πολύ λίγες κοινοποιήσεις εξ αυτών (συνολικά 161) ξεφεύγουν από το αντικείμενο του Κανονισμού ή δημιουργούν

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

σοβαρές αμφιβολίες όσον αφορά τις επιδράσεις στον ανταγωνισμό. Στον ελλαδικό χώρο τα τελευταία χρόνια, παρουσιάζεται σημαντική αύξηση στην αξία των συναλλαγών (114% το 2005) καθώς και αυξημένο ενδιαφέρον για επενδύσεις στο εξωτερικό. Οι ελληνικές επιχειρήσεις επικεντρώνονται στην εδραίωση της παρουσίας τους στο εξωτερικό, ενώ παράλληλα, οι κλάδοι της Τεχνολογίας, των Τηλεπικοινωνιών και των Τραπεζών παρουσιάζουν μεγάλη κινητικότητα.

Παρά το γεγονός ότι οι συγχωνεύσεις συμβάλλουν στην μεγαλύτερη κερδοφορία της συγχωνευμένης οντότητας, ο αποτελεσματικός ανταγωνισμός μπορεί να απειληθεί έντονα από αυτές. Ο ρόλος της Πολιτικής Ανταγωνισμού και των αρμοδίων Αρχών έγκειται στην διασφάλιση της ισορροπίας στην αγορά και την αποτροπή κάθε είδους παραβατικής και αντιανταγωνιστικής συμπεριφοράς. Το έργο της Επιτροπής Ανταγωνισμού είναι αρκετά σύνθετο και περίπλοκο. Η ανάλυση της υπό εξέταση συγχώνευσης ξεκινάει με τον καθορισμό της αγοράς και ακολουθεί ο έλεγχος του μεριδίου αγοράς, της ανταγωνιστικής ζημίας και των αντισταθμιστικών παραγόντων. Η Επιτροπή πρέπει κατά την αξιολόγηση, να λάβει υπόψη της, τους διάφορους νομικούς παράγοντες και τα σχετικά πρότυπα που τίθενται από τον Κανονισμό Συγχωνεύσεων.

Συνοψίζοντας, οι συγχωνεύσεις αποτελούν ένα αναπόσπαστο κομμάτι της βιομηχανικής ζωής. Παρά την σημαντική πιθανότητα αποτυχίας της σύμπραξης, οι επιχειρήσεις έχουν αρκετά κίνητρα για να την πραγματοποιήσουν. Οι επιδράσεις, εντούτοις, της συγχώνευσης, μπορεί να περιλαμβάνουν και στοιχεία που δημιουργούν σημαντικά προβλήματα στο αποτελεσματικό ανταγωνισμό. Συνεπώς, η Πολιτική Ανταγωνισμού, η δομή της αγοράς και η συμπεριφορά των επιχειρήσεων μπορούν να συντελέσουν στην ομαλή διεξαγωγή των Σ&Ε και στην διατήρηση της ισορροπίας στην αγορά.

Η απόφαση του 2004

Παράρτημα

Στις 26 Ιουλίου 2004, η Επιτροπή ανέφερε, με την οποία παρατημένο
συγχώνευση, της ΕΕ του 1989, τη δημιουργία της επινοεργείας Sony BMG, μεταξύ

➤ Sony/ Bertelsmann

Βρυξέλλες, 3^η Οκτωβρίου 2007

Η Επιτροπή επιβεβαιώνει την έγκριση της κοινοπραξίας, *recorded music*, μεταξύ της Sony και της Bertelsmann μετά από επαναξιολόγηση που έγινε, επικείμενη στην απόφαση του δικαστηρίου.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιβεβαίωσε την αρχική έγκριση, σύμφωνα με τους κανόνες ελέγχου συγχώνευσης της ΕΕ, για την δημιουργία της Sony BMG, μιας κοινοπραξίας που συνδυάζει τις επιχειρήσεις *recorded music* της Sony και της Bertelsmann, αφού κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η σύμπραξη δεν θα δημιουργούσε ή δεν θα ενίσχυε μια κυρίαρχη ή μια συλλογικά κυρίαρχη θέση στις μουσικές βιομηχανίες του EOX (όσον αφορά τα κράτη μέλη της ΕΕ, δηλαδή τις 15 χώρες που ήταν μέλη πριν από την 1^η Μαΐου 2004). Η συγχώνευση είχε εγκριθεί αρχικά από τη Επιτροπή το 2004. Μετά από την ακύρωση αυτής της έγκρισης, από το πρωτοδικείο το 2006, η Επιτροπή έχει διεξάγει μια σε βάθος επαναξιολόγηση της συγχώνευσης.

Ο Επίτροπος ανταγωνισμού Neelie Kroes σχολίασε: "Αυτή η έρευνα αντιπροσωπεύει μια από τις πιο λεπτομερείς αναλύσεις σύνθετων πληροφοριών που αναλαμβάνονται από την Επιτροπή σε μια διαδικασία συγχώνευσης. Δείχνει ξεκάθαρα, ότι η συγχώνευση δεν θα προκαλούσε ανησυχίες στον ανταγωνισμό σε οποιεσδήποτε από τις επηρεασθείσες αγορές."

Πριν από την απορρόφησή της από την κοινοπραξία, η Bertelsmann Music Group ήταν θυγατρική της Bertelsmann AG, μια γερμανικού-τύπου διεθνής επιχείρηση media, της οποίας οι δραστηριότητες περιλαμβάνουν επίσης την τηλεοπτική και τη ραδιοφωνική παραγωγή, τη ραδιοφωνική αναμετάδοση και την έκδοση βιβλίων & περιοδικών. Οι μουσικές επωνυμίες BMG περιέλαβαν την Arista και την Jive.

Η Sony Corp της Αμερικής ανήκει στην ιαπωνική Sony Group, της οποίας οι δραστηριότητες περιλαμβάνουν ηλεκτρονικά είδη ευρείας κατανάλωσης και βιομηχανία entertainment εκτός από την επιχείρηση παραγωγής και διάθεσης μουσικής. Στην *recorded music*, ενέργησε μέσω της Sony Music Entertainment που είναι ιδιοκτήτρια της Κολούμπια, της Epic και της Sony Classical, μεταξύ των άλλων επωνυμιών.

Η απόφαση του 2004

Στις 20 Ιουλίου 2004, η Επιτροπή ενέκρινε, υπό τον τότε εν ενεργεία κανονισμό συγχώνευσης της ΕΕ του 1989, τη δημιουργία της κοινοπραξίας Sony BMG, που συνδυάζει τα τμήματα recorded music της Sony Corp και της Bertelsmann AG (BMG). Έστερα από εξέταση της προτεινόμενης σύμπραξης, η Επιτροπή διαπίστωσε ότι δεν θα δημιουργούσε ή δεν θα ενίσχυε μια κυρίαρχη θέση για τις περιληφθείσες εταιρίες ατομικά ή συλλογικά με τους άλλους ηγέτες της μουσικής (Universal, Warner και EMI).

Η απόφαση δικαστηρίου

Την 13^η Ιουλίου 2006, στην υπόθεση T- 464/04, το πρωτοδικείο θεώρησε ότι η Επιτροπή έκανε προφανή λάθη στην αξιολόγηση και ότι τα στοιχεία στα οποία στηρίχθηκε η Επιτροπή ήταν ανεπαρκή για να επιβεβαιώσουν την απόφαση καθαρότητας και την ακύρωση.

Η δεύτερη έρευνα

Μετά από αυτήν την ακύρωση, η περίπτωση ξανακοινοποιήθηκε στην Επιτροπή στις 31 Ιανουαρίου 2007 και η Επιτροπή άρχισε μια νέα αξιολόγηση της σύμπραξης. Την 1η Μαρτίου 2007, η Επιτροπή άρχισε μια σε βάθος έρευνα.

Η νέα έρευνα διεξήχθη στο πλαίσιο του προηγούμενου κανονισμού συγχώνευσης, εφαρμόσιμο στις συμφωνίες συγχώνευσης, που υπεγράφησαν πριν από την 1η Μαΐου 2004, υπό τον οποίο η Επιτροπή έπρεπε να ελέγξει εάν η προτεινόμενη συγχώνευση θα ενίσχυε ή θα δημιουργούσε μια κυρίαρχη ή συλλογικά κυρίαρχη θέση στην αγορά, στα όρια του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου όπως ορίσθηκε πριν από την 1η Μαΐου 2004 (συμπεριλαμβανομένων των 15 κρατών μελών της ΕΕ μέχρι τότε) ή ενός ουσιαστικού τμήματος επ' αυτού. Εντούτοις, η Επιτροπή επαναξιολόγησε τη σύμπραξη υπό το φως των τρεχουσών συνθηκών στην αγορά, λαμβάνοντας υπόψη τις εξελίξεις από το 2004, συμπεριλαμβανομένων και των εξελίξεων στην πώληση της on-line μουσικής. Αυτό σημαίνει ότι η Επιτροπή ήταν σε θέση να αξιολογήσει τον πραγματικό αντίκτυπο της συγχώνευσης στην αγορά από το 2004 και δεν περιορίστηκε, όπως γίνεται συνήθως, σε μια ανάλυση των πιθανών αποτελεσμάτων στην αγορά στο μέλλον.

Ως υπενθύμιση, μια συγχώνευση σε μια συγκεντρωμένη αγορά μπορεί να εμποδίσει σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό, μέσω της δημιουργίας ή της ενίσχυσης μιας κυρίαρχης θέσης, επειδή αυξάνει την πιθανότητα οι εταιρίες να συντονίσουν συλλογικά τη συμπεριφορά τους εις βάρος των καταναλωτών, και πιο συγκεκριμένα

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

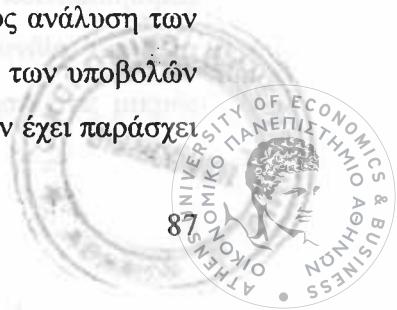
μέσω των αυξήσεων των τιμών, περιορισμού της παραγωγής ή διαίρεσης της αγοράς, παραδείγματος χάριν γεωγραφικά ή βάσει άλλων χαρακτηριστικών των πελατών.

Σε αυτήν την έρευνα, η Επιτροπή εξέτασε με μεγάλη λεπτομέρεια, όλες τις εθνικές αγορές για recorded music σε κανονική μορφή και για τη χορήγηση αδειών για recorded music σε ψηφιακή μορφή. Η έρευνα στράφηκε στην αξιολόγηση της πιθανότητας η συγχώνευση να δημιουργήσει ή να ενισχύσει μια συλλογική κυρίαρχη θέση των σημαντικότερων παραγωγών μουσικής, βάσει των τριών κριτηρίων που τέθηκαν από την Airtours του πρωτοδικείου. Αυτά τα κριτήρια είναι: εάν υπάρχει ικανοποιητική διαφάνεια στην αγορά προκειμένου να επισημανθούν οι αποκλίσεις στη συνεργία, εάν υπάρχει ένας αξιόπιστος μηχανισμός ανταπόδοσης από τις επιχειρήσεις στην αγορά ενάντια σε οποιεσδήποτε επιχειρήσεις που δεν συνεργούν, και εάν υπάρχει οποιαδήποτε δυνατότητα από τους ανταγωνιστές ή τους πελάτες να υπονομεύσουν τα αποτελέσματα της συνεργίας.

Ειδικότερα, η Επιτροπή εκτέλεσε μια από τις μεγαλύτερες και πιο σύνθετες οικονομετρικές αναλύσεις της, μέχρι τώρα, στα πλαίσια της έρευνας των συγχωνεύσεων, αναλύοντας όλες τις καθαρές τιμές, τις εκπτώσεις και τις χονδρικές τιμές όλων των CD chart albums που πωλήθηκαν από όλες τις σημαντικές επιχειρήσεις σε όλους τους πελάτες τους στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο μεταξύ 2002 και 2006, προκειμένου να βρεθούν στοιχεία για οποιασδήποτε πιθανή συνεργία μεταξύ των επιχειρήσεων αυτών. Επιπλέον, η αγορά για τη χορήγηση αδειών για recorded music σε ψηφιακή μορφή, που ήταν υπό ανάπτυξη κατά την διάρκεια της έρευνας της Επιτροπής το 2004, τώρα έχει αναλυθεί πλήρως λαμβάνοντας υπόψη την ανάπτυξή της από το 2004.

Η Επιτροπή ερεύνησε επίσης όλες τις ποικίλες θεωρίες για τιμολογιακή και μη τιμολογιακή συνεργασία μεταξύ των σημαντικών επιχειρήσεων που οφείλονται σε άλλους φορείς της αγοράς. Αυτές οι θεωρίες περιέλαβαν τον υποτιθέμενο συντονισμό στους προϋπολογισμούς, στην τιμολόγηση κάθε τίτλου, στην τιμολογιακή πολιτική, στις τιμές των chart albums, στην πρόσβαση στους λιανοπωλητές, στην πρόσβαση σε airplay, στην ημερομηνία κυκλοφορίας, στο συντονισμό στο επίπεδο δραστηριοτήτων παραγωγής και στο υποτιθέμενο αρνητικό αντίκτυπο στην πολιτιστική ποικιλομορφία.

Λαμβάνοντας υπόψη τα σημεία που θίγονται από το CFI, τη σε βάθος ανάλυση των ποιοτικών καθώς επίσης και των ποσοτικών πτυχών των αγορών και των υποβολών τρίτων που παρέχονται σε όλες τις περιπτώσεις, η σε βάθος έρευνα δεν έχει παράσχει



κανένα στοιχείο για συντονισμένη συμπεριφορά πριν από τη συγχώνευση ή ως αποτέλεσμα αυτής. Το εύρημα αυτό αφορά τόσο τις αγορές για τη μουσική με την κανονική μορφή όσο και τις αγορές για την μουσική σε ψηφιακή μορφή.

➤ First Choice/TUI

Βρυξέλλες, 4^η Ιουνίου 2007

Η Επιτροπή εγκρίνει την προτεινόμενη εξαγορά της First Choice από την TUI, υπό όρους

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε, υπό το πλαίσιο του κανονισμού συγχώνευσης της ΕΕ, την προτεινόμενη εξαγορά της First Choice, μιας βρετανικής επιχείρησης υπηρεσιών ταξιδίου, από την TUI, μητρική της γερμανικής TUI group, που δραστηριοποιείται στον τουρισμό και τις υπηρεσίες περιήγησης. Η απόφαση της Επιτροπής εξαρτάται από την αποστέρηση από την TUI της ιρλανδικής επιχείρησής της που λειτουργεί υπό την επωνυμία "Budget Travel". Λαμβάνοντας υπόψη αυτήν την δέσμευση, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η προτεινόμενη συγχώνευση δεν θα εμπόδιζε σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο (EOX) ή σε οποιοδήποτε ουσιαστικό τμήμα του.

Η TUI είναι η μητρική εταιρεία της TUI group, που προσφέρει οργανωμένες περιηγήσεις, υπηρεσίες ταξιδιωτικών γραφείων, πτήσεις, ξενοδοχειακό κατάλυμα, ενοικίαση αυτοκινήτων και κρουαζιέρες.

Η First Choice δραστηριοποιείται στον τουρισμό και παρέχει και αυτή πτήσεις, οργανωμένες περιηγήσεις, υπηρεσίες ταξιδιωτικών γραφείων, ενοικίαση αυτοκινήτων και κρουαζιέρες στους πελάτες σε διάφορα κράτη μέλη.

Η προτεινόμενη συγχώνευση θα οδηγούσε σε οριζόντιες επικαλύψεις, ειδικότερα στις οργανωμένες διακοπές, μεταξύ των άλλων στο UK και την Ιρλανδία. Οι UK και οι ιρλανδικές αγορές έχουν κάθετα ολοκληρωμένες ταξιδιωτικές επιχειρήσεις (Thomas Cook/MyTravel, TUI και First Choice), έναν μεγάλο αριθμό μικρότερων ανεξάρτητων ταξιδιωτικών επιχειρήσεων για μικρής απόστασης διακοπές και μερικές μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις όπως η Virgin Holidays, και η Kuoni για μεγάλης απόστασης οργανωμένες διακοπές.

Η Επιτροπή διαπίστωσε ότι η προτεινόμενη σύμπραξη όπως αρχικά κοινοποιήθηκε, θα προκαλούσε σοβαρές ανησυχίες για τον ανταγωνισμό στην Ιρλανδία, όπου τα συμβαλλόμενα μέρη θα ήταν μακράν η κύρια ταξιδιωτική επιχείρηση στις μικρής

απόστασης οργανωμένες διακοπές, ελέγχοντας περισσότερο από το 50% της αγοράς, και θα είχαν το μεγαλύτερο, σε εθνικό επίπεδο δίκτυο ταξιδιωτικών γραφείων. Οι οργανωμένες διακοπές και η διασπορά τους, μέσω των ταξιδιωτικών πρακτόρων, σε κεντρικές οδούς είναι ακόμα δημοφιλείς στην Ιρλανδία, όπου η ευρυζωνική πρόσβαση στο Διαδίκτυο και η ποικιλία των ανεξάρτητων επιλογών ταξιδιού είναι λιγότερο αναπτυγμένες απ'ότι στο UK.

Για να εφησυχάσει τις ανησυχίες της Επιτροπής, η TUI προσφέρθηκε να αποκόψει την ιρλανδική επιχείρησή της, "Budget Travel". Λαμβάνοντας υπόψη αυτήν την δέσμευση, η Επιτροπή θεώρησε ότι η σύμπραξη δεν θα δημιουργούσε πλέον σοβαρές αμφιβολίες για τον ανταγωνισμό στην Ιρλανδία.

Όσον αφορά το UK, οι πρόσφατες έρευνες για την αγορά, πραγματοποιήθησες από την Επιτροπή, σχετικά με αυτήν την σύμπραξη και τη συγχώνευση μεταξύ της Thomas Cook και της MyTravel που εγκρίθηκε από την Επιτροπή στις 4 Μαΐου 2007, έδειξαν ότι η βιομηχανία έχει αλλάξει σημαντικά μετά τη σε βάθος ανάλυση, που πραγματοποιήθηκε το 1999 στα πλαίσια της περίπτωσης Airtours/First Choice. Η παρούσα απόφαση ακυρώθηκε στη συνέχεια από το πρωτοδικείο στις 6 Ιουνίου 2002. Η ανάπτυξη του Διαδικτύου δίνει στους καταναλωτές πρόσβαση σε ένα ευρύ φάσμα ιστοσελίδων ταξιδιού, ώστε μπορούν να επιλέξουν και να κάνουν κρατήσεις για τις διακοπές τους ανεξάρτητα από έναν ταξιδιωτικό πράκτορα. Το 2005, οι κρατήσεις μέσω Διαδικτύου αποτέλεσαν περισσότερο από το 35% όλων των βρετανικών υπερπόντιων διακοπών έναντι του 31% που διευθετήθηκαν μέσω ταξιδιωτικών πρακτόρων. Παράλληλα, η άνοδος των αερογραμμών χαμηλότερου κόστους έχει ανοίξει πολλούς νέους προορισμούς διακοπών και ενθάρρυνε το ανεξάρτητο ταξίδι. Στο UK, οι ανεξάρτητες διακοπές έχουν αυξηθεί περισσότερο από το 100% από το 1996 και έχουν αποτελέσει την πλειοψηφία των ταξιδιών στο εξωτερικό από το 2003 (58% το 2005).

Η έρευνα της Επιτροπής διαπίστωσε, λαμβάνοντας υπόψη τα συνδυασμένα μερίδια αγοράς της TUI και της First Choice στις αγορές των μικρής απόστασης και μεγάλης απόστασης οργανωμένων διακοπών στο UK, ότι η προτεινόμενη συγκέντρωση δεν θα επέτρεπε στα συμβαλλόμενα μέρη να αυξήσουν τις τιμές τους ανεξάρτητα. Τα συμβαλλόμενα μέρη ειδικότερα, θα συνέχιζαν να δέχονται τον ανταγωνισμό από την Thomas Cook/MyTravel, καθώς επίσης και από τις πολυάριθμες μικρές επιχειρήσεις οργανωμένων διακοπών.

Η Επιτροπή διαπίστωσε ότι η πρόταση δεν θα αύξανε σημαντικά τον κίνδυνο συνεργασίας σε επίπεδο τιμών ή ικανότητας μεταξύ των υπόλοιπων σημαντικών ταξιδιωτικών επιχειρήσεων στο UK, λαμβάνοντας υπόψη όχι μόνο τη σύμπραξη μεταξύ της Thomas Cook και της MyTravel αλλά και τις πρόσφατες εξελίξεις στη βιομηχανία ταξιδιού.

Η Επιτροπή επίσης κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η προτεινόμενη σύμπραξη δεν θα είχε επιπτώσεις στην πρόσβαση στις αερογραμμές και την ικανότητα στέγασης για τις άλλες ταξιδιωτικές επιχειρήσεις, δεδομένου ότι η συνδυασμένη θέση στην αγορά της TUI και της First Choice σε αυτές τις χονδρικές αγορές δεν θα ήταν αρκετά μεγάλη για να έχει σοβαρές επιπτώσεις στη δυνατότητα των μικρότερων ταξιδιωτικών επιχειρήσεων να ανταγωνιστούν στην αγορά του UK. Σε σχέση με τις υπηρεσίες των ταξιδιωτικών γραφείων, τα συμβαλλόμενα μέρη αποτελούν έναν σχετικά μικρό τμήμα των λιανικών εξόδων ενώ μια μεγάλη πλειοψηφία των ταξιδιωτικών πρακτόρων θα παρέμενε ανεξάρτητη από τα συμβαλλόμενα μέρη.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, η Επιτροπή θεώρησε ότι η προτεινόμενη εξαγορά δεν θα έβλαπτε τους Βρετανούς καταναλωτές, οι οποίοι θα συνέχιζαν να έχουν πρόσβαση στις οργανωμένες περιηγήσεις σε ανταγωνιστικές τιμές.

Η Επιτροπή αξιολόγησε επίσης τον αντίκτυπο της προτεινόμενης σύμπραξης στα ταξιδιωτικά πρακτορεία της Γαλλίας, των Κάτω Χωρών, της Αυστρίας και της Γερμανίας και στις αγορές κρουαζιέρας στο UK και την Ιρλανδία. Η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα εντούτοις ότι η προτεινόμενη εξαγορά δεν θα αποτελούσε ένα σημαντικό εμπόδιο στον ανταγωνισμό λαμβάνοντας υπόψη τη θέση των συμβαλλόμενων μερών σε αυτές τις αγορές και την παρουσία αποτελεσματικών ανταγωνιστών.

► One/ France Telecom/ MEP

Βρυξέλλες, 21^η Σεπτεμβρίου 2007

Η Επιτροπή εγκρίνει την προτεινόμενη εξαγορά της One από την France Telecom και τους επενδυτές ιδιωτικού κεφαλαίου Mid Europa Partners.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε στο πλαίσιο του Κανονισμού Συγχωνεύσεων της ΕΕ την προτεινόμενη απόκτηση του από κοινού ελέγχου της αυστριακής εταιρίας κινητής τηλεφωνίας One από την γαλλική εταιρία κινητής τηλεφωνίας France Telecom και τους επενδυτές ιδιωτικού κεφαλαίου των H.P.A., Mid Europa Partners (MEP). Η

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η σύμπραξη δεν θα εμπόδιζε σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο (ΕΟΧ) ή σε οποιοδήποτε ουσιαστικό τμήμα του.

Η France Telecom είναι μια παγκόσμια εταιρία κινητής τηλεφωνίας που δραστηριοποιείται σε διάφορους τομείς της αγοράς των τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών. Μέσω της θυγατρικής πλήρους κυριότητας της, Orange S.A., η France Telecom παρέχει υπηρεσίες σταθερής και κινητής τηλεφωνίας σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες αλλά όχι στην Αυστρία. Η Mid Europa Partners (ΜΕΡ) αποτελεί ένα ιδιωτικό αμοιβαίο κεφάλαιο που εστιάζεται στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη. Έχει υπό τον έλεγχο την εταιρία κινητής τηλεφωνίας Bite (που δραστηριοποιείται στην Λετονία και στην Λιθουανία), και την εταιρία σταθερής τηλεφωνίας Aster (που δραστηριοποιείται στην Πολωνία). Η One είναι ο τρίτος μεγαλύτερος παροχέας υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας στην Αυστρία.

Η εξέταση της προτεινόμενης σύμπραξης από την Επιτροπή έδειξε ότι δεν υπάρχουν οριζόντιες επικαλύψεις μεταξύ των δραστηριοτήτων των συμβαλλόμενων μερών είτε στην Αυστρία είτε στις αντίστοιχες χώρες λειτουργίας τους. Εππλέον, η προτεινόμενη σύμπραξη δεν θα προκαλέσει σημαντικές κάθετες ανησυχίες για τον ανταγωνισμό στις αγορές του χονδρικού διεθνούς roaming και της σταθερής και κινητής τηλεφωνίας στις διάφορες χώρες που τα συμβαλλόμενα μέρη δραστηριοποιούνται.

Όσον αφορά την πιθανή πρόθεση της France Telecom να ενσωματώσει την One στην FreeMove, μια διεθνή συμμαχία για την παροχή διεθνών υπηρεσιών roaming και πανευρωπαϊκών υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα πως το γεγονός ότι οι ανεξάρτητοι Mobile Network Operators (MNOs) θα μπορούσαν να χάσουν τον προηγούμενα προτιμητέο συνεργάτη στις υπηρεσίες roaming στην Αυστρία, δεν θα είχε σημαντικό αντίκτυπο στις ανταγωνιστικές συνθήκες του χονδρικού διεθνούς roaming. Η One αποτελεί ένα σχετικά μικρό παίχτη όσον αφορά το διεθνές roaming ενώ παράλληλα το roaming στην Αυστρία αντιπροσωπεύει ένα μικρό τμήμα του συνολικού roaming των MNOs. Σε κάθε περίπτωση, οι Operators θα συνεχίσουν να έχουν την δυνατότητα πρόσβασης στις υπηρεσίες roaming στην Αυστρία μέσω των ανταγωνιστών της One.



➤ Eco/ Lutava

Βρυξέλλες, 3 Αυγούστου 2007

Η Επιτροπή εγκρίνει την προτεινόμενη εξαγορά της Eco από την Luvata, υπό όρους.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε, υπό τον Κανονισμό Συγχώνευσης της ΕΕ, την προτεινόμενη εξαγορά της ιταλικής επιχείρησης Eco από τον φιλανδικό όμιλο Luvata. Και οι δύο εταιρίες είναι σημαντικοί προμηθευτές εναλλακτών θερμότητας. Η απόφαση της Επιτροπής εξαρτάται από την αποστέρηση ενός εκ των εργοστασίων της Luvata στην Ευρώπη. Λαμβάνοντας υπόψιν αυτές τις δεσμεύσεις, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η σύμπραξη δεν θα εμπόδιζε σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο (EOX) ή σε οποιοδήποτε ουσιαστικό τμήμα του.

Ο Επίτροπος Ανταγωνισμού Neelie Kroes δήλωσε: “Λαμβάνοντας υπόψιν τις λύσεις που προτείνονται, είμαι πεπεισμένος ότι ο ανταγωνισμός θα παραμείνει έντονος μετά την συγχώνευση και οι κατασκευαστές συστημάτων κλιματισμού και ψύξης θα συνεχίσουν να επωφελούνται από τις ανταγωνιστικές τιμές”.

Η Lutava είναι μια επιχείρηση που ασχολείται με την επεξεργασία μετάλλων, την κατασκευή εξαρτημάτων και τις σχετικές υπηρεσίες εφαρμοσμένης μηχανικής και σχεδιασμού με εστίαση στα προϊόντα χαλκού και κραμάτων χαλκού που χρησιμοποιούνται για την μεταφορά της θερμότητας, την ηλεκτρική και ηλεκτρονική αγωγιμότητα, την μετάδοση κυμάτων και την ανθεκτικότητα στην διάβρωση.

Η Eco είναι ένας ιταλικός κατασκευαστής προϊόντων εναλλακτών θερμότητας όπως είναι τα πηνία. Πρόσφατα, αποτελεί ιδιοκτησία της ιδιωτικών αμοιβαίων κεφαλαίων Compass.

Η Επιτροπή εξέτασε τις ανταγωνιστικές επιδράσεις της προτεινόμενης συγχώνευσης στην αγορά πηνίων, όπου και οι δύο εταιρίες δραστηριοποιούνται ως προμηθευτές. Τα πηνία είναι συστήματα που επιτρέπουν την μεταφορά θερμότητας από ένα υγρό ή αέριο σε κάποιο άλλο, χωρίς να υφίσταται ανάμειξη τους. Χρησιμοποιούνται ειδικά στα συστήματα κλιματισμού (HVAC) και ψύξης και αντιπροσωπεύουν μέχρι και το 40% του συνολικού τους κόστους.

Η διερεύνηση της αγοράς από την Επιτροπή αποκάλυψε ότι η προτεινόμενη συγχώνευση, όπως κοινοποιήθηκε αρχικά, θα μπορούσε να μειώσει σημαντικά τον ανταγωνισμό όσον αφορά την προμήθεια των πηνίων στους κατασκευαστές πυκνωτών, εξαρτήματος των συστημάτων ψύξης. Πράγματι, η Επιτροπή ανακάλυψε

ότι η Eco και η Luvata είναι η πρώτη και η δεύτερη πιο επιτυχημένη επιχείρηση στην αγορά, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, και ο επόμενος ανταγωνιστής έχει μια πολύ διαφορετική θέση στην αγορά. Επιπροσθέτως, η εξέταση της αγοράς έδειξε πιθανές ανησυχίες για τον ανταγωνισμό όσον αφορά την αγορά πηνίων που χρησιμοποιούνται στα HVAC.

Για να αίρει τις σοβαρές αμφιβολίες της Επιτροπής ως προς την συμβατότητα της προτεινόμενης σύμπραξης με την Enviaia Αγορά, η Lutava δεσμεύτηκε να αποκόψει το εργοστάσιο όπου τα πηνία για πυκνωτές και τα περισσότερα πηνία για HVAC κατασκευάζονται. Μετά από τον έλεγχο αυτών των επιχειρήσεων στην αγορά η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι δεσμεύσεις ήταν κατάλληλες για να αίρουν τις σοβαρές αμφιβολίες.

➤ Motorola ECC/ Emerson Electronic

Βρυξέλλες, 20^η Νοεμβρίου 2007

H Επιτροπή εγκρίνει την προτεινόμενη εξαγορά της Motorola ECC από την Emerson Electric.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε, στο πλαίσιο του Κανονισμού Συγχώνευσης, την προτεινόμενη εξαγορά της Motorola ECC, το ενσωματωμένο υπολογιστικό τμήμα της εταιρίας τηλεπικοινωνιών των H.P.A., Motorola Inc., από την Emerson Electric Co., επίσης αμερικανική. Μετά την εξέταση της υπόθεσης, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η σύμπραξη δεν θα εμπόδιζε σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο (EOX), ή σε οποιοδήποτε ουσιαστικό τμήμα του.

Η Emerson Electric είναι μια διαφοροποιημένη παγκόσμια επιχείρηση τεχνολογίας. Σχεδιάζει και προμηθεύει τεχνολογικές και μηχανικές υπηρεσίες σε ένα ευρύ φάσμα βιομηχανικών, εμπορικών και καταναλωτικών αγορών σε ολόκληρο τον κόσμο. Η Motorola ECC παρέχει εξειδικευμένους υπολογιστές που ελέγχουν μεγάλα και σύνθετα τμήματα εξοπλισμού σε ένα εύρος εφαρμογών, όπως τηλεφωνικά δίκτυα, ιατρικοί ανιχνευτές, βιομηχανικά συστήματα απεικόνισης, συστήματα ελέγχου εναέριας τεχνολογίας και ραντάρ, εξομοιωτές πτήσης και μηχανές επεξεργασίας ημιαγωγών.

Η προτεινόμενη εξαγορά θα επεκτείνει το εύρος των ενσωματωμένων υπολογιστικών λύσεων της συγχωνευμένης εταιρίας. Εντούτοις, η έρευνα της Επιτροπής έδειξε ότι

αυτό δεν θα προκαλέσει ανταγωνιστικές ανησυχίες, δεδομένης της περιορισμένης αύξησης των μεριδίων αγοράς και του σημαντικού αριθμού των βιώσιμων ανταγωνιστών, καθώς επίσης και της ικανότητας σημαντικών καταναλωτών να προμηθεύονται ενσωματωμένες υπολογιστικές λύσεις ενδοϋπηρεσιακά.

➤ Dade Behring/ Siemens

Βρυξέλλες, 25^η Οκτωβρίου 2007

Η Επιτροπή ενέκρινε την προγραμματισμένη εξαγορά της Dade Behring από την Siemens.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει εγκρίνει, στο πλαίσιο του Κανονισμού Συγχώνευσης της ΕΕ, την προτεινόμενη εξαγορά της Dade Behring των H.P.A., από την Siemens AG της Γερμανίας. Η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η σύμπραξη δεν θα εμπόδιζε σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο (ΕΟΧ) ή σε οποιοδήποτε ουσιαστικό τμήμα του.

Η Siemens δραστηριοποιείται σε διάφορους κατασκευαστικούς τομείς, καθώς και σε τομείς τεχνολογίας και υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένων και των ιατρικών συστημάτων, και συγκεκριμένα σε in-vitro διαγνωστική (IVD) μετά την εξαγορά της Diagnostic Product Corporation (DPC) και της Bayer Diagnostics το 2006. Η Dade Behring αναπτύσσει, κατασκευάζει και εμπορεύεται IVD συστήματα για νοσοκομεία και ιατρικά εργαστήρια. Τα IVD συστήματα αποτελούνται από ειδικό εξοπλισμό και αντιδραστήρια για την πραγματοποίηση διαγνωστικών ελέγχων με σκοπό τον προσδιορισμό και την μέτρηση ουσιών σε δείγματα ιστών ή αίματος που λαμβάνονται από τους ασθενείς.

Και οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται κυρίως στον τομέα της ανοσιοχημείας, μια υποκατηγορία του IVD, που περιλαμβάνει διαγνωστική για καρκίνο, αλλεργίες και γονιμότητα. Η προγραμματισμένη συγχώνευση θα δημιουργούσε μια από τις κυριαρχες ομάδες τόσο στην Ευρώπη όσο και στην παγκόσμια αγορά της ανοσιοχημείας. Εντούτοις, η εξέταση της αγοράς αποκάλυψε ότι οι οριζόντιες επικαλύψεις μεταξύ των δραστηριοτήτων της Siemens και της Dade Behring δεν θα τους επέτρεπαν να αυξήσουν τις τιμές για τα εργαστήρια και τους καταναλωτές.

Οι καταναλωτές και οι ανταγωνιστές προσδιόρισαν ένα μεγάλο αριθμό εταιριών εναλλακτικών ελέγχων ανοσιοχημείας, που είναι σε θέση να αντικαταστήσουν την Siemens και την Dade Behring σε περίπτωση που αυξήσουν τις τιμές. Ο σκληρός

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

ανταγωνισμός για αρκετούς ευυπόληπτους “παίχτες” με σημαντικά μερίδια αγοράς θα συνεχίζει να αποτελεί το χαρακτηριστικό γνώρισμα αυτών των αγορών.

1. Παπαγεωργίου Ν. Βασιλείη, “Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: Τέρμα, Ρυθμός, Διασποράς & οικονομικές τις την αναπτύξη και την αρχικοποίηση”, Μάρτιος, 2009.
2. Γιαννακόπουλος Ηρ. Νικόλαος, “Εξαγορές & Συγχωνεύσεις – Εποριακή πρατήρια”, Διατύπωση, 1999.
3. Κατσαρολάκης Ιωάννης & Βέττας Νικόλαος, “Πολιτική Ανταγωνισμού & Ρυθμούσαν Πολιτισμού”, 2004.
4. Κατσαρολάκης Ιωάννης, “Θεωρία Επιμηκώνος Οργάνωσης”, 1998.
5. Baker, Hibbs & Penn, Ian C., “Financial leverage changes associated with leveraged buyouts”, New York, Journal of Corporate Finance, Vol. 6, pp. 317–340, October 2000.
6. Andrade, Henrique H. & Marshall, Ben R., “Takeover motives in a weak regulatory environment surrounding a market shock”, June 2006.
7. Andrade, Henrique & Sturzaker, Eric, “Investigating the economic role of mergers”, Boston, Unpublished working paper, Harvard Business School, August 1999.
8. Baker, Simon & Wu, Lawrence, “Applying the market definition Guidelines of the European Commission”, 1999.
9. Baier, P. P. & Cabral, L., “Merger Policy in Open Economies”, European Economic Review, Vol. 38, pp. 1011–1035, 1994.
10. Baumol W. J., Horizontal Collusion and Innovation”, The Economic Journal, Vol. 102, pp. 120–127, 1992.



Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία

1. Γεωργακοπούλου Ν. Βασιλική, “Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις & συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις”, Μάρτιος 2000
2. Γεωργιάδης Ηρ. Νικόλαος, “Εξαγορές & Συγχωνεύσεις – Εταιρική στρατηγική”, Δεκέμβριος 1999
3. Κατσουλάκος Ιωάννης & Βέττας Νικόλαος, “Πολιτική Ανταγωνισμού & Ρυθμιστική Πολιτική”, 2004
4. Κατσουλάκος Ιωάννης, “Θεωρία Βιομηχανικής Οργάνωσης”, 1998
5. Aloke Ghosh & Prem Jain C., “Financial leverage changes associated with corporated mergers”, New York, *Journal of Corporate Finance*, Vol 6, pp: 377 – 402(26), November 2001
6. Anderson Hamish D. & Marshall Ben R., “Takeover motives in a weak regulatory environment surrounding a market shock”, June 2006
7. Andrade Gregor & Stafford Erik, “Investigating the economic role of mergers”, Boston, *Unpublished working paper, Harvard Business School*, August 1999
8. Baker Simon & Wu Lawrence, “Applying the market definition Guidelines of the European Commission”, 1998
9. Barros P. P. & Cabral L., “Merger Policy in Open Economies”, *European Economic Review*, Vol. 38, pp. 1041–1055, 1994
10. Baumol W. J., Horizontal Collusion and Innovation”, *The Economic Journal*, Vol. 102, pp. 129 – 137, 1992



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές και Πολιτική Ανταγωνισμού

11. Breen Denis A., "The potential for tax gain as a merger motive: A survey of current knowledge and research opportunities", *Journal of Business*, Vol. 72, Issue 3, pp. 313–45, January 2000
12. Buccirossi Paolo & Ciari Lorenzo & Duso Tomaso & Fridolfsson Sven-Olof & Spagnolo Giancarlo & Vitale Cristiana, "Ex-post review of merger control decisions", December 2006
13. Cabral Luis M. B., "Introduction to Industrial Organization", *MIT Press*, 2000
14. Chen Yongmin, "On Vertical Mergers and their Competitive Effects", April 2000
15. Chone Philippe & Linnemer Laurent, "Assessing horizontal mergers under efficiency gains", *CESifo Working Paper*, No 1726, October 2006
16. Cini Michelle & McGowan Lee, "Competition Policy in the European Union", Macmillan, 1998
17. Deloitte, "The secrets of successful mergers", USA, 2003
18. Deneckere Raymond & Davidson Carl, "Incentives to Form Coalitions with Bertrand Competition", *Rand Journal of Economics*, 16: 473-486, 1985
19. Dewey D., "Mergers and Cartels: Some Reservations about Policy", *American Economic Review*, pp: 255 – 262, May 1961
20. European Commission, "XXIst report on competition policy", 1991
21. Farrell Joseph & Shapiro Carl, "Horizontal mergers: An equilibrium analysis", *The American Economic Review*, Vol 80, No 1, pp: 107 – 126, 1990
22. Feinberg Robert M., "The Lerner Index, concentration and the measurement of market power", *Southern Economic Journal*, Vol 46, pp: 1180-1186, April 1980



23. Fluck Zsuzsanna & Lynch Anthony W., "Why do firms merge and then divest? A theory of financial synergy", New York, *Journal of Business*, Vol 72, Issue 3, pp:319 – 46, January 2000
24. Foster Anne C. & Tillman Seth Barrett, "Corporate governance in M&A", July 2007
25. Gaughan Patrick A., "Mergers and acquisitions: an overview", Dickinson University, October 2001
26. Gugler Klans & Mueller Dennis C. & Yurtoglu Burcin, "The determinants of merger waves", *Markets and Politics Working Papers*, No SP II 2006-01, March 2005
27. Harford Jarrad, "What drives merger waves?", Washington, *Journal of Financial Economics*, November 2004
28. Hay Donald A. & Morris Derek J., "Industrial Economics and Organization", Second Edition, Oxford University Press, 1991
29. Hay George A. & Werden Gregory J., "Horizontal Mergers: Law Policy and Economics", *The American Economic Review*, Vol. 83, Issue 2, *Papers and Proceedings of the Hundred and Fifth Annual Meeting of the American Economic Association*, pp 173 – 177, May 1993
30. ICN Merger Working Group, "The analytical framework for merger control", London, 2005
31. Ivaldi Marc & Jullien Bruno & Rey Patrick & Seabright Paul & Tirole Jean, "The economics of unilateral effects", France, November 2003
32. Ivaldi Marc & Motis Jrissy, "Mergers as auctions", France, *CEPR Discussion Papers*, No 6434, April 2007

33. Ivaldi Marc & Verboven Frank, "Quantifying the effects from horizontal mergers in European competition policy", *International Journal of Industrial Organization*, Vol 23, Issues 9-10, pp: 669-691, September 2005
34. Jacquemin Alexis & Slade Margaret E., "Cartels, Collusion and Horizontal Merger", 1989
35. Katz Michael L., "Handbook of Industrial Organization", North – Holland, 1989
36. Lancaster K.J., "Variety, Equity & Efficiency", New York, Columbia University Press, 1979
37. Larsson Sylvia & Wallenberg Charlotte, "Motives for & evaluation criteria of mergers & acquisitions", German, January 2002
38. Lipton Martin, "Mergers: Past, Present and Future", University of Montana – Western, January 2001
39. Lipton Martin, "Merger waves in the 19th, 20th and 21st centuries", September 2006
40. Manoley Micheal T. & McCormick Robert E., "Excess capacity, cyclical production and merger motives: Some evidence from the capital markets", *Journal of Law & Economics*, Vol 31, No2, pp: 321 – 350, University of Chicago, October 1988
41. McAfee Preston R. & Williams Michael A., "Horizontal Mergers and Antitrust Policy", *Journal of Industrial Economics*, Vol. 40, Issue 2, pp: 181 – 187, June 1992
42. Paraskevas Dimitris E. & Mazarakos John G., "The international comparative legal guide to: Merger control 2007", London, 2007
43. Parisi John J., "A simple guide to the EC merger regulation of 2004", 2004

43. Shleifer Ronald E. & Stevens Donald L., "Bankruptcy avoidance as a motive for
acquisitions", USA, 2003
44. Park K., "CEO leadership, motivation and mobility in large mergers &
acquisitions", USA, 2003
45. Perry Martin K. & Porter Robert H., "Oligopoly and the Incentive for Horizontal
Merger", *The American Economic Review*, Vol. 75, Issue 1, pp: 219 – 227, March
1985
46. Perry Martin K., "Handbook of Industrial Organization", North – Holland, 1989
47. Pricewaterhousecoopers, "Εξαγορές & συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων
2005", March 2005
48. Roll Richard, "The hubris hypothesis of corporate takeovers", Chicago, *The
Journal of Business*, Vol 59, No 2, Part 1, April 1986
49. Salinger Michael A., "Vertical Integration and Market Foreclosure", *The
Quarterly Journal of Economics*, Vol. 103, Issue 2, pp 345 – 356, May 1988
50. Scheinkman J. & Kreps D., "Quantity pre-commitment and Bertrand competition
yield Cournot outcome", *Bell Journal of Economics* 14:326–337, 1983
51. Scherer F.M., "Comment on Willig R. merger analysis, industrial organization
theory, and merger guidelines", *Brooking Papers: Microeconomics*, 1991
52. Schmalensee Richard & Willig Robert D., "Handbook of Industrial
Organization", North – Holland, 1989
53. Schmalensee R., "Industrial Economics: An Overview", A. J. Oswald ed.
Surveys in Economics, Oxford: Blackwell, 1991
54. Sherman Andrew J., "What drives the urge to merge: Motivation", May 2001



55. Shrieves Ronald E. & Stevens Donald L., "Bankruptcy avoidance as a motive for merger", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. XIV, No 3, September 1979
56. Shy Oz, "Industrial Organization: Theory and Applications", MIT press, August 1995
57. Stephen Martin, "Advanced Industrial Economics", Second Edition, Blackwell, 2002
58. Stewart John F. & Harris Robert S. & Carleton Willard T., "The role of market structure in merger behaviour", *Journal of Industrial Economics*, Vol 32, Issue 3, pp: 293 – 312, March 1984
59. Stigler G., "The Organization of Industry", Homewood, 1968
60. Stigler George J., "A Theory of Oligopoly", *Journal of Political Economy*, Vol. 72, 1964, pp. 44 – 61, 1964
61. Stigler George J., "The Organization of Industry", Homewood: Irwin, 1968
62. Tirole Jean, "The Theory of Industrial Organization", MIT Press, 1988
63. Tirole J., "The theory of industrial organization", MIT Press, 1988
64. Vives X., "Oligopoly Pricing", MIT Press, 1999
65. Vos Ed & Kelleher Ben, "Mergers and takeovers: A memetic approach", *Journal of Memetics: Evolutionary Models of Information Transmission* 5, New Zealand, 2001
66. Williamson Oliver E., "Economies as an Anti-Trust Defence: The Welfare Trade-Off", *American Economic Review*, Vol. 58, pp. 18-36, 1968



67. Willig Robert D., "Merger Analysis Industrial Organization Theory and Merger Guidelines", *Brookings Papers On Economics: Microeconomics*, pp. 281-312, 1968

Websites

- ec.europa.eu
- www.pwc.gr
- www.capitallink.gr
- www.euro2day.gr
- factiva.com
- www.presspoint.gr
- www.wikipedia.com
- www.investopedia.com



1989

