ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

ΜΑΡΙΑ ΧΕΛΙΟΥ

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

Αθήνα
[Ιανουάριος, 2015]

Εγκρίνουμε τη διατριβή της ΜΑΡΙΑΣ ΧΕΛΙΟΥ

Κατσουλάκος Ιωάννης **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**
ΟΠΑ

Λουρή Ελένη **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**
ΟΠΑ

Γάτσιος Κωνσταντίνος **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**
ΟΠΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΕΙΚΟΝΩΝ **4**
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ **4**
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ **4**
ΠΕΡΙΛΗΨΗ **5**
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ..... **7**
1. ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ- ΠΡΟΛΟΓΟΣ **7**
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ..... **9**
2. ΟΡΙΣΜΟΙ- ΔΙΑΚΡΙΣΗ **9**
2.1 ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ Σ&Ε 11
2.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ Σ&Ε 13
2.3 ΣΤΑΔΙΑ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ Σ&Ε 15
2.4 ΚΥΜΑΤΑ Σ&Ε 17
2.4.1 Κύματα Σ&Ε στις ΗΠΑ *17*
2.4.1 Κύματα Σ&Ε στην Ε.Ε *20*
2.5 ΑΠΟΔΟΣΗ Σ&Ε 22
2.5.1 Μεθοδολογία αξιολόγησης αποδοτικότητας των Σ&Ε *23*
2.5.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε *26*
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ..... **28**
3.ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ Σ&Ε **28**
3.1 ΟΡΙΖΟΝΤΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ 28
3.1.1 Το Παράδοξο των Συγχωνεύσεων *29*
3.1.2 Λύση στο παράδοξο *32*
3.2 ΚΑΘΕΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ 43
3.3 ΚΑΘΕΤΕΣ VS ΟΡΙΖΟΝΤΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ 47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ..... **52**
4. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε **52**
4.1 ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΥΗΜΕΡΙΑ 52
4.1.1 Μονομερείς επιδράσεις *52*
4.1.2 Επιδράσεις Συντονισμού *55*
4.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΤΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΥΝΗΤΙΚΩΝ ΩΦΕΛΕΙΩΝ 58
4.3 ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ 59
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ..... **63**
5. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ **63**
5.1 ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ 66
5.1.1 Το Πλαίσιο Εποπτείας των Τραπεζών *67*
5.1.2 Προβλήματα Εποπτείας λόγω Σ&Ε *70*
5.2 Ο ΕΛΛΗΝΙΚΟΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ 71
5.3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ Σ&Ε ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 73
5.4 ΤΥΠΟΙ ΣΥΝΑΣΠΙΣΜΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 77
5.4.1 Είδη Σ&Ε τραπεζών σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) *78*
5.4.2 Θετικές και αρνητικές επιπτώσεις των Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο *81*

5.5 ΚΙΝΔΥΝΟΙ Σ&Ε ΣΤΙΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ 83
5.6 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΜΙΑΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ 83
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 86
4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 86
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 93
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2 95
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3 96
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 98

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΕΙΚΟΝΩΝ

Εικόνα 1: Παγκόσμιες Σ&Ε 1985- 2014 17
Εικόνα 2: Σ&Ε στις ΗΠΑ και σε διεθνές επίπεδο 19
Εικόνα 3: Κύματα Σ&Ε στις ΗΠΑ 19
Εικόνα 4: Παγκόσμια και ευρωπαϊκή δραστηριότητα 21
Εικόνα 5: Μερίδια των 5 μεγαλύτερων τραπεζών στις ευρωπαϊκές χώρες 73
Εικόνα 6: Συγχωνεύσεις από Εισηγμένες στο Χ.Α Εταιρείες. 94

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Οι σημαντικότερες συμφωνίες μεταξύ των ευρωπαϊκών εταιρειών το 2013 22
Πίνακας 2: Συγκριτικός πίνακας των Μεθόδων αξιολόγησης αποδοτικότητας των Σ&Ε 25
Πίνακας 3: Δείκτες Συγκέντρωσης Τραπεζών 65
Πίνακας 4: Νομική Διάκριση Σ&Ε 93

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Στάδια Διαδικασίας Σ&Ε 15
Διάγραμμα 2: Συναρτήσεις αντίδρασης σε ανταγωνισμό Cournot. 33
Διάγραμμα 3: Συναρτήσεις αντίδρασης σε ανταγωνισμό Bertrand. 35

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως σκοπό να παρουσιάσει το φαινόμενο των Σ&Ε προβάλλοντας τη σημασία της επιχειρηματικής αυτής στρατηγικής, την οποία τα τελευταία χρόνια χρησιμοποιούν ευρέως οι οργανισμοί. Η παρουσίαση αυτή πραγματοποιείται μέσα από οικονομικά υποδείγματα που δείχνουν τον τρόπο με τον οποίο οι Σ&Ε επιδρούν στην κερδοφορία των επιχειρήσεων αλλά και στην κοινωνική ευημερία. Θίγει το ζήτημα της αξιολόγησης τους από τις αρμόδιες επιτροπές. Στη συνέχεια μελετά τις Σ&Ε του τραπεζικού κλάδου τόσο σε εγχώριο όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο και καταλήγει στα γενικότερα συμπεράσματα από όλη την βιβλιογραφική ανασκόπηση.

Στο πρώτο κεφάλαιο εισάγω το θεωρητικό υπόβαθρο των Σ&Ε, εξηγώντας την σημαντικότητα της εν λόγω στρατηγικής για τις επιχειρήσεις, καθώς στις μέρες μας έχει πάρει μεγάλες διαστάσεις.

Το δεύτερο κεφάλαιο αρχίζει με την κατηγοριοποίηση των Σ&Ε, ακολουθούν τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να επιλέξουν αυτή την στρατηγική. Γίνεται μια αναφορά των κυμάτων που δημιουργήθηκαν στην οικονομία τα τελευταία εκατό χρόνια αλλά θίγονται και θέματα που αφορούν την σωστή στρατηγική που πρέπει να ακολουθηθεί πριν από μια Σ&Ε αλλά και ζητήματα αξιολόγησης της απόδοσής τους.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μια εκτενής παρουσίαση των οικονομικών υποδειγμάτων που αφορούν τις Σ&Ε (οριζόντιες και κάθετες). Τα υποδείγματα αυτά μελετώνται υπό το πρίσμα ορισμένων υποθέσεων, οι οποίες όταν μεταβάλλονται οδηγούν σε διαφορετικά συμπεράσματα. Στο τελευταίο μέρος αυτού του κεφαλαίου γίνεται μάλιστα και μια ενδιαφέρουσα σύγκριση διαφορετικών τύπων συγχωνεύσεων.

Το τέταρτο κεφάλαιο συνδέεται άμεσα με το προηγούμενο καθώς αναφέρεται στην αξιολόγηση της επίδρασης των Σ&Ε στην κοινωνική ευημερία. Οι μονομερείς επιδράσεις και οι επιδράσεις συντονισμού που προκαλούνται λόγω των Σ&Ε είναι ένα ζήτημα που έχει ιδιαίτερη σημασία στην επίδρασή τους στην κοινωνική ευημερία. Παρουσιάζει την διαδικασία που χρησιμοποιείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ώστε να διαπιστωθεί αν οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στην Σ&Ε δημιουργούν προβλήματα στον ανταγωνισμό.

Το πέμπτο κεφάλαιο μελετά το φαινόμενο των Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο. Ξεκινάει με μια περιγραφή του κλάδου και του πλαισίου εποπτείας καθώς στην εποχή που διανύουμε αποτελεί ένα από τα βασικότερα κομμάτια των τραπεζών. Περιγράφει τα μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα καθώς και τους κινδύνους που έχει μια τέτοια πρακτική στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Γίνεται μία αναφορά των εξελίξεων του χρηματοπιστωτικού τομέα της χώρας καθώς και το πως έχει διαμορφωθεί σήμερα.

Στο τελευταίο κεφάλαιο γίνεται μια ανακεφαλαίωση των κυριότερων συμπερασμάτων της εργασίας. Επισημαίνονται τα σημαντικότερα θέματα που αναλύθηκαν αλλά και ζητήματα που θα μπορούσαν να διερευνηθούν στο μέλλον.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1. Θεωρητικό υπόβαθρο- Πρόλογος

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (εφεξής Σ&Ε) είναι μια από τις πιο διαδεδομένες στρατηγικές των επιχειρήσεων καθώς αποτελούν το μέσο για την βελτίωση της αποδοτικότητάς τους, την ισχυροποίηση της θέσης τους αλλά και γιατί μπορούν να αποτελέσουν τρόπο ανάπτυξης των τεχνικών τους μέσων. Απώτερος σκοπός της εκάστοτε επιχείρησης είναι η ενδυνάμωση της ώστε να μπορεί να ανταποκριθεί στον ανταγωνισμό, όπως άλλωστε έχει επιβληθεί τα τελευταία χρόνια από το διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Η πραγματοποίηση όμως μιας Σ&Ε θα πρέπει να οδηγεί σε ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης, στην αύξηση του μεριδίου όπως και της ανταγωνιστικής δύναμης στην αγορά δραστηριοποίησης της.

Πολλοί οικονομολόγοι προσπάθησαν να δώσουν την εξήγηση τους για το θέμα των Σ&Ε, αναπτύσσοντας διάφορες θεωρίες γύρω από το εν λόγω θέμα. Για αυτό το λόγο αν ανατρέξει κάποιος στη βιβλιογραφία θα διαπιστώσει ότι το θεωρητικό πλαίσιο μέσα στο οποίο κινούνται οι Σ&Ε είναι αρκετά μεγάλο. Έχουν αναπτυχθεί διάφορα υποδείγματα που εξηγούν γιατί οι επιχειρήσεις καταφεύγουν σε Σ&Ε. Βασικός άξονας των υποδειγμάτων αυτών είναι η μελέτη της επίδρασης που θα έχει μια Σ&Ε στα κέρδη των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε αυτήν, αλλά και στα κέρδη των επιχειρήσεων που δεν εμπλέκονται στην Σ&Ε.

Το ζήτημα της κοινωνικής ευημερίας (ή με άλλα λόγια οι επιπτώσεις στο πλεόνασμα του καταναλωτή) και της επίδρασης που έχουν οι Σ&Ε στον ανταγωνισμό αν και είναι σημαντικό, παρουσιάζει μεγαλύτερη περιπλοκότητα σε σχέση με άλλες πρακτικές που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για να ενισχύσουν την θέση τους στην αγορά. Η Επιτροπή Ανταγωνισμού, η οποία είναι το όργανο στο οποίο ο νομοθέτης έχει αναθέσει την αποκλειστική αρμοδιότητα εφαρμογής του ν. 3959/11 «προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού»[1], αναλαμβάνει την υλοποίηση ελέγχων με προληπτική δράση.

Στον τραπεζικό κλάδο τα τελευταία χρόνια έχει εφαρμοστεί ευρέως η πρακτική των Σ&Ε, τόσο στην Ελλάδα όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Η αρχή έγινε στην δεκαετία

[1] www.epant.gr

του 1980 στην Αμερική και γρήγορα εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο. Στην χώρα μας την τελευταία δεκαετία έχουν πραγματοποιηθεί πλήθος Σ&Ε τραπεζικών ιδρυμάτων με αποτέλεσμα να αυξηθεί η συγκέντρωση του κλάδου. Η Βασιλεία όμως και οι νέοι κανόνες που επιβάλλει, περί επάρκειας κεφαλαίων στις τράπεζες, έχουν φέρει νέα δεδομένα στο τραπεζικό σύστημα. Υπάρχουν πλέον πολλά θέματα συντονισμού που πρέπει να ληφθούν υπόψη για την εύρυθμη λειτουργία του εγχώρια, ευρωπαϊκά αλλά και παγκόσμια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2. Ορισμοί- Διάκριση

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι με τους οποίους μπορούμε να χωρίσουμε και να εξετάσουμε τις Σ&Ε[2]. Παρακάτω παρουσιάζονται διάφοροι τρόποι κατηγοριοποίησης αυτών. Από βιομηχανικής οργάνωσης συνήθως τις μελετάμε με βάση τον τύπο ολοκλήρωσης.

Κατηγοριοποίηση Σ&Ε με βάση τον τύπο ολοκλήρωσης:

1. **Συσχετισμένες (Related mergers ή concentric mergers):** αφορούν στρατηγική συσχετισμένης διαφοροποίησης. Χωρίζονται σε:

α. *Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal merger),* οι οποίες πραγματοποιούνται ανάμεσα σε επιχειρήσεις που ανταγωνίζονται στον ίδιο κλάδο και στο ίδιο στάδιο παραγωγικής διαδικασίας.

β. *Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical merger).* Αυτού του είδους τις συγχωνεύσεις τις συναντάμε όταν μεταξύ των επιχειρήσεων υπάρχουν κάθετες σχέσεις και περιορισμοί. Οι κάθετες συγχωνεύσεις μπορούν να πραγματοποιηθούν είτε *προς τα εμπρός (forward vertical integration)*, με την επέκταση στα επόμενα στάδια της παραγωγής είτε *προς τα πίσω (backward vertical integration)*, με την επέκταση σε προηγούμενο επίπεδο παραγωγής.

2. **Διαγώνιες (conglomerates):** αφορούν κλάδους δραστηριότητας που δεν σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους. Διακρίνονται σε τρεις τύπους:

α. *Συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντος (product extension merger):* μεταξύ επιχειρήσεων που παράγουν διαφορετικά αλλά συγγενή προϊόντα.

β. *Συγχωνεύσεις γεωγραφικής επέκτασης (regional extension merger):* μεταξύ επιχειρήσεων που παράγουν το ίδιο προϊόν σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές.

γ. *Πλήρεις συγχωνεύσεις σε ομίλους:* μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε εντελώς διαφορετικές περιοχές

Μιας άλλης μορφής ταξινόμησης τους είναι ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιήθηκαν και διακρίνονται σε ***φιλικές*** και ***εχθρικές***. *Εχθρική (hostile takeover)* είναι η εξαγορά μιας εταιρείας από μια άλλη, η οποία δεν επιτυγχάνεται με το να έλθει σε συμφωνία με

[2] Για την νομική διάκριση μεταξύ συγχωνεύσεων και εξαγορών βλ. Παράρτημα 1.

τη διοίκηση της εταιρείας στόχου, αλλά πηγαίνοντας απευθείας στους μετόχους της εταιρείας ή προσπαθεί να αντικαταστήσει τη διαχείριση, προκειμένου να εγκριθεί η εξαγορά. Μια εχθρική εξαγορά μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω μιας δημόσιας προσφοράς ή με proxy fight. Proxy fight είναι η προσπάθεια μερίδας μετόχων του management να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρείας και του Διοικητικού Συμβουλίου, προτρέποντας τους μετόχους να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων proxy contests. Είναι πιθανό σε μια εχθρική εξαγορά η επιχείρηση στόχος (target) να αντιδράσει με διάφορους τρόπους.

Πιθανοί τρόποι αντίδρασης είναι: 1. αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με προτίμηση υπέρ των παλαιών μετόχων (poison pill), 2. αντιπροσφορά για την εξαγορά της εξαγοράζουσας εταιρείας (packman defense), 3. εμφάνιση λευκού ιππότη (white knight), 4. Αγορά ίδιων μετοχών, 5. αρνητικό κλίμα για τις μετοχές ή τα μεγέθη (asset restructuring or liability restructuring), 6. συγχώνευση με άλλη εταιρεία, φιλική προς το διοικητικό συμβούλιο της target.

Αντίθετα, στην *φιλική (friendly)* εξαγορά το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στόχου συμφωνεί στο να πραγματοποιηθεί η Σ&Ε. Στην περίπτωση αυτή η δημόσια προσφορά των μετοχών ή μετρητών γίνεται από την εξαγοράζουσα επιχείρηση, και το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης στόχου θα εγκρίνει δημοσίως τους όρους της εξαγοράς, η οποία μπορεί ακόμη να υπόκειται σε μέτοχο ή ρυθμιστική έγκριση.

Τέλος, δε θα πρέπει να παραληφθεί να αναφερθούν δύο ειδικές περιπτώσεις τύπων Σ&Ε που δεν μπορούν να ενταχθούν κάτω από ένα κοινό κριτήριο[3].

Αυτοί είναι οι ακόλουθοι:

1***. μοχλευμένη***: όταν η εταιρεία που θα πραγματοποιήσει την εξαγορά / συγχώνευση δε μπορεί να καλύψει το κόστος από ίδια κεφάλαια και καταφεύγει σε τραπεζικό δανεισμό.

2***. εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκηση τους***: στην περίπτωση αυτή τα ίδια τα διοικητικά στελέχη της επιχείρησης αποφασίζουν να αγοράσουν μέρος ή όλο το μετοχικό κεφάλαιο από τους ιδιοκτήτες της εταιρείας. Έτσι, η διοίκηση της εταιρείας και οι μέτοχοι της ταυτίζονται.

[3] Παπαδάκης Β., (2012), «ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», ΤΟΜΟΣ Α΄: ΘΕΩΡΙΑ, ΕΚΔΟΣΕΙΣ Ε. ΜΠΕΝΟΥ,

2.1 Κίνητρα για Σ&Ε

Πολλά και διάφορα είναι τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε Σ&Ε. Τα κίνητρα αλλάζουν ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες αλλά και με το αν πρόκειται για οριζόντιες, κάθετες ή διαγώνιες Σ&Ε. Θα μπορούσαμε να τα χωρίσουμε σε αυτά που έχουν ως στόχο την αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης, σε αυτά που σχετίζονται με την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης και τέλος, σε αυτά που προέρχονται από άλλους παράγοντες. Παρακάτω συνοψίζονται τα κίνητρα που επηρεάζουν την απόφαση μιας τέτοιας πρακτικής:

1. **<u>Αύξηση της Μονοπωλιακής Δύναμης</u>**, δηλαδή η ικανότητα της επιχείρησης να θέτει τιμή (p) άνω του οριακού κόστους (MC) η οποία θα οδηγήσει και σε αύξηση του μεριδίου αγοράς. Η μονοπωλιακή δύναμη μετριέται με τον Δείκτη Lerner (L_i) ο οποίος ορίζεται ως εξής:

$$L_i = \frac{p - MC_i}{Q} \qquad (1)$$

Και το μερίδιο αγοράς της κάθε επιχείρησης δίνεται από την σχέση:

$$S_i = \frac{q_i}{Q} \qquad (2)$$

Συγκεκριμένα, η οριζόντια ενοποίηση βοηθάει στην αύξηση μεριδίου αγοράς την συγχωνευμένης επιχείρησης καθώς την βοηθάει να ενδυναμώσει την μονοπωλιακή της δύναμης και να αυξήσει την τιμή του προϊόντος. Είναι δυνατό βέβαια να συμβεί το ίδιο (δηλαδή αύξηση μεριδίου αγοράς) ακόμα και αν πραγματοποιούνται κάθετες Σ&Ε. Για παράδειγμα, η εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή μπορεί να αυξήσει τα εμπόδια εισόδου.

2. **<u>Αύξηση της Αποτελεσματικότητας.</u>** Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω:

- Εκμετάλλευση συμπληρωματικοτήτων (complementarities): δημιουργία συνεργειών μεταξύ συμπληρωματικών παραγωγών (brands), συμπληρωματικότητα στην ποικιλία των προϊόντων και στη μείωση του κόστους δημιουργίας νέων από την κάθε επιχείρηση ξεχωριστά ή σε άλλα περιουσιακά στοιχεία (πχ εξειδίκευση στην παραγωγή από την μία και στην διανομή από την άλλη επιχείρηση).
- Εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας (economies of scales), φάσματος ή σκοπού (economies of scopes) και μάθησης (economies of learning). Με αυτό τον τρόπο μειώνονται σταθερές ή άλλες δαπάνες παραγωγής ή ακόμα και διανομής. Παράλληλα,

μειώνονται και οι δαπάνες σε Ε&Α αφού σταματούν να γίνονται ερευνητικά έργα που ουσιαστικά αντιγράφουν το ένα το άλλο.

- Αύξηση της διαπραγματευτικής δύναμης έναντι πολύ ισχυρών αγοραστών ή προμηθευτών. Επίσης, υπάρχει διαρκής πρόσβαση σε ενδιάμεσα αγαθά και πιθανό πλεονέκτημα κόστους σε σχέση με τους ανταγωνιστές.

Αποτελεσματικότητα όμως μπορεί να παρατηρηθεί και σε διοικητικό επίπεδο καθώς γίνεται καταμερισμός των ικανοτήτων των εξειδικευμένων διοικητικών ομάδων των εταιρειών που συγχωνεύονται (specific capabilities).

Στο σημείο αυτό, ταιριάζει να αναφερθεί και **το κίνητρο των επιχειρήσεων για άμεση μεγέθυνση τους.** Μία από τις πλέον βασικές στρατηγικές των επιχειρήσεων που επιθυμούν να αναπτυχθούν γρήγορα σε μια αγορά είναι να εξαγοράσουν ή να συγχωνευθούν με μια άλλη επιχείρηση. Αυτό δίνει την δυνατότητα στην επιχείρηση να αναπτυχθεί ταχύτερα συγκριτικά με την εναλλακτική λύση της εσωτερικής ανάπτυξης (internal growth), ενώ ταυτόχρονα επιτυγχάνεται η αποχώρηση μιας ανταγωνίστριας επιχείρησης από την αγορά. Το τελευταίο τείνει να ενδυναμώσει την μονοπωλιακή δύναμη της νέας επιχείρησης, είτε γιατί η εξαγοραζόμενη επιχείρηση αποτελούσε σημαντικό περιοριστικό παράγοντα στη δυνατότητα αυτή, είτε γιατί μετά την συγχώνευση διευκολύνεται η συμπαιγνία μεταξύ των επιχειρήσεων στην αγορά[4].

3. <u>Άλλοι παράγοντες:</u>

- **Χρηματοοικονομική σταθερότητα.** Είναι πιθανό η νεοσύστατη εταιρεία να έχει μεγαλύτερη δανειοληπτική ικανότητα λόγω διαφοράς του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης ή μειωμένης συσχέτισης των ταμειακών ροών των συγχωνευμένων επιχειρήσεων.
- **Αύξηση δείκτη P/E.** Όταν ένας όμιλος επιχειρήσεων βρίσκεται σε στάδιο εξαγορών, αυξάνεται η αξία του εκδοθέντος κεφαλαίου του και κατά συνέπεια ο δείκτης τιμής- κερδών (P/E). Στην περίπτωση που εξαγοράσει έναν άλλον όμιλο με χαμηλότερο P/E και χρηματοδοτήσει την εξαγορά με ανταλλαγή μετοχών, βραχυπρόθεσμα θα ωφεληθούν και οι δύο. Η εξαγορασμένη εταιρεία θα κερδίσει

[4] Κατσουλάκος Ι., Βέττας Ν., (2006), «Πολιτική Ανταγωνισμού & Ρυθμιστική Πολιτική. Τα Οικονομικά των Ρυθμιστικών Παρεμβάσεων σε Αγορές με Μονοπωλιακή Δύναμη», Τυπωθήτω-Γιώργος Δάρδανος

από την υψηλή τιμή και η εξαγοραζόμενη θα αυξήσει τα κέρδη της ανά μετοχή όταν προστεθούν τα κέρδη της εξαγορασμένης επιχείρησης.

- **Φορολογική εξοικονόμηση.** Επιτυγχάνεται μέσω:

i) Εκμετάλλευσης αχρησιμοποίητων φορολογικών απαλλαγών.

ii) Αναπροσαρμογής αποσβέσεων.

iii) Μείωσης φορολογικών υποχρεώσεων της συνενωμένης επιχείρησης που είναι το αποτέλεσμα της διασποράς κινδύνου.

- **Διείσδυση σε νέες γεωγραφικές περιοχές.** Υπάρχουν πολλά παραδείγματα που οι επιχειρήσεις ακολουθούν μια τέτοιου είδους πρακτική προκειμένου να επεκτείνουν την δραστηριότητά τους σε νέες περιοχές. Πιο σύνηθες είναι το φαινόμενο σε επίπεδο χωρών.
- **Προσωπικές επιδιώξεις των managers (managerial hubris).** Πολλές φορές οι managers με σκοπό να ικανοποιήσουν τις προσωπικές τους φιλοδοξίες και να διατηρήσουν τα προνόμια που απολαμβάνουν προχωρούν σε τέτοιου είδους πρακτικές. Τα οφέλη που απολαμβάνουν ύστερα από την Σ&Ε μπορεί να μην συμβαδίζουν με την αύξηση της αποτελεσματικότητας και ισχυροποίηση της επιχείρησης στην αγορά [Roll (1986)].
- **Μείωση αβεβαιότητας.** Η συγχώνευση μειώνει την ανασφάλεια που υπάρχει λόγω των συνεχόμενων τεχνολογικών αλλαγών καθώς μειώνει τον ανταγωνισμό που υπάρχει στην αγορά και ενδεχομένως και το κόστος παραγωγής.
- **Φθίνουσες επιχειρήσεις.** Όταν μια επιχείρηση βρίσκεται στα πρόθυρα πτώχευσης μπορεί να «γλιτώσει» μέσω μιας τέτοιου τύπου πρακτική.

2.2 Παράγοντες επιτυχίας και αποτυχίας Σ&Ε

Το κίνητρο που μπορεί να ωθήσει μια επιχείρηση να ακολουθήσει μια στρατηγική συγχώνευσης ή εξαγοράς δεν είναι από μόνο του αρκετό ώστε να οδηγήσει στο επιθυμητό αποτέλεσμα. Πριν πραγματοποιηθεί μια τέτοιου είδους πρακτική, θα πρέπει να εξεταστούν και να αξιολογηθούν παράγοντες που σχετίζονται με το ευρύτερο **περιβάλλον/πλαίσιο** στο οποίο πραγματοποιείται η Σ&Ε σε συνδυασμό με την **διαδικασία** που ακολουθούν οι επιχειρήσεις **πριν αλλά και μετά** την υπογραφή της συμφωνίας.

Στο ευρύτερο λοιπόν πλαίσιο στο οποίο πραγματοποιείται η Σ&Ε περιλαμβάνεται ο βαθμός εχθρότητας του εξωτερικού περιβάλλοντος στο οποίο λειτουργεί η επιχείρηση αλλά και θέματα οργάνωσης (πχ τρόπο λήψης αποφάσεων, μέγεθος επιχείρησης κ.α.) της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Η διαδικασία που ακολουθήθηκε από τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις πριν από την υπογραφή της συμφωνίας μπορεί να επηρεαστεί από διάφορους παράγοντες. Για παράδειγμα ύπαρξη σχεδίων πριν την Σ&Ε, ποιότητα νομικού και οικονομικού ελέγχου.

Επίσης, σημαντική είναι και η διαδικασία που ακολουθείται μετά την υπογραφή της συμφωνίας κατά το στάδιο της ενοποίησης (integration) των δύο επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, η ύπαρξη ολοκληρωμένου επικοινωνιακού προγράμματος καθώς και η συχνότητα επικοινωνίας προς τους εργαζόμενους βοηθάει στην επιτυχημένη υλοποίηση μιας Σ&Ε, αφού μειώνει το άγχος και την αβεβαιότητά τους.

Σύμφωνα με έρευνα του εργαστηρίου επιχειρησιακής στρατηγική του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών (Ο.Π.Α), στην οποία μελετήθηκαν 108 Σ&Ε στην Ελλάδα που πραγματοποιήθηκαν κατά την διάρκεια της περιόδου 1997- 2004 φαίνεται πως το 60%[5] αυτών απέτυχε. Η σχετική απόδοση των επιχειρήσεων που μελετήθηκαν σε ποσοστό 59% άρχισε να ακολουθεί φθίνουσα πορεία δύο έτη μετά την Σ&Ε, σε αντίθεση με τα δύο έτη πριν την Σ&Ε. Οι κυριότεροι λόγοι αποτυχίας μιας Σ&Ε είναι:

1. **Έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού.** Ειδικά όταν το μόνο κριτήριο είναι η μεγέθυνση της επιχείρησης.
2. **Μη ρεαλιστικές προσδοκίες.** Πολλές φορές υπάρχει υπερβολική αυτοπεποίθηση για το τι μπορεί να επιτευχθεί από μια συγχώνευση και έτσι δημιουργείται μια λανθασμένη εικόνα που τελικά οδηγεί στην αποτυχία.
3. **Υπερβολικό κόστος.** Λανθασμένη αποτίμηση του επενδυτικού σχεδίου της συγχώνευσης με αποτέλεσμα το κόστος της να είναι μεγαλύτερο από το αναμενόμενο.[6]

[5] Για περισσότερα συμπεράσματα της έρευνας Βλ. Παράρτημα 2.

[6] Η πιο συνηθισμένη μέθοδος είναι αυτή της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value), αλλά συχνά χρησιμοποιείται και η Εσωτερική Αξία (Book Value) και η Χρηματιστηριακή Αξία- Τρέχουσα Αξία (Market Capitalization).

4. **Αποτυχία ταχείας συνένωσης κατά τη διάρκεια της Σ&Ε**. Καθυστερώντας ή αναβάλλοντας τα αρχικά σχέδια της συγχώνευσης.
5. **Συγκρουόμενα συμφέροντα.** Οι επιχειρήσεις σε αυτή την περίπτωση είναι μη συμβατές.
6. **Συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες**. Ο τρόπος σκέψης και δράσης είναι διαφορετικός, κάτι που δυσκολεύει τον συντονισμό των ενεργειών τους.
7. **Οικονομική συγκυρία.** Οι μακροοικονομικές συνθήκες ή γενικότερα καταστάσεις που συμβαίνουν εκτός επιχείρησης να μην ευνοούν τις επιχειρήσεις να πραγματοποιήσουν μια τέτοιου είδους πρακτική.
8. **Προσωπικοί λόγοι των managers,** που σχετίζονται με την προβολή και εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους.

2.3 Στάδια στρατηγικής διαδικασίας Σ&Ε

Η στρατηγική διαδικασία που πρέπει να ακολουθήσουν οι επιχειρήσεις για την πετυχημένη ολοκλήρωση των Σ&Ε, σύμφωνα με τον Sudarsanam (2003), θεωρητικά χωρίζεται σε πέντε στάδια τα οποία παρουσιάζονται και αναλύονται παρακάτω:



Διάγραμμα 1: Στάδια Διαδικασίας Σ&Ε

1. ***Ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής (corporate strategy development).*** Σε αυτό το στάδιο γίνεται η επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής που θα είναι συμβατή με τις κατάλληλες ανταγωνιστικές στρατηγικές (business strategies) των διαφόρων επιχειρηματικών μονάδων. Η επιλογή της στρατηγικής γίνεται με την βοήθεια στρατηγικών αναλύσεων (PEST, πέντε δυνάμεις του Porter, SWOT κ.α..).

2. ***Επιλογή συγκεκριμένης στρατηγικής εξαγοράς (selection of acquisition strategy)***. Η εξαγοραζόμενη επιχείρηση επιλέγεται με δύο κριτήρια:

- *Στρατηγική καταλληλότητας (strategic fit)* του target σε πόρους και ικανότητες με την επιχείρηση που κάνει την προσφορά εξαγοράς (bidder) ώστε να υπάρχει περιθώριο για αποτελεσματικότητα και συνεργείες, επιτυγχάνοντας ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.
- *Δημιουργία αξίας (value creation)* από τη συγχώνευση δηλαδή απόδοση ανώτερη του κόστους κεφαλαίου.

3. ***Οικοδόμηση της συμφωνίας εξαγοράς και διαπραγμάτευσης (deal structure and negotiation)***. Αφορά τεχνικά θέματα που σχετίζονται με:

- *την επιλογή συμβούλων*
- *τον εξονυχιστικό (due diligence) έλεγχο της εταιρείας στόχου εξαγοράς.*
- *την αποτίμηση (valuation) της εταιρείας στόχου και καθορισμός της κλίμακας τιμών του premium από την μεριά του bidder.*
- *τη διαπραγμάτευση των διαφόρων θέσεων που θα κατέχουν τα στελέχη της διοικητικής ομάδας μετά την συγχώνευση*
- *την ανάπτυξη των διαφόρων τακτικών εξαγοράς (bid tacit) από πλευράς bidder και μορφών αμύνης (defense strategies).*

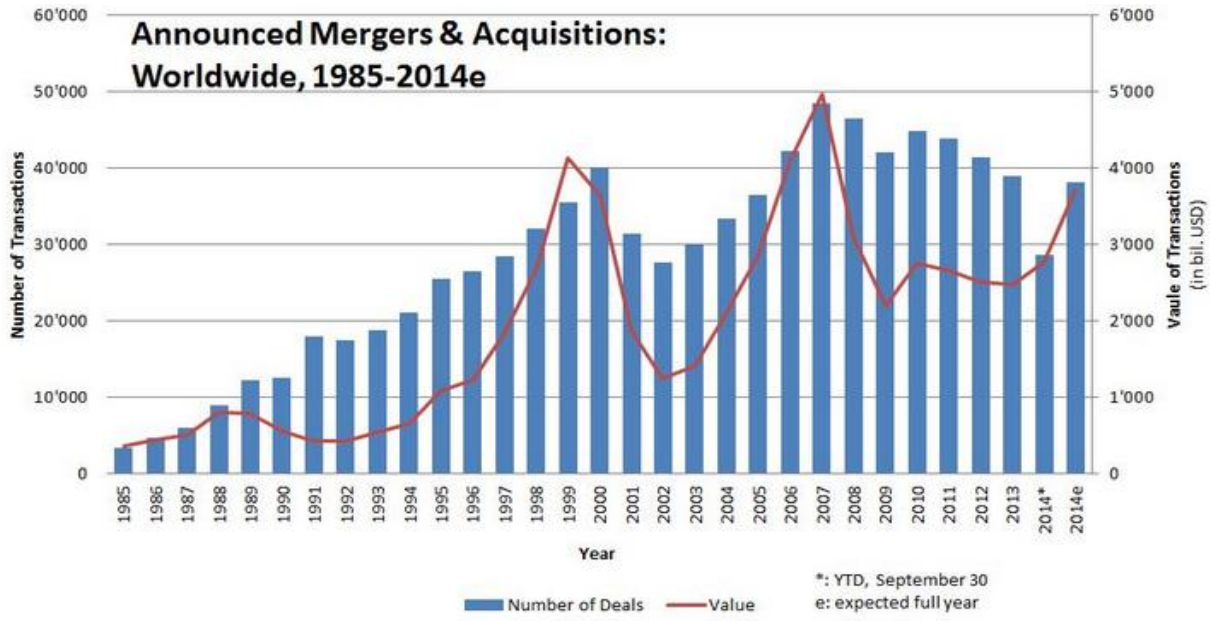
4. ***Ενσωμάτωση της εξαγορασθείσας εταιρείας (post- acquisition integration).*** Στο στάδιο αυτό γίνεται η διαχείριση των προβλημάτων της εταιρίας που αποκτήθηκε καθώς και η διαχείριση του ανθρώπινου παράγοντα και η ενοποίηση των συστημάτων παραγωγής, οργάνωσης και πληροφόρησης.

5. ***Αξιολόγηση της συγχώνευσης και εκμάθησης (post- acquisition audit and learning).*** Συνήθως το τελευταίο στάδιο αγνοείται. Περιλαμβάνει την αξιολόγηση της διαδικασίας της συγχώνευσης καθώς και κατά πόσο επιτυχής ήταν.

2.4 Κύματα Σ&Ε

Έχει παρατηρηθεί ότι οι Σ&Ε εμφανίζονται σε κύματα (merger waves) δηλαδή περίοδοι με σχετική σταθερότητα στη δραστηριότητα εναλλάσσονται με περιόδους που η δραστηριότητα αυτή γνωρίζει μεγάλη ένταση. Αύξηση της δραστηριότητας των Σ&Ε μπορεί να προκληθεί από αναδιαρθρώσεις των κλάδων, από εξελίξεις στην τεχνολογία και από κυβερνητικές ρυθμίσεις.

Μια γενική εικόνα των Σ&Ε που ανακοινώθηκαν τα τελευταία 30 χρόνια (1985- α΄ εξάμηνο 2014) σε παγκόσμιο επίπεδο παρουσιάζεται στην εικόνα 1. Στη συνέχεια ακολουθεί μια σύντομη περιγραφή των κυμάτων Σ&Ε στις ΗΠΑ και στην Ευρώπης.



Πηγή: Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMMA) analysis, www.imaa-institute.org

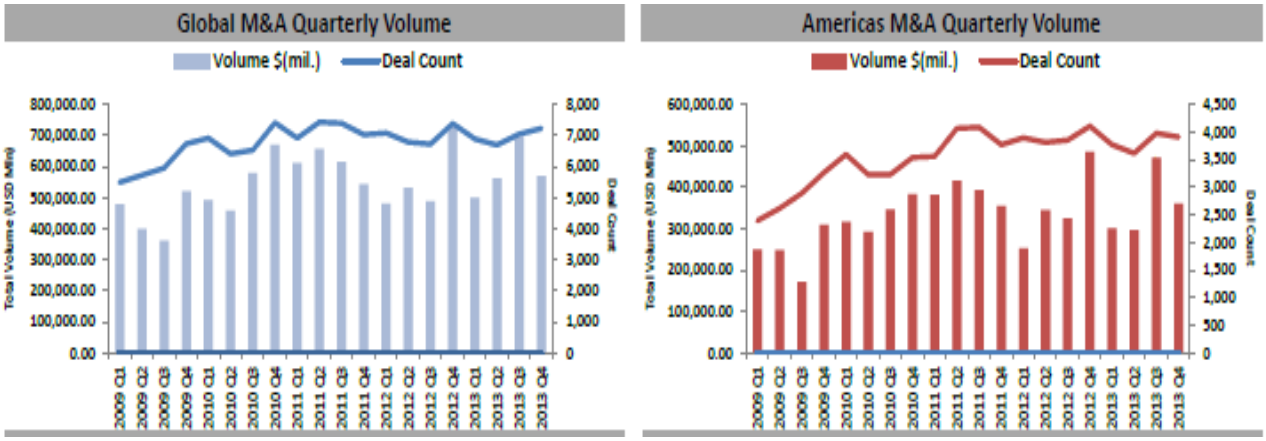
Εικόνα 1: Παγκόσμιες Σ&Ε 1985- 2014

2.4.1 Κύματα Σ&Ε στις ΗΠΑ

Στις ΗΠΑ έχουν παρατηρηθεί έξι μεγάλα κύματα Σ&Ε. Το πρώτο κύμα ξεκίνησε στις αρχές του 1890 και τελείωσε το 1905. Χαρακτηρίζεται από την ανάπτυξη βαριών βιομηχανιών και τη δημιουργία μονοπωλίων. Στα μέσα της δεκαετία του ’20 εμφανίζεται το δεύτερο κύμα το οποίο κρατάει περίπου 30 χρόνια. Οι εξαγορές γίνονται

μεταξύ «συμπληρωματικών» επιχειρήσεων. Η αντιμονοπωλιακή νομοθεσία είχε ως αποτέλεσμα την αντικατάσταση των μονοπωλίων από ισχυρά ολιγοπώλια. Είναι φανερό πως στα δύο πρώτα κύματα επικρατούν οι οριζόντιες και οι κάθετες συγχωνεύεις και οι λόγοι που πραγματοποιήθηκαν έχουν να κάνουν με την μείωση του ανταγωνισμού και την επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Τη δεκαετία του 1960 που λαμβάνει χώρα το επόμενο (τρίτο) κύμα, οι επιχειρήσεις επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους σε διαγώνιες συγχωνεύσεις. Με αυτόν τον τρόπο διαφοροποιούνται ως προς τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που παρέχουν και αρχίζει η ανάπτυξη ομίλων. Το τέταρτο κύμα έρχεται το 1980 και μένει μέχρι το 1989 και όπως είναι φυσικό έχει άμεση σύνδεση με το χρηματιστηριακό Κραχ. Κύριο χαρακτηριστικό του είναι οι επιθετικές εξαγορές και οι αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων (divestitures). Υπάρχει αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση (de- conglomeration), συγκέντρωση σε core- activities και αύξηση της χρήσης του outsourcing (εύρεση πόρων έξω από τα όρια της επιχείρησης). Το πέμπτο κύμα καλύπτει την περίοδο της δεκαετίας του 1990 και οι Σ&Ε στοχεύουν στην καινοτομία, στην ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών και στην αναδιάρθρωση κλάδων που βρίσκονταν σε ύφεση όπως είναι οι τράπεζες, με κύριο χαρακτηριστικό τη μεγάλη συχνότητα προσφορών με ανταλλαγή μετοχών. Το έκτο και τελευταίο κύμα ξεκίνησε το 2003 και έφτασε μέχρι το 2007, στο οποίο παρατηρείται έντονα η αντίθεση με το προηγούμενο καθώς οι προσφορές γίνονται όχι με μετοχές αλλά με μετρητά και η επενδυτική δραστηριότητα στρέφεται κυρίως σε ιδιωτικά κεφάλαια (private equity funds).

Τα παρακάτω διαγράμματα (εικόνα 2) συγκρίνουν τις Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ με τις Σ&Ε που έλαβαν χώρα σε παγκόσμιο επίπεδο τα πέντε τελευταία χρόνια:

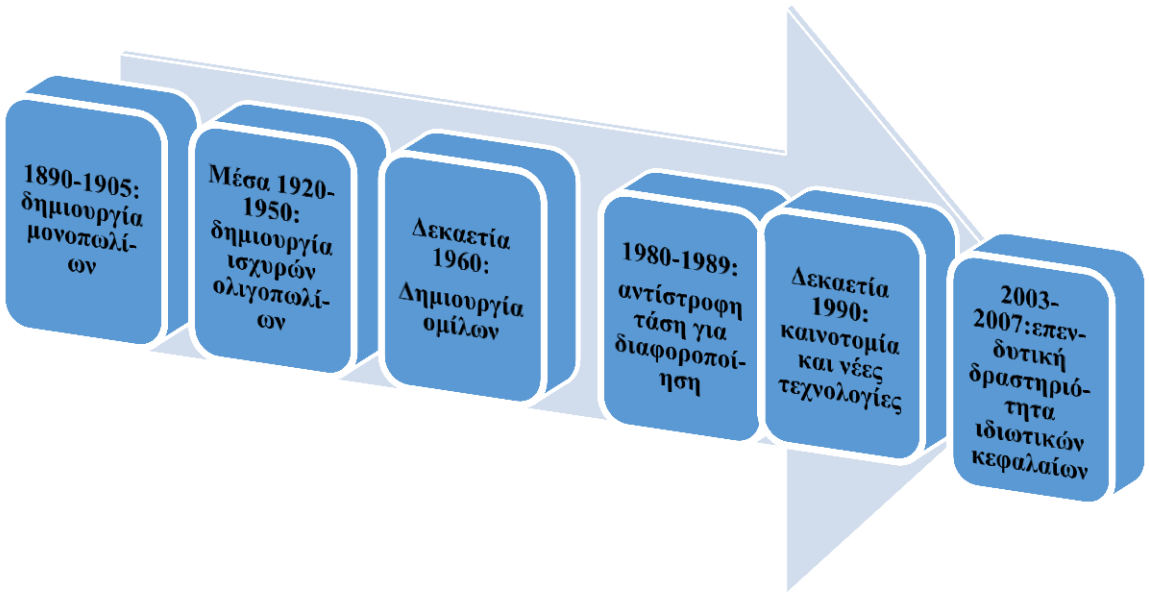


Πηγή: Bloomberg Global Legal and Financial Activity Mergers and Acquisition Ranking, www.bloomberg.com

Εικόνα 2: Σ&Ε στις ΗΠΑ και σε διεθνές επίπεδο

Είναι ξεκάθαρο πως σε όποια χρονική περίοδο και αν εξετάσουμε το φαινόμενο, οι Σ&Ε στις ΗΠΑ κατέχουν τουλάχιστον το μισό ποσοστό της διεθνής πραγματικότητας.

Συνοπτικά παρουσιάζεται παρακάτω η ιστορική αναδρομή των Σ&Ε στις ΗΠΑ:



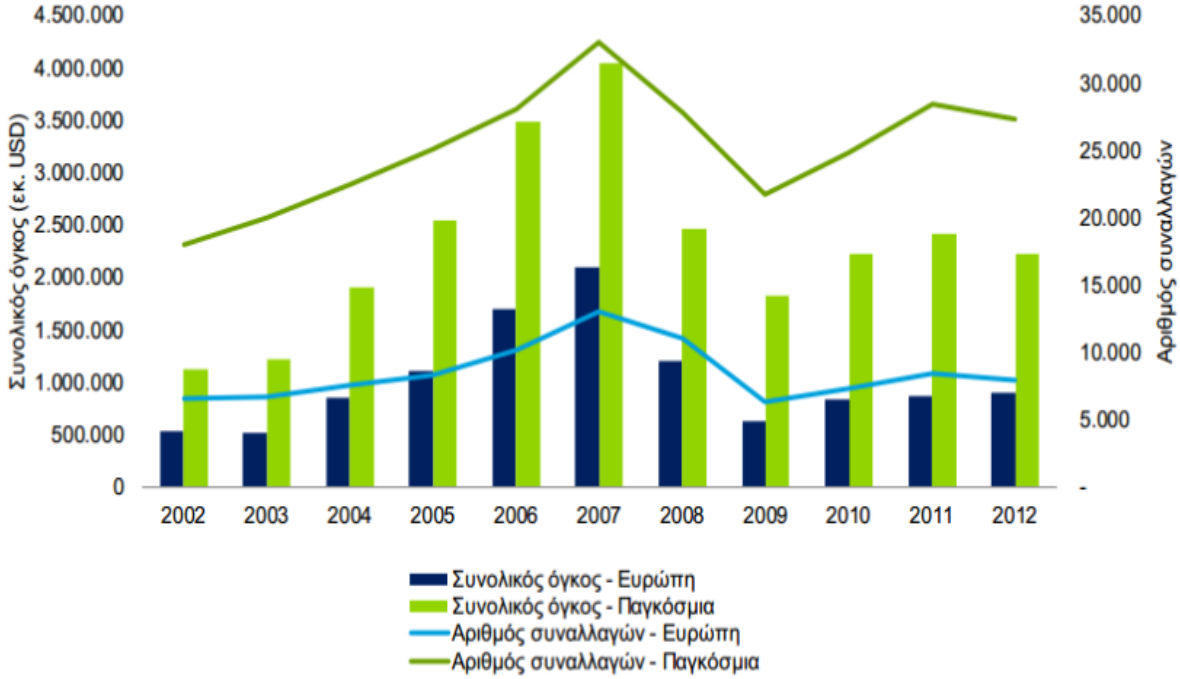
Εικόνα 3: Κύματα Σ&Ε στις ΗΠΑ

2.4.1 Κύματα Σ&Ε στην Ε.Ε

Στην Ευρώπη οι Σ&Ε απέκτησαν σημαντική διάσταση στις αρχές της δεκαετίας του 1980 ($1^{ο}$ κύμα συγχωνεύσεων) και του 1990 ($2^{ο}$ κύμα συγχωνεύσεων) και με την πάροδο του χρόνου φαίνεται να γίνονται όλο και πιο έντονες. Οι περίοδοι αυτοί χαρακτηρίζονται από τις πολιτικές, οικονομικές και κοινωνικές αλλαγές της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ένα τρίτο κύμα κάνει την εμφάνιση του το 2004, με την Μεγάλη Βρετανία να κατέχει το μεγαλύτερο ποσοστό αυτών των Σ&Ε, αν και η ανάκαμψη είχε ήδη ξεκινήσει το 2002 με την αξία των συγχωνεύσεων να αυξάνεται κατά 30%. Η απαρίθμηση και η απελευθέρωση των αγορών μαζί με τις ιδιωτικοποιήσεις στις εταιρείες κοινής ωφέλειας όπως είναι Deutche Telecom, France Telecome και Vivendi (στην περίπτωση της Ελλάδας ΔΕΗ, ΟΤΕ, ΕΥΔΑΠ) μαζί με τα τραπεζικά ιδρύματα, έπαιξαν καίριο ρόλο στην αυξητική αυτή πορεία.

Στο παρακάτω διάγραμμα (Εικόνα 4) παρουσιάζεται η πορεία των ευρωπαϊκών συγχωνεύσεων κατά την δεκαετία 2002-2012. Το 2006-2007 βλέπουμε την κορύφωση του φαινομένου. Αξίζει να αναφερθεί ότι η ευρωπαϊκή αγορά εκείνες τις χρονιές στιγματίστηκε από τρεις μεγάλες Σ&Ε, οι οποίες κατέχουν το 8,9% της συνολικής αξίας των ευρωπαϊκών συμφωνιών: η εξαγορά της Endesa από την E.ON, η συγχώνευση της GAZ de France με την SUEZ και η συναλλαγή Mittal steel- Archerol.



Πηγή: Bloomberg Global Legal and Financial Activity Mergers and Acquisition Ranking, www.bloomberg.com

Εικόνα 4: Παγκόσμια και ευρωπαϊκή δραστηριότητα

Στη συνέχεια (πίνακας 1) παρουσιάζονται οι 20 σημαντικότερες συμφωνίες που ανακοινώθηκαν μεταξύ ευρωπαϊκών εταιρειών το έτος 2013. Το 45% των συναλλαγών αφορούν τον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών με τη συνολική αξία των συναλλαγών να ανέρχεται σε € 177.919 εκ. (67% της συνολικής αξίας των συναλλαγών). Το 20% αφορούν τον κλάδο των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών με την πλειοψηφία αυτών να έχουν πραγματοποιηθεί στο πλαίσιο του σχεδίου διάσωσης του ελληνικού τραπεζικού κλάδου.

Οι 20 σημαντικότερες συμφωνίες που ανακοινώθηκαν το 2013 μεταξύ ευρωπαϊκών εταιρειών

Αγοραστής	Εταιρεία-Στόχος	Κλάδος	Αξία συναλλαγής (εκ. ευρώ)	Ημερομηνί
Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	Τηλεπικοινωνίες	94.065	2/9/2013
AerCap Holdings NV	International Lease Finance Corporation	Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες	19.226	16/12/2013
Liberty Global Inc	Virgin Media Inc	Τηλεπικοινωνίες	18.485	6/2/2013
American Movil SAB de CV	Koninklijke NPV NV	Τηλεπικοινωνίες	17.001	9/6/2013
Publicis Groupe SA	Omnicom Group Inc	Τηλεπικοινωνίες	14.587	26/7/2013
Russian Grids OAO	Federal Grid Company of Unified Energy Systmen OAO	Ενέργεια, εξόρυξη & υπηρεσίες κοινής ωφέλειας	11.050	8/4/2013
Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.	Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες	8.677	21/6/2013
Vodafone Group Plc	Kabel Deutschland Holding AG	Τηλεπικοινωνίες	8.634	24/6/2013
Telefonica Deutschland Holding AG	E-Plus Mobilfunk GmbH & Co KG	Τηλεπικοινωνίες	8.550	23/7/2013
Eurasian Resources Group BV	Eurasian Natural Resources Corporation Plc	Ενέργεια, εξόρυξη & υπηρεσίες κοινής ωφέλειας	7.772	24/6/2013
Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας	Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.	Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες	6.985	28/6/2013
Joh A Benckiser SE	DE Master Blenders 1753 NV	Καταναλωτικά προϊόντα	6.575	12/4/2013
Actavis Inc	Warner Chilcott Plc	Φαρμακευτική, Υγεία & Βιοτεχνολογία	6.546	20/5/2013
Activision Blizzard Inc; and Leopard Green & Partners LP	Activision Blizzard Inc	Τηλεπικοινωνίες	6.175	25/7/2013
Royalty Pharma	Elan Corporation Plc	Φαρμακευτική, Υγεία & Βιοτεχνολογία	5.984	18/4/2013
Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας	Eurobank Ergasias A.E.	Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες	5.839	30/4/2013
McKesson Corporation	Celesio AG	Φαρμακευτική, Υγεία & Βιοτεχνολογία	5.598	24/10/2013
Microsoft Corporation	Nokia Oyj (Devices & Services Business)	Τηλεπικοινωνίες	5.440	2/9/2013
Royal Dutch Shell Plc	Repsol SA (LNG Assets)	Ενέργεια, εξόρυξη & υπηρεσίες κοινής ωφέλειας	5.133	26/2/2013
Altimo	Orascom Telecom Holding SAE	Τηλεπικοινωνίες	4.982	31/3/2013

Πηγή: Merger Market, www.mergermarket.com

Πίνακας 1: Οι σημαντικότερες συμφωνίες μεταξύ των ευρωπαϊκών εταιρειών το 2013

2.5 Απόδοση Σ&Ε

Έχουν αναπτυχθεί διάφορες μεθοδολογίες που διερευνούν την απόδοση των επιχειρήσεων μέσω της κερδοφορίας που προέκυψε μετά από Σ&Ε [Bruner (2002)]. Το αποτέλεσμα των Σ&Ε σε σχέση με την απόδοση, αξιολογείται με την επίδραση στους μετόχους της εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Τρεις είναι οι πιθανές εκβάσεις ως προς την αξία της επένδυσης των μετόχων της κάθε εμπλεκόμενης επιχείρησης:

1. Αύξηση της αξίας της επένδυσης
2. Μείωση της αξίας της επένδυσης
3. Να μην μεταβάλλεται η αξία της επένδυσης.

2.5.1 Μεθοδολογία αξιολόγησης αποδοτικότητας των Σ&Ε

Ανάλογα με το μέγεθος του δείγματος που χρησιμοποιείται και εξετάζεται, οι μέθοδοι με τις οποίες μπορούμε να αξιολογήσουμε τις Σ&Ε [Bruner (2002)] χωρίζονται σε α) μελέτες περιπτώσεων (case studies ή clinical studies) και β) σε μελέτες μεγάλου μεγέθους δείγματος που σκοπό έχουν να βγει ένα νέο συμπέρασμα που θα βοηθήσει σε μετέπειτα περιπτώσεις.

Στην περίπτωση των "case studies" εξετάζεται ένας μικρός αριθμός επιχειρήσεων, ο οποίος κυμαίνεται μεταξύ μίας ή πέντε επιχειρήσεων. Είναι από τις μεθόδους που χρησιμοποιούν τον επαγωγικό τρόπο για την διεξαγωγή συμπερασμάτων. Σε κάθε επιχείρηση χρησιμοποιούνται διαφορετικές μεθοδολογίες, αλλά ταυτόχρονα δίνεται η δυνατότητα αξιολόγησης με περισσότερες λεπτομέρειες και πιο προσεκτική μελέτη των ιδιαίτερων συνθηκών που οδήγησαν σε αυτές, απομακρυσμένες από οικονομικά ιστορικά στοιχεία ή υποκειμενικές θεωρήσεις. Έτσι αποφεύγουμε στο να καταλήξουμε σε συμπεράσματα και ερμηνείες λανθασμένες.

Στην δεύτερη περίπτωση εξετάζουμε έναν αρκετά μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων με διάφορες μεθοδολογίες από τις οποίες οι κυριότερες είναι:

i) μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event studies),
ii) μελέτες λογιστικής (accounting studies) και
iii) μελέτες με βάση δηλώσεων στελεχών επιχειρήσεων (surveys of executives).

Στις δύο πρώτες τα συμπεράσματα ανάγονται με βάση την αντικειμενική παρατήρηση, αντίθετα στην τρίτη τα συμπεράσματα είναι απόρροια της υποκειμενικότητας των ατόμων που συμμετέχουν στην έρευνα.

Μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων: Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στην θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς. Δείχνει την ταχύτητα που η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης προσαρμόζεται σ' ένα γεγονός. Υπολογίζει την επιπλέον απόδοση (abnormal return- AR) ως τη διαφορά μεταξύ πραγματικής (actual return) απόδοσης των μετοχών των bidders και των targets κατά τη διάρκεια της περιόδου του bid (event) μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης και της προσδοκώμενης (predicted return) απόδοσης στην διάρκεια της ίδιας περιόδου. Η προσδοκώμενη απόδοση (η οποία πολλές φορές καλείται και ως benchmark return) υπολογίζεται με παλινδρομήσεις με την

βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων όπως είναι το υπόδειγμα της αγοράς ή του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων ("Capital Asset Pricing Model - CAPM"). Αν η διαφορά είναι θετική τότε η Σ&Ε δημιουργεί αξία, αν είναι αρνητική καταστρέφει αξία και αν είναι μηδενική τότε λέμε ότι η Σ&Ε είναι ουδέτερη.

Μελέτες Λογιστικής: Η εφαρμογή αυτής της μεθόδου γίνεται με την εξέταση καταγεγραμμένων χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων της επιχείρησης που κάνει την προσφορά, συγκρίνοντας την «θέση» της πριν και μετά την πραγματοποίηση της Σ&Ε. Έτσι, παρατηρούνται οι μεταβολές στα καθαρά κέρδη, στην αποδοτικότητα ίδιων κεφαλαίων ("Return On Equity - ROE", όπου $ROE = \frac{net\ income}{equity}$), στην απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων (δηλαδή στον συντελεστή απόδοσης λειτουργίας, "Return On Assets - ROA", όπου $ROA = \frac{EBTDA}{net\ assets}$[7]), στα κέρδη ανά μετοχή ("Earnings Per Share - EPS"), στον βαθμό χρήσης δανειακών κεφαλαίων και στην ρευστότητα. Για την εξέταση των στοιχείων, μπορούμε να κάνουμε σύγκριση των πραγματικών στοιχείων είτε με υποθετικές (προσδοκώμενες) προβλέψεις της υπό μελέτης επιχείρησης όπως και στα event studies (βλ. παραπάνω) , είτε με την πορεία του κλάδου, είτε με την πιο σημαντική επιχείρηση του κλάδου.

Μελέτες με βάση δηλώσεων στελεχών επιχειρήσεων: Στη μέθοδο αυτή χρησιμοποιούνται ερωτηματολόγια που κατατίθενται στα διευθυντικά στελέχη ή δίνονται συνεντεύξεις. Τα όποια δεδομένα προκύπτουν καταγράφονται, γίνεται μια στατιστική ανάλυση και έτσι βγαίνουν τα τελικά αποτελέσματα.

Ο πίνακας που ακολουθεί περιγράφει συνοπτικά τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της κάθε μεθόδου:

[7]EBTDA= Earnings Before Taxes, Depreciation and Amortization (κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων)

Μέθοδος	Πλεονεκτήματα	Μειονεκτήματα
Μελέτες Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων	• **Άμεση μέτρηση της δημιουργίας αξίας για τους επενδυτές από τις μεταβολές της μετοχής.** • **Μακροπρόθεσμο μέτρο δημιουργίας αξίας. Οι τιμές των μετοχών είναι η Παρούσα Αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών.**	• **Υποθέσεις της αγοράς: αποτελεσματικότητα, επάρκεια, ορθολογικότητα, απουσία arbitrage.** • **Μη ξεκάθαρα γεγονότα → παραποίηση αποδόσεων (μη διάκριση ενός θετικού αποτελέσματος από που προήλθε πχ αποτέλεσμα Σ&Ε: πραγματικό οικονομικό κέρδος ή ανωμαλία κεφαλαιαγοράς).**
Μελέτες Λογιστικής	• **Έμμεσος τρόπος δημιουργίας αξίας.** • **Αξιοπιστία, σαφήνεια.** • **Πιστοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις.** • **Ελεγμένοι λογαριασμοί.**	• **Μη συγκρίσιμα στοιχεία- αλλαγή κανονισμών.** • **Μέθοδος ιστορικών στοιχείων.** • **Αγνοεί άυλα περιουσιακά στοιχεία.** • **Ευαίσθητα στον πληθωρισμό.** • **Διαφορές μεταξύ λογιστικών υπολογισμών μεταξύ εταιρειών.** • **Διαφορές μεταξύ χωρών.**
Μελέτες με βάση Δηλώσεις Στελεχών Επιχειρήσεων	• **Αυξημένη επιχειρηματική επίδοση που δεν αποτυπώνεται σε χρημ/κές καταστάσεις.** • **Προσωπική επιτυχία μέσα από την Σ&Ε.**	• **Δήλωση μη πραγματικών οικονομικών αποτελεσμάτων.** • **Μη ορθή ανάκληση ιστορικών στοιχείων.** • **Μικρή συμμετοχή στην έρευνα.**
Μελέτες Περιπτώσεων	• **Αντικειμενικότητα και εισχώρηση σε βάθος σε ένα πραγματικό γεγονός.** • **Επαγωγική έρευνα. Ανακάλυψη νέων προτύπων και συμπεριφορών.**	• **Περιορισμός στην γενίκευση των αποτελεσμάτων συμπερασμάτων.** • **Ιδιοσυγκρασιακές έρευνες.**

Πηγή: Bruner (2002) *"Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker", Journal of Applied Finance*

Πίνακας 2: Συγκριτικός πίνακας των Μεθόδων αξιολόγησης αποδοτικότητας των Σ&Ε

2.5.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε

Σε μια συγχώνευση ή εξαγορά ακόμα και αν έχουν ακολουθηθεί σωστά όλα τα στάδια πραγματοποίησής της, υπάρχουν κάποιοι επιπλέον παράγοντες που επιδρούν στην τελική της απόδοση. Οι παράγοντες αυτοί είτε σχετίζονται με την διατήρηση του ήδη υπάρχοντος ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος ή την απόκτηση νέου *(μακροπρόθεσμοι παράγοντες*), είτε αφορούν τις συνθήκες προσφοράς, τον τρόπο που δομήθηκε η συμφωνία (structuring the deal), τις στρατηγικές που ακολούθησαν οι bidders και οι targets *(βραχυπρόθεσμοι παράγοντες).*

Στους μακροπρόθεσμους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε συγκαταλέγεται η φάση που βρίσκεται ο κλάδος και γενικότερα η οικονομία την περίοδο πραγματοποίησης (growth, maturity, decline). Επίσης, η απόδοση μπορεί να επηρεαστεί και από τον βαθμό συσχέτισης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται. Στην περίπτωση αυτή βέβαια οι απόψεις διίστανται καθώς κάποιοι έχουν την πεποίθηση ότι επιχειρήσεις με συσχετισμένες δραστηριότητες αποκομίζουν υψηλά κέρδη λόγω λειτουργικών συνεργειών και αύξηση λειτουργικής αποτελεσματικότητας, ενώ υπάρχουν και αυτοί που υποστηρίζουν πως οι διαγώνιες συγχωνεύσεις αποδίδουν καλύτερα. Αυτό το δικαιολογούν μέσω της αποτελεσματικότητας που παρέχεται από τις διοικητικές συνεργείες (managerial synergies) και την αξιοποίηση πόρων και ικανοτήτων αλλά και από τις χρηματοοικονομικές συνεργείες (financial synergies) που προκύπτουν. Οι τελευταίες έχουν ως αποτέλεσμα να δημιουργούν μικρότερο κίνδυνο λόγω της χαμηλής συσχέτισης ταμειακών ροών.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται συνοπτικά οι βραχυπρόθεσμοι παράγοντες που επιδρούν στην απόδοση:

- Διάθεση προσφοράς (Mood of the bid) και τρόπος με τον οποίο γίνεται η προσφορά: εχθρική ή φιλική. Συνήθως στις εχθρικές οι αποδόσεις είναι υψηλές για τους targets.
- Τρόπος πληρωμής του τιμήματος: μετρητά, μετοχές ή συνδυασμός εναλλακτικών μεθόδων.
- Ύπαρξη ποσοστού ιδιοκτησίας στο μετοχικό κεφάλαιο του target από τον bidder (bidder’s toehold).

- Ύπαρξη μεγάλων μετοχών κυρίως θεσμικών στο μετοχικό κεφάλαιο του target, κατά την περίοδο προ της προσφοράς.
- Ύπαρξη πολλών bidders.
- Η διαφορά του δείκτη αποτίμησης του bidder και του target.
- Μέγεθος (mcap) του bidder σε σχέση με τον target.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.Υποδείγματα Σ&Ε

Η μελέτη της κερδοφορίας των επιχειρήσεων που συμμετέχουν (ή όχι) σε μια συγχώνευση ή εξαγορά καθώς και η επίδραση αυτής στην κοινωνική ευημερία, γίνεται με τη βοήθεια υποδειγμάτων. Πολλοί είναι οι οικονομολόγοι που προσπάθησαν να προσεγγίσουν τον εν λόγω θέμα, από διαφορετική σκοπιά ο καθένας. Στη συνέχεια, γίνεται μια παρουσίαση υποδειγμάτων που αναφέρονται σε Σ&Ε. Τα συμπεράσματα που προκύπτουν, όπως θα δούμε, εξαρτώνται τόσο από τις συνθήκες που επικρατούν μέσα στην επιχείρηση (π.χ. κόστος παραγωγής), όσο και έξω από αυτήν (π.χ.. ανταγωνισμός σε τιμές, ποσότητες κ.α.). Στην αρχή γίνεται μια εκτενής αναφορά στις οριζόντιες συγχωνεύσεις και ακολουθούν οι κάθετες. Στο τελευταίο κομμάτι της ενότητας αυτής, γίνεται «αντιπαράθεση» μεταξύ οριζόντιων και κάθετων συγχωνεύσεων σε μια αγορά και ποιος τελικά τύπος συγχώνευσης συμφέρει την επιχείρηση από πλευράς κερδοφορίας.

3.1 Οριζόντιες Συγχωνεύσεις

Οι οριζόντιες Σ&Ε, όπως ήδη έχει αναφερθεί, είναι εκείνες που πραγματοποιούνται μεταξύ των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο παραγωγής. Συνήθως οι επιχειρήσεις που προχωρούν σε οριζόντιες συγχωνεύσεις αποσκοπούν στο να εξαφανίσουν τον μεταξύ τους ανταγωνισμό ή για να μπορούν να ανταπεξέλθουν στον ανταγωνισμό που επικρατεί στην αγορά αλλά και να έχουν έλεγχο της αγοράς προϊόντος με όσο το δυνατόν πιο αυξημένη τη διαπραγματευτική τους δύναμης.

Έχοντας ως βάση το υπόδειγμα των **Salant, Switzer** και **Reynolds** (1983), αποδεικνύεται ότι οι επιχειρήσεις μπορεί να μην έχουν κίνητρο να συγχωνευθούν. Αυτό το υπόδειγμα είναι γνωστό ως το «Παράδοξο των Συγχωνεύσεων» (“Merger Paradox”). Μετά την παρουσίαση του παραδόξου αρκετοί οικονομολόγοι προσπάθησαν να δώσουν λύσεις σε αυτό.

3.1.1 Το Παράδοξο των Συγχωνεύσεων

Θεωρώντας το βασικό υπόδειγμα μιας ολιγοπωλιακής αγοράς με n *συμμετρικές* επιχειρήσεις, από τις οποίες οι $m+1<n$ συγχωνεύονται και κάτω από τις υποθέσεις πως όλες οι επιχειρήσεις:

- ανταγωνίζονται σε ποσότητες (δηλαδή *Cournot* ανταγωνισμός)
- έχουν το ίδιο σταθερό *οριακό κόστος* $\overline{c}$ το οποίο μένει αμετάβλητο και μετά την συγχώνευση
- παράγουν ομοιογενές προϊόν και
- έχουν απεριόριστο παραγωγικό δυναμικό,

οι **Salant, Switzer** και **Reynolds** (1983) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η συγχώνευση μειώνει τα κοινά κέρδη των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε αυτήν.
Συμβολίζοντας με Π^{NC} το άθροισμα των κερδών των $m+1$ επιχειρήσεων πριν την συγχώνευση και με Π^{C} το κέρδος μετά την συγχώνευση, το όφελος που προκύπτει στις $m+1$ επιχειρήσεις από την συγχώνευση είναι:

$$g(n,m) = \Pi^{C}[n,m] - \Pi^{NC}[n,m] \qquad (3)$$

Γνωρίζοντας ότι το άθροισμα των κερδών που έχουν οι επιχειρήσεις πριν την συγχώνευση είναι:

$$\Pi^{NC}[\mathrm{n},\mathrm{m}] = (\mathrm{m}+1)\Pi[\mathrm{n}] \qquad (4)$$

ενώ μετά την συγχώνευση γίνεται:

$$\Pi^{C}[\mathrm{n},\mathrm{m}] = \Pi[\mathrm{n}-\mathrm{m}] \qquad (5)$$

και αντικαθιστώντας στην (3) την (4) και την (5) η συνάρτηση του οφέλους γίνεται:

$$g(n,m) = \Pi[n,m] - (m+1)\Pi[n] \qquad (6)$$

Η συνολική συνάρτηση ζήτησης είναι γραμμική και έχει την μορφή:

$$P = a - \sum_{i=0}^{n} Q_i \qquad (7)$$

Μεγιστοποιώντας την συνάρτηση των κερδών:

$$\max_{Q>0}(p-c)\,Q_i = \max_{Q\geq 0} Q_i\,[\,a - \sum_{i\neq j} Q_i - Q_j\,] \qquad (8)$$

Προκύπτει ότι η ποσότητα ισορροπίας είναι:

$$Q_i = Q_j = Q = \frac{a-c}{n+1} \qquad (9)$$

Και τα κέρδη είναι:

$$\Pi(n) = \left[\frac{a-c}{n+1}\right]^2 \qquad (10)$$

Στο σημείο αυτό, αντικαθιστώντας την (10) στην (6) η συνάρτηση του οφέλους παίρνει την μορφή:

$$g(n,m) = \left[\frac{a-c}{(n-m)+1}\right]^2 - (m+1)\left[\frac{a-c}{n+1}\right]^2 \qquad (11)$$

Από την (11) γίνεται αντιληπτό ότι το όφελος είναι μια συνάρτηση των επιχειρήσεων που συγχωνεύτηκαν και του συνολικού αριθμού των επιχειρήσεων. Η (11) μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κάθε καθορισμένο αριθμό n επιχειρήσεων ώστε να εξεταστεί αν η συγχώνευση των *m+1* επιχειρήσεων είναι επικερδής.

Με βάση τα παραπάνω οι Salant, Switzer και Reynolds κατέληξαν στα εξής συμπεράσματα:

1. Όταν *m=0* (δηλαδή δεν πραγματοποιείται συγχώνευση) τότε *g(n,0)=0* για *n=2,3,...* και τα κέρδη είναι ίσα με τα ολιγοπωλιακά κέρδη των *n* επιχειρήσεων.
2. Όταν m είναι μεγάλο ***μπορεί*** να προκληθούν ζημιές στις συγχωνευμένες επιχειρήσεις. Με άλλα λόγια υπάρχει ένα σημείο $m' > m$ μέχρι το οποίο όσο μεγαλύτερες είναι οι συγχωνεύσεις τόσο μεγαλύτερες είναι και οι ζημιές. Από το σημείο αυτό και έπειτα οι συγχωνεύσεις δεν είναι επικερδείς:

$$\left.\frac{\partial g(n,m)}{\partial m}\right|_{m=0} < 0 \qquad (12)$$

3. Όταν η συγχώνευση οδηγεί σε μονοπώλιο είναι πάντα επικερδής.
4. Αν πριν την συγχώνευση υπάρχει ένας δεδομένος αριθμός επιχειρήσεων και συγχωνευθεί ένα μέρος των επιχειρήσεων με αποτέλεσμα η συγχώνευση να είναι ζημιογόνα (ή κερδοφόρα), τότε οποιαδήποτε συγχώνευση με μικρότερο (ή μεγαλύτερο) αριθμό επιχειρήσεων θα είναι ζημιογόνα (ή κερδοφόρα).
5. Οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται πρέπει να ξεπερνούν το 80% του συνόλου των επιχειρήσεων του κλάδου. Αυτό σημαίνει ότι με $n= 3$ και $m= 1$ ή $n= 4$ και $m\leq 2$, η συγχώνευση δεν θα είναι κερδοφόρα.
6. Έστω $\alpha< 1$ μέρος των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται, τότε για κάθε α υπάρχει ένα αρκετά μεγάλο μέγεθος του κλάδου ώστε να προκαλεί μείωση της κερδοφορίας της συγχωνευμένης επιχείρησης. Αυτό μπορεί εύκολα να αποδειχθεί:
   Έστω α ο αριθμός των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται για τον οποίο ισχύει:

$$\alpha = \frac{m+1}{n} < 1 \tag{13}$$

   και R ο λόγος των κερδών της συγχωνευμένης επιχείρησης προς το άθροισμα των κερδών των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων πριν την συγχώνευση:

$$R = \frac{\Pi^C[n,m]}{\Pi^{NC}[n,m]} = \frac{\Pi^C[n,an-1]}{\Pi^{NC}[n,an-1]} = \\ = \frac{(n+1)^2}{an(n-an+2)^2} \tag{14}$$

   $\forall a = 1,\ lim_{n\to\infty} R = 0$. Άρα, $\forall a = 1$ υπάρχει n αρκετά μεγάλο για να κάνει $R< 1$ και την συγχώνευση μη κερδοφόρα.
7. Ακόμα και αν μέσα από μια συγχώνευση δημιουργούνται οικονομίες κλίμακας μπορεί να προκληθούν ζημιές. Οι επιχειρήσεις που ωφελούνται λόγω βελτίωσης της αποτελεσματικότητας από πλευράς κόστους στην πλειοψηφία τους είναι ζημιογόνες: Έστω ότι μια συγχώνευση προκαλεί ζημιά L, δεδομένου ότι κάθε επιχείρηση έχει $\overline{c}$ και κάποιο (σταθερό κόστος) FC, η ισορροπία μετά την συγχώνευση δεν αλλάζει. Η μόνη αλλαγή που θα υπάρξει είναι ότι την συνολική ποσότητα την παράγει η

μονάδα με το χαμηλότερο *FC*. Αλλά *αν FC < L*, τότε η ζημιά αφενός δεν καλύπτεται και αφετέρου η συγχώνευση δεν είναι επικερδής.

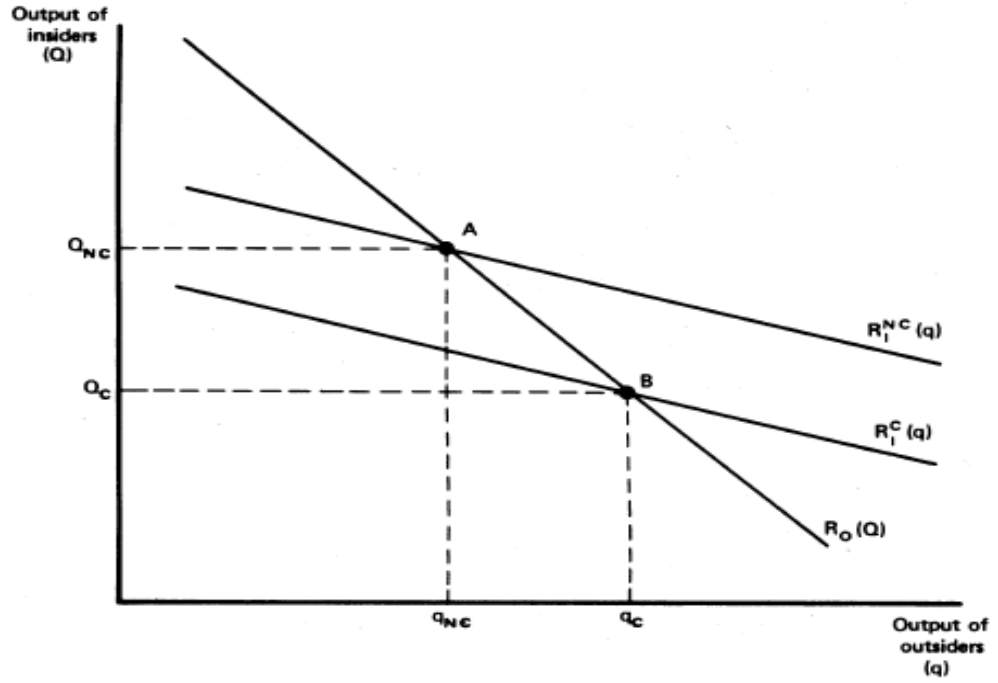
8. Μια συγχώνευση με αποδοτικά κέρδη *μπορεί* να είναι κοινωνικά επωφελής ακόμα και αν ζημιώνονται οι συμμετέχοντες στην συγχώνευση.

3.1.2 Λύση στο παράδοξο

Στην ενότητα που ακολουθεί θα παρουσιαστούν κάποια υποδείγματα που προσεγγίζουν τις Σ&Ε από μια οπτική γωνία διαφορετική από αυτή των **Salant, Switzer** και **Reynolds,** δείχνοντας μας πως η στρατηγική των Σ&Ε για τις επιχειρήσεις μπορεί να είναι και συμφέρουσα.

Συγχώνευση και Bertrand Ανταγωνισμός

Μια προσέγγιση της λύσης του παραδόξου είναι να στραφούμε όπως έκαναν οι **Raymond Deneckere** και **Carl Davidson** (1985) σε ανταγωνισμό ως προς τις τιμές με διαφοροποιημένα προϊόντα, δηλαδή σε ανταγωνισμό Bertrand. Σε αυτή την περίπτωση παρατηρούμε ότι οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται έχουν κίνητρο να αυξήσουν τις τιμές, ενώ παράλληλα κάνουν το ίδιο και οι μη-συμμετέχοντες επιχειρήσεις. Σύμφωνα με το υπόδειγμα Cournot, οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στην συγχώνευση μειώνουν την συνολική παραγόμενη ποσότητα, ενώ οι υπόλοιπες την διατηρούν σταθερή. Στην πραγματικότητα όμως αυτό δεν συμβαίνει γιατί οι συναρτήσεις αντίδρασης που προκύπτουν στην ισορροπία έχουν αρνητική κλίση (ποσότητες - στρατηγικά υποκατάστατα) και έτσι οι επιχειρήσεις που βρίσκονται εκτός συγχώνευσης θα αυξήσουν την ποσότητά τους (βλ. Διάγραμμα 2). Στη συνέχεια η νέα επιχείρηση που έχει προκύψει θα απαντήσει με περεταίρω αύξηση της ποσότητας και αυτό θα συνεχίζεται με αποτέλεσμα οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις να έχουν ζημιές καθώς έχει μειωθεί το μερίδιο τους. Εξετάζοντας όμως το ζήτημα έχοντας ως στρατηγική μεταβλητή την τιμή (τιμές- στρατηγικά συμπληρωματικά, ανερχόμενες συναρτήσεις αντίδρασης) τα αποτελέσματα είναι διαφορετικά.



Διάγραμμα 2: Συναρτήσεις αντίδρασης σε ανταγωνισμό Cournot.

Έστω κάθε επιχείρηση παράγει με σταθερό και ίδιο *οριακό* και *μέσο κόστος* $\overline{c}$, αντιμετωπίζει συμμετρική ζήτηση και όλες οι επιχειρήσεις έχουν μια συνάρτηση ζήτηση Shubic (1980):

$$q_i(p_{1\ldots\ldots}p_n) = V - p_i - \gamma\left(p_i - \frac{\sum_{j=1}^{n} p_j}{N}\right), \qquad \text{i} = 1, \ldots\ldots, \text{N} \tag{15}$$

όπου p_i και q_i είναι η τιμή που χρεώνει και η ποσότητα που παράγει η επιχείρηση i. Το N αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρήσεων και το $\gamma \geq 0$ είναι ο συντελεστή υποκατάστασης (όταν $\gamma \to 0$ τα προϊόντα είναι ανεξάρτητα μεταξύ τους, ενώ όταν $\gamma \to \infty$ τα προϊόντα είναι τέλεια υποκατάστατα).

Το κέρδος για την επιχείρηση i δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$\pi_i(p_1, \ldots, p_N) = (p_i - c)q_i(p_\iota, \ldots, p_N) \tag{16}$$

Αν συγχωνευθούν $M < N$ επιχειρήσεις, τότε η τιμή p^0 που χρέωνε η κάθε επιχειρήση πριν την συγχώνευση δεν μπορεί να συνεχίσει να ισχύει. Η τιμή p^0 είναι ίση με:

$$p^0 = \frac{V}{2 + \gamma \frac{N-1}{N}} \tag{17}$$

όπου:

V: σταθερά.

Αν η συγχωνευμένη επιχείρηση συνεχίσει να τιμολογεί με p^0 τότε θα έχει αρνητικά οριακά έσοδα. Επομένως, έχει κίνητρο να αυξήσει την τιμή σε p^1:

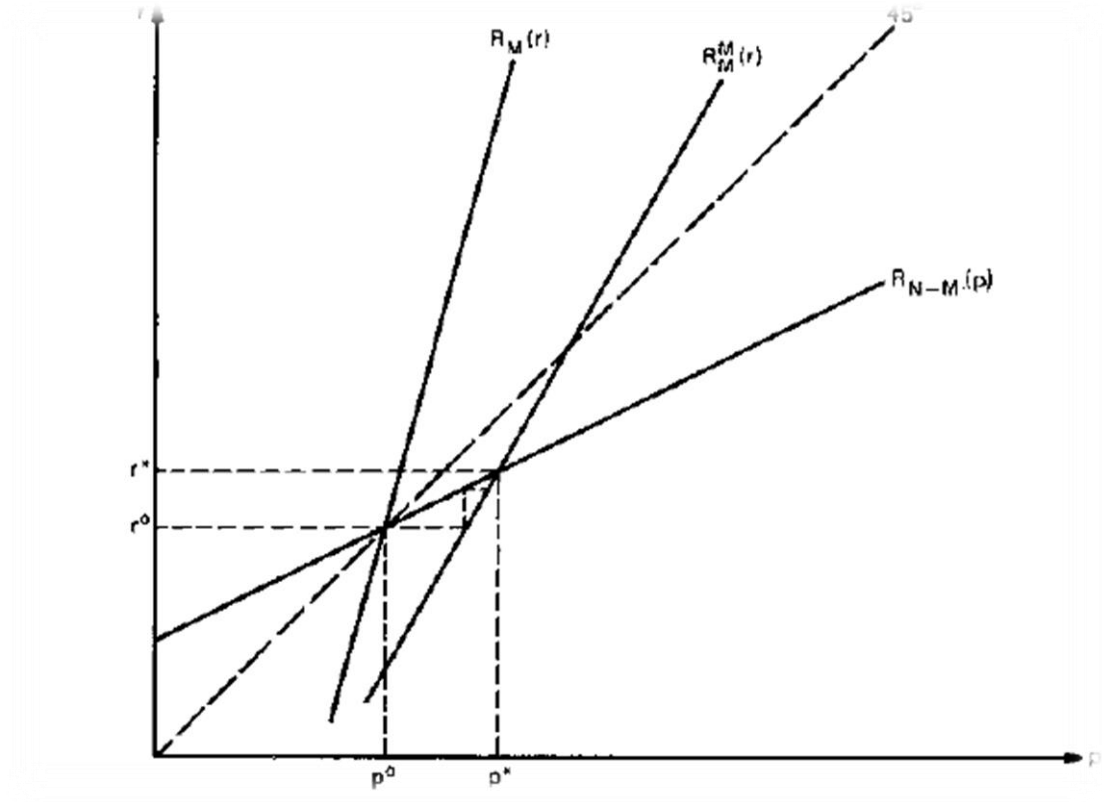
$$p^1 = \frac{V}{2} \frac{2 + \gamma \frac{2N - M - 1}{N}}{\left(2 + \gamma \frac{N-M}{N}\right)\left(1 + \gamma \frac{N-1}{N}\right)} \tag{18}$$

Αν υποθέσουμε ότι πριν την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, οι επιχειρήσεις που πρόκειται να συγχωνευτούν τιμολογούν p και αυτές που μένουν εκτός συγχώνευσης τιμολογούν με r, τότε οι συναρτήσεις αντίδρασης για κάθε μία από τις παραπάνω κατηγορίες είναι:

$$R_{N-M}(p) = \frac{V + \gamma \frac{Mp}{N}}{2 + \gamma \frac{N + M - 1}{N}}, \qquad \text{όπου } 0 \leq R_{N-M}(p) \leq 1 \tag{19}$$

$$R_M(r) = \frac{V + \gamma \frac{(N-M)r}{N}}{2 + \gamma \frac{2N - M + 1}{N}}, \qquad \text{όπου } 0 \leq R'_M(p) \tag{20}$$

Στη συνέχεια (διάγραμμα 3) γίνεται διαγραμματική παρουσίαση των παραπάνω εξισώσεων:



Διάγραμμα 3: Συναρτήσεις αντίδρασης σε ανταγωνισμό Bertrand.

Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα, η $R_{N-M}(p)$ και η $R_M(r)$ τέμνονται στην τιμή p^0. Όταν όμως πραγματοποιηθεί η συγχώνευση και η νέα επιχείρηση αυξήσει την τιμή, η καμπύλη $R_M(r)$ θα μετατοπιστεί προς τα δεξιά στην θέση της R_M^M.

Η συνάρτηση αντίδρασης της νέας επιχείρησης (μετά την συγχώνευση) είναι:

$$R_M^C(r) = \frac{V + \gamma \frac{(N-M)r}{N}}{2\left[1 + \gamma \frac{N-M}{N}\right]} \tag{21}$$

Η συγχωνευμένη επιχείρηση στην νέα ισορροπία θα τιμολογήσει με:

$$p^* = \left[\frac{2N + \gamma(2N-1)}{4N + 2\gamma(3N-M-1) + \gamma^2\left(\frac{N-M}{N}\right)(2N+M-2)}\right] \quad V \tag{22}$$

Ενώ οι επιχειρήσεις που μένουν εκτός έχουν ως τιμή ισορροπίας:

$$r^* = \left[\frac{2N + \gamma(2N-M)}{4N + 2\gamma(3N-M-1) + \gamma^2\left(\frac{N-M}{N}\right)(2N+M-2)}\right] V \tag{23}$$

Για τις οποίες ισχύει ότι $r^*, p^* > p^0$

Σύμφωνα με τα παραπάνω βγαίνουν τα εξής συμπεράσματα:

1. η συγχώνευση είναι επικερδής και για αυτές που συμμετέχουν αλλά πολύ περισσότερο για τις μη συμμετέχουσες επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, οι εξωτερικές επιχειρήσεις βάζουν τιμή r* με αποτέλεσμα οι εσωτερικές να έχουν αυξημένη ζήτηση. Έχοντας όμως δεδομένο ότι οι επιχειρήσεις που δε συμμετέχουν στην συγχώνευση τιμολογούν με r*, αυξάνουν και αυτές την τιμή τους σε p*. Αυτό τις οδηγεί σε αύξοντα κέρδη. Παράλληλα όμως, οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις μεγιστοποιούν την «από κοινού» συνάρτηση κέρδους με τιμή p*, ενώ οι υπόλοιπες τις ατομικές με τιμή r*.
2. τα κέρδη είναι μια αύξουσα συνάρτηση του αριθμού των συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός πως αν μια επιχείρηση αποχωρήσει, οι υπόλοιπες θα μειώσουν την τιμή τους για να ανταγωνιστούν την νέα εξωτερική επιχείρηση αλλά και γιατί δεν υπάρχει η αρνητική εξωτερικότητα που προκαλούσε η συγχώνευση στην *m+1* επιχείρηση.

Υπόδειγμα με συνεργείες κόστους

Την ίδια χρονιά οι **Perry** και **Porter** (1985) στη δημοσίευση του άρθρου τους, επίσης διαφοροποιούνται από τους Salant, Switzer και Reynolds, οι οποίοι υποστήριζαν ότι η νέα επιχείρηση που θα προκύψει δε διαφέρει από τις υπόλοιπες, αγνοώντας συνεργείες κόστους. Αντίθετα, οι Perry και Porter θεωρούν πως η συγχωνευμένη επιχείρηση θα έχει πρόσβαση στην τεχνολογία των επιμέρους συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Έτσι, βρίσκουν ότι σε ορισμένες περιπτώσεις υπάρχει κίνητρο για συγχώνευση ακόμα και αν τα αγαθά είναι ομοιογενή.

Οι υποθέσεις του υποδείγματος που εισήγαγαν είναι:

1. σταθερό οριακό κόστος πριν και μετά την συγχώνευση,
2. η παραγωγική διαδικασία του κλάδου πραγματοποιείται με έναν βασικό συντελεστή, *το Κεφάλαιο (Capital)* με δεδομένη και σταθερή την συνολική προσφορά,
3. ο κλάδος έχει δύο ειδών επιχειρήσεις: αυτές που συμπεριφέρονται ολιγοπωλιακά και κάθε μία κατέχει ένα ποσοστό *s* του σταθερού κεφαλαίου και αυτές που δραστηριοποιούνται ανταγωνιστικά *(ανταγωνιστικό περιθώριο- "fringe"),* με την

κάθε επιχείρηση να κατέχει *(1 – ns)* του συνολικού κεφαλαίου του κλάδου. *[n= το σύνολο των ολιγοπωλιακών επιχειρήσεων του κλάδου.]*.

Ορίζοντας ως x την ποσότητα που παράγει μια επιχείρηση, η συνάρτηση κόστους έχει την μορφή:

$$C(x,s) = (sg) + (dx) + \left(\frac{e}{(2s)}\right)x^2 \qquad (24)$$

η οποία είναι γραμμικώς ομογενής. Επομένως, η συνάρτηση οριακού κόστους προκύπτει:

$$c_1(x,s) = d + \left(\frac{e}{s}\right)x \qquad (25)$$

και η αντίστροφη συνάρτηση ζήτησης είναι

$$P(z) = a - b\mathrm{Z} \qquad (26)$$

Όπου Z*:* η παραγωγή του κλάδου.

Αν *X* η συνολική ποσότητα που προσφέρουν οι ολιγοπωλητές και *V* η ποσότητα «του περιθωρίου», τότε το «περιθώριο» προσφέρει στο σημείο που η τιμή είναι ίση με το οριακό κόστος:

$$P(X+V) = C_1(V, 1-sn) \qquad (27)$$

Και έτσι προκύπτει η άριστη ποσότητα *V* ως συνάρτηση της *X*, $V(X)$. Εδώ έχουμε ένα δυναμικό παίγνιο δύο σταδίων (ανταγωνισμός Stackelberg) και η αντίστροφη υπολειπόμενη συνάρτηση ζήτησης για τους ολιγοπωλητές έχει την μορφή $P\big(X + V(X)\big)$. Επίσης, για τους ολιγοπωλητές η ισορροπία είναι στο σημείο που ισούται το οριακό κόστος με το οριακό έσοδο. Αν δ είναι η παράμετρος που μετρά την αντίδραση της παραγόμενης ποσότητας (Conjectural Variation) των ολιγοπωλητών, όταν αυξηθεί η ποσότητα κατά μία μονάδα, τότε η ποσότητα του «περιθωρίου» και των ολιγοπωλητών αντίστοιχα είναι:

$$X(n) = \frac{(a-d)sn}{e + b[1 + s(1+d)]} \qquad (28)$$

και

$$V(n) = \frac{(a-d)sn\{e + b[1 - sn + s(1+\delta)]\}}{\{e + b[1 + s(1+d)]\}[e + b(1 - sn)]} \quad (29)$$

με $\delta > -1$

Επίσης, η ποσότητα που παράγεται από όλες τις επιχειρήσεις του κλάδου είναι:

$$Z(n) = \frac{(a-d)K(n)}{[e + bK(n)]} \quad (30)$$

όπου K(n) μια φθίνουσα συνάρτηση του n.[8]

Με βάση τα παραπάνω είναι φανερό ότι αν αυξηθούν οι ολιγοπωλητές, αυξάνεται και η τιμή καθώς ο κλάδος γίνεται λιγότερο ανταγωνιστικός. Παράλληλα όμως, μειώνεται και η παραγόμενη ποσότητα. Η τελική επίδραση εξαρτάται από ποια από τις δύο αυξήσεις θα επικρατήσει.

Η συγχώνευση μεταξύ ανταγωνιστικών επιχειρήσεων θα είναι κερδοφόρα αν:

$$\Pi_f\ (n) > \Pi_o\ (n+1) \quad (31)$$

με $n = 0$ και $\delta = 0$

Όπου:

$$\Pi_f\ (n) = \frac{s}{(1 - sn)}\left[P\big(Z(n)\big)V(n) - C(V(n), 1 - sn)\right] \quad (32)$$

το κέρδος της ανταγωνιστικής επιχείρησης πριν την συγχώνευση όταν υπάρχουν n ολιγοπωλιακές επιχειρήσεις και

$$\Pi_o\ (n+1) = \left[P\big(Z(n+1)\big)\frac{X(n+1)}{n+1} - C\left[\frac{X(n+1)}{n+1}s\right]\right] \quad (33)$$

τα κέρδη ενός ολιγοπωλητή $\Pi_o(n+1)$ όταν υπάρχουν *n+1* ολιγοπωλητές μετα την συγχώνευση.

Συνοψίζοντας, μπορούμε να πούμε ότι η συγχώνευση θα είναι κερδοφόρα αν από την συγχώνευση ανταγωνιστικών επιχειρήσεων προέλθει μια ολιγοπωλιακή, η οποία συμπεριφέρεται ως Cournot ανταγωνιστής ($\delta = 0$).

Αν υποθέσουμε ότι ήδη υπάρχει μια ολιγοπωλιακή επιχείρηση μεταξύ των ανταγωνιστών τότε η συγχώνευση θα είναι κερδοφόρα αν ισχύει ότι:

[8] $K(n) = \left(\frac{e+b(1-sn[1+s(1+\delta)])}{e+b[1-sn+s(1+\delta)]}\right)$

$$\Pi_f\ (1) > \Pi_o\ (2) \qquad (34)$$

για $-1 < \delta < 1$.

Επομένως, όσο πιο ανταγωνιστική συμπεριφορά έχουν οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις, τόσο λιγότερο κερδοφόρα θα είναι η συγχώνευση.

Στην περίπτωση που υπάρχουν στον κλάδο δύο συγχωνευμένες επιχειρήσεις μεταξύ του «περιθωρίου» και δημιουργηθεί μια τρίτη συγχωνευμένη επιχείρηση τότε η συγχώνευση θα είναι κερδοφόρα αν και μόνο αν:

$$\Pi_f\ (2) > \Pi_o\ (3) \qquad (35)$$

για $\delta \leq 1$.

Μια γενική διαπίστωση από τις παραπάνω περιπτώσεις είναι ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των ανταγωνιστών που συγχωνεύονται και δημιουργούν ολιγοπωλιακές επιχειρήσεις, τόσο πιο κερδοφόρα είναι και η συγχώνευση.

Τα συμπεράσματα είναι παρόμοια με το προηγούμενο παράδειγμα αν αντί για ολιγοπωλιακές και ανταγωνιστικές επιχειρήσεις υποθέσουμε n μεγάλες, οι οποίες κατέχουν s από τον σταθερό συντελεστή παραγωγής και m μικρές επιχειρήσεις με $\frac{s}{2}$ του σταθερού συντελεστή. Διαφέρει μόνο στο ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις θα αντιδράσουν στην εμφάνιση της συγχωνευμένης επιχείρησης καθώς θα αυξήσουν την παραγωγή τους ως αντίδραση της μείωσης της παραγωγής της συγχωνευμένης επιχείρησης.[9]

Υπόδειγμα με μη σταθερό οριακό κόστος με πλήρη πληροφόρηση

Τα παραπάνω υποδείγματα υστερούν στο γεγονός ότι δεν λαμβάνουν υπόψη τους την επίδραση που θα έχουν οι Σ&Ε στην κοινωνική ευημερία. Οι **Farrell** και **Shapiro** (1990) σε μια δημοσίευσή τους αναπτύσσουν ένα υπόδειγμα που όχι μόνο εξηγεί πόσο κερδοφόρες είναι οι Σ&Ε για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις αλλά και ποιες επιπτώσεις έχουν στην κοινωνική ευημερία.

Οι επιχειρήσεις που λειτουργούν στην ίδια αγορά δεν είναι συμμετρικές αλλά διαφέρουν ως προς τα μερίδια αγοράς. Επίσης, μετά την συγχώνευση το οριακό κόστος δεν παραμένει σταθερό. Αυτά αποτελούν την βασική διαφοροποίηση ως προς το υπόδειγμα των Salant, Switzer και Reynolds.

[9] Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Perry M., Porter R., (1985), "Oligopoly and the incentive for Horizontal merger", American Economic Review, Vol. 75, No. 1, pp 219-227.

Πρώτα απ' όλα θεωρούν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις του κλάδου (με την έννοια ότι κατέχουν μεγάλο μερίδιο αγοράς) είναι πιο αποτελεσματικές από τις μικρότερες επιχειρήσεις του κλάδου. Υποθέτουν πως οι επιχειρήσεις ανταγωνίζονται ως προς τις ποσότητες (Cournot) και παράγουν ομοιογενές προϊόν.

Αν συμβολίσουμε με X την συνολική ποσότητα του κλάδου και με x_i την παραγόμενη ποσότητα της i επιχείρησης, τότε μπορούμε να γράψουμε σχετικά με την παραγόμενη ποσότητα όλων των επιχειρήσεων εκτός της i:

$$y_i = \sum_{i \neq j} X - x_i \tag{36}$$

Η αντίστροφη συνάρτησης ζήτησης θα είναι $\mathrm{p}(X)$, με $p'(X) < 0$

Τα κέρδη της επιχείρησης i μπορούν να εκφραστούν: $\pi_i(x_i y_i)$. Επομένως, η συνθήκη πρώτης τάξης μεγιστοποίησης των κερδών της i είναι:

$$\frac{\partial(x_i, y_i)}{\partial x_i} = p(X) + x_i p'(X) - c_x(x_i) = 0 \tag{37}$$

Όπου $c_x(x_i)$ το οριακό κόστος της i επιχείρησης, το οποίο είναι μία φθίνουσα συνάρτηση με:

$$\frac{\partial x_i(x_i)}{\partial(x_i)} > p'(X) \tag{38}$$

Έστω ότι συγχωνεύονται 2 επιχειρήσει (η 1 και η 2), θα ρίξουν την τιμή αν και μόνο αν ισχύει:

$$c_x^2 - c_x^M > p - c_x^1 \tag{39}$$

Όπου: c_x^1, c_x^2 τα οριακά κόστη των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται και c_x^M το οριακό κόστος της επιχείρησης που προήλθε από την συγχώνευση.

Η (39) δείχνει ότι η επιχείρηση που προκύπτει θα πρέπει να μειώσει αρκετά το οριακό κόστος ώστε να θέσει χαμηλότερη τιμή.

Υποθέτουμε τώρα πως μια συγχώνευση είναι κερδοφόρα για τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε αυτήν και εξετάζουμε την επίδραση της στην κοινωνική ευημερία.

Η μεταβολή της κοινωνικής ευημερίας μετά την συγχώνευση δίνεται από την σχέση:

$$dW = (pdX_i + X_I dp - dc^I) - X_I p'(X) dX + \sum_{i \in O} p'(X) \lambda_\iota x_i \, dX \tag{40}$$

Όπου: $-\lambda_i = \frac{dx_i}{dX}$ και τα Ο και Ι δηλώνουν αντίστοιχα τις μη εμπλεκόμενες επιχειρήσεις στην συγχώνευση και το σύνολο τω επιχειρήσεων που συμμετέχουν στην συγχώνευση.
Η μεταβολή των κερδών για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις είναι:

$$d\pi_I = p(X)dX_I + p'(X)X_I_dC_I \quad (41)$$

C: το συνολικό κόστος παραγωγής.
Αφαιρώντας την (41) από την (40) προκύπτει:

$$dW - d\pi_I = -X_I p'(X)dX + \sum_{i\in O} p'(X)\lambda_\iota x_i\, dX \quad (42)$$

Εφόσον μετά την συγχώνευση ισχύει ότι $dX < 0$ η (42) θα είναι θετική αν και μόνο αν:

$$X_I - \sum_{i\in O} \lambda_\iota x_i < 0 \quad (43)$$

Διαιρώντας και τα δύο μέλη της (43) με την συνολική ποσότητα Χ του κλάδου τότε:

$$S_I < \sum_{i\in O} \lambda_\iota s_i \quad (44)$$

Επομένως, το βασικό συμπέρασμα που κατέληξαν οι Shapiro και Farrell είναι ότι μια συγχώνευση είναι κερδοφόρα για τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις και ταυτόχρονα έχει θετική επίδραση στην κοινωνική ευημερία αν και μόνο αν τα μερίδια αγοράς των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων είναι μικρότερα από αυτά των επιχειρήσεων που είναι εκτός της συγχώνευσης. Παράλληλα, η επιχείρηση που προκύπτει θα πρέπει να μειώνει το κόστος παραγωγής σε πιο χαμηλά επίπεδα από το κόστος παραγωγής των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων πριν την συγχώνευση.

Υπόδειγμα Αρχηγού- Ακολούθου

Σε μια σχετικά πρόσφατη δημοσίευσή τους οι **Huck, Konrad** και **Muller** (2001) παρουσίασαν ένα υπόδειγμα στο οποίο υπάρχει μια επιχείρηση που έχει τον ρόλο του αρχηγού («leader») και μια άλλη το ρόλο του ακολούθου («follower»). Ο διαχωρισμός των ρόλων της καθεμιάς εξαρτάται από τη δύναμη των επιχειρήσεων στην αγορά προϊόντος. Συγκεκριμένα, στο ρόλο του ηγέτη βρίσκεται η επιχείρηση που κατέχει υψηλότερο μερίδιο σε σχέση με τις άλλες επιχειρήσεις του κλάδου.

Στο εν λόγω υπόδειγμα, δεν έχουμε ταυτόχρονη επιλογή των στρατηγικών που ακολουθεί η κάθε επιχείρηση. Με άλλα λόγια αναπτύσσεται ένα παίγνιο διαδοχικών κινήσεων (Stackelberg model). Για παράδειγμα, σε μια αγορά με *n=2* επιχειρήσεις, η πρώτη επιχείρηση επιλέγει την ποσότητα παραγωγής που μεγιστοποιεί τα κέρδη της, ενώ η δεύτερη επιλέγει την ποσότητά της ύστερα από παρατήρηση των κινήσεων της πρώτης.[10]

Έστω ότι το προϊόν που παράγεται είναι ομοιογενές με οριακό κόστος $c = 0$ και στην αγορά υπάρχουν n επιχειρήσεις. Αν $m < n$ οι «leaders» τότε $m - n$ οι «followers». Η αντίστροφη συνάρτηση ζήτησης είναι:

$$p(X) = max\{1 - X, 0\} \tag{45}$$

Όπου $X = \sum_{i=1}^{n} x_i$ συνολική ζήτηση του κλάδου και x_i η ποσότητα παραγωγή της i επιχείρησης. Αν συμβολίσουμε με x_l και x_f την πόσοτητα παραγωγής της ηγέτιδας επιχείρησης και της ακολούθου αντίστοιχα, τότε στην τέλεια καθ' υποπαίγνιο ισορροπία θα είναι ίσες με:

$$x_l = \frac{1}{m+1} \tag{46}$$

και

$$x_f = \frac{1}{(n-m)(n-m+1)} \tag{47}$$

Επομένως, η συνολική ποσότητα ισορροπίας θα ισούται με:

$$X = \frac{mn - m^2 + n}{(m+1)(n-m+1)} \tag{48}$$

Η τιμή του προϊόντος διαμορφώνεται ως εξής:

$$p = \frac{1}{(m+1)(n-m+1)} \tag{49}$$

Τέλος τα κέρδη για την «leader» επιχείρηση είναι:

$$\Pi_l(n,m) = \frac{1}{(m+1)^2(n-m+1)} \tag{50}$$

ενώ για την «follower»:

$$\Pi_f(n,m) = \frac{1}{(m+1)^2(n-m+1)^2} \tag{51}$$

[10] Η επιλογή των στρατηγικών είναι δεδομένη.

Έστω ότι δύο ηγέτιδες επιχειρήσεις συγχωνεύονται και στον κλάδο παραμένουν $m-1$ ηγέτιδες και συνολικά $n-1$ επιχειρήσεις, τότε τα κέρδη της νέας ηγέτιδας συγχωνευμένης επιχείρησης θα είναι:

$$\Pi_l(n-1,m-1)=\frac{-(m^2-2m-1)}{m^2(m+1)^2(n-m+1)} \quad (52)$$

Παρατηρούμε λοιπόν, ότι αν και μόνο αν $m=2$ η συγχώνευση είναι κερδοφόρα, δηλαδή $\Pi_l(n-1,m-1)-2\Pi_l>0$.

Αν εξετάσουμε την περίπτωση συγχώνευσης δύο επιχειρήσεων που είναι ακόλουθες τότε παραμένουν στον κλάδο m επιχειρήσεις ηγέτιδες και $n-1$ στο σύνολο. Τα κέρδη γίνονται:

$$\Pi_f(n-1,m)=\frac{2n-n^2+2nm-m^2-2m+1}{(m+1)^2(n-m)^2(n-m+1)^2} \quad (53)$$

Για να ισχύει $\Pi_f(n-1,m)-2\Pi_f>0$ θα πρέπει να ικανοποιείται η διπλή ανισότητα $1-\sqrt{2}<n-m<1+2$.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω, παρατηρούμε ότι επιχειρήσεις με ίδιο μέγεθος στην αγορά, δεν έχουν κίνητρο συγχώνευσης όταν το κόστος παραγωγής είναι το ίδιο πριν και μετά την συγχώνευση.

Η περίπτωση συγχώνευσης μιας ηγέτιδας και μιας ακόλουθης επιχείρησης είναι πάντα κερδοφόρα. Αυτό αποδεικνύεται εύκολά καθώς θα πρέπει να ισχύει:

$$\Pi_f(n-1,m)-\Pi_l-\Pi_f>0 \quad (54)$$

Η σχέση (54) επαληθεύεται για κάθε *m* και *n*. Η αύξηση της τιμής μετά την συγχώνευση αντισταθμίζει την μείωση της παραγωγής που έχει η συγχωνευμένη επιχείρηση και την αύξηση της παραγωγής των άλλων εκτός συγχώνευσης επιχειρήσεων. Αυτό συμβαίνει γιατί η ηγέτιδα επιχείρηση συνεχίζει να βρίσκεται στο ίδιο επίπεδο παραγωγής όπως και πριν την συγχώνευση, ενώ η μείωση της παραγωγής ισούται με το επίπεδο που παρήγαγε η ακόλουθη επιχείρηση.

3.2 Κάθετες Συγχωνεύσεις

Οι κάθετες συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται ανάμεσα σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο τελικό στάδιο παραγωγής (Downstream firms) και σε επιχειρήσεις που λειτουργούν στο στάδιο παραγωγής του ενδιάμεσου αγαθού (Upstream firms). Οι συγχωνεύσεις αυτές σκοπό έχουν να εξουδετερώσουν

μειονεκτήματα που απορρέουν από τον καταμερισμό των εργασιών ή να δημιουργήσουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα μέσω μείωσης του κόστους παραγωγής, ανταλλαγής γνώσης στην αγορά του προϊόντος κ.ά.

Έστω ότι στην αγορά προϊόντος υπάρχουν $1 \dots n$ κάθετα ολοκληρωμένες επιχειρήσεις και $n+1 \dots N_F$[11] μη κάθετες ολοκληρωμένες επιχειρήσεις (Salinger (1988)). Υποθέτουμε ακόμα, ότι οι μη κάθετες ολοκληρωμένες επιχειρήσεις στο στάδιο του τελικού προϊόντος δέχονται ως δεδομένη την τιμή του ενδιάμεσου αγαθού (P_I) όπως αυτή προσδιορίζεται από τις μη κάθετες ολοκληρωμένες επιχειρήσεις του ενδιάμεσου αγαθού (- Stackelberg model). Η τιμή του τελικού προϊόντος είναι P_F[12]. Όλες οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν σταθερές αποδόσεις κλίμακας στην παραγωγική διαδικασία. Αν MC_F και MC_I το οριακό (και το ανά μονάδα κόστος παραγωγής) του τελικού προϊόντος και του ενδιάμεσου αγαθού αντίστοιχα, τότε το συνολικό κόστος παραγωγής μιας μονάδας τελικού προϊόντος για μια κάθετα ολοκληρωμένη επιχείρηση είναι:

$$MC_I + MC_F \tag{55}$$

ενώ για μια κάθετα μη ολοκληρωμένη επιχείρηση το αντίστοιχο συνολικό κόστος παραγωγής είναι:

$$P_I + MC_F \tag{56}$$

Κάτω από την υπόθεση ότι:

$$MC_I < P_I < P_F - MC_F \tag{57}$$

Η κάθετη μη ολοκληρωμένη επιχείρηση έχει πάντα κέρδη καθώς ισχύει ότι
$P_I + MC_F < P_F$.

Αν Q_F η συνολική ποσότητα του παραγόμενου προϊόντος τότε η αντίστροφη συνάρτηση του τελικού προϊόντος διαμορφώνεται ως εξής:

$$P_F = a - bQ_F \tag{58}$$

Οι δυο τύποι των επιχειρήσεων (ολοκληρωμένες και μη ολοκληρωμένες επιχειρήσεις που λειτουργούν στην αγορά του τελικού προϊόντος) επιλέγουν ταυτόχρονα την ποσότητα παραγωγής τους. Επομένως, η τελική ποσότητα παραγωγής με δεδομένη πάντα την P_I για καθένα από τους παραπάνω τύπους επιχειρήσεων δίνεται:

[11] N_F: οι συνολικές επιχειρήσεις τελικού προϊόντος.

[12] Οι κάθετα ολοκληρωμένες επιχειρήσεις δεν συμμετέχουν στο στάδιο του ενδιάμεσου αγαθού.

$$q_i = \frac{a - MC_I - MC_F - bR_i}{2b} \text{ , } i \in 1, \dots, n \tag{59}$$

Και

$$q_i = \frac{a - P_I - MC_F - bR_F}{2b} \text{ , } j \in n+1, \dots, N_F \tag{60}$$

Όπου:

$R_i = nq_i$: η συνολική ποσότητα των κάθετα ολοκληρωμένων επιχειρήσεων *και*

$R_j = \left[(N_F - n)q_j\right]$: η συνολική ποσότητα των μη κάθετα ολοκληρωμένων επιχειρήσεων.

Από τις σχέσεις (59) και (60) οι ποσότητες στην Cournot- Nash ισορροπία για τις κάθετα και μη κάθετα ολοκληρωμένες επιχειρήσεις είναι:

$$q_i = \frac{1}{b}\left[\frac{1}{N_F + 1}(a - MC_I - MC_F) + \frac{N_F - n}{N_F + 1}(P_{I-}MC_I)\right], \quad i \in 1 \dots n \tag{61}$$

$$q_j = \frac{1}{b}\left[\frac{1}{N_F + 1}(a - P_I - MC_F) + \frac{n}{N_F + 1}(MC_{I-}P_I)\right], \quad j \in n+1 \dots N_F \tag{62}$$

Έτσι, η αντίστροφη συνάρτηση ζήτησης των μη κάθετα ολοκληρωμένων επιχειρήσεων στην αγορά του ενδιάμεσου αγαθού είναι:

$$P_I = \frac{(a - MC_F - nMC_I)}{n+1} - \frac{N_F + 1}{(N_F - 1)(n+1)}bQ \tag{63}$$

Η τιμή λοιπόν του ενδιάμεσου αγαθού στην ισορροπία είναι:

$$P_I = MC_I + \frac{a - MC_F - MC_I}{(N_F - n + 1)(n+1)} \tag{64}$$

Αντικαθιστώντας την (64) στην (61) και (62) προσδιορίζεται η ποσότητα παραγωγής για κάθε τύπο επιχείρησης στην αγορά τελικού προϊόντος. Συγκεκριμένα, έχουμε:

$$q_i = \left[\frac{1}{b(N_F + 1)}(a - MC_F - MC_I)\left\{1 + \frac{N_F - n}{(N_I - n + 1)(n+1)}\right\}\right] \tag{65}$$

$$q_j = \left[\frac{1}{b(N_F + 1)}(a - MC_F - MC_I)\left\{1 - \frac{1}{(N_I - n + 1)}\right\}\right] \tag{66}$$

Άρα, η τιμή και η ποσότητα στην αγορά του τελικού προϊόντος διαμορφώνεται ως εξής:

$$Q_F = \left[\frac{N_F}{b(N_F+1)}(a - MC_F - MC_I)\left(1 - \frac{N_F - n}{N_F(N_I - n + 1)(n+1)}\right)\right] \quad (67)$$

$$P_F = \left[MC_I + MC_F + \frac{a - MC_I - MC_F}{N_F + 1}\left\{1 + \frac{N_F - n}{(N_I - n + 1)(n+1)}\right\}\right] \quad (68)$$

Η επίδραση της συγχώνευσης του τελικού προϊόντος φαίνεται από την σχέση που ακολουθεί:

$$\frac{dP_F}{dn} = \left(\frac{a - MC_I - MC_F}{N_F + 1}\right)\left(\frac{2nN_F - n^2 - N_I - N_I N_F - 1}{[(N_I - n + 1)(n+1)]^2}\right) \quad (69)$$

Σύμφωνα με την παραπάνω σχέση:

- αν $n < N_I/2$, τότε η επίδραση της συγχώνευσης στην τιμή του τελικού προϊόντος είναι αρνητική.
- Αν $n > N_I/2$, με N_F αρκετά μεγαλύτερο του N_I, τότε η επίδραση τηε συγχώνευσης στην τιμή του τελικού προϊόντος είναι θετική.

Η επίδραση της συγχώνευσης στην τιμή του ενδιάμεσου αγαθού είναι:

$$\frac{dP_I}{dn} = -\left(\frac{a - MC_I - MC_F}{N_F - n + 1}\right)\left(\frac{N_I - 2n}{(n+1)^2}\right) \quad (70)$$

Η σχέση (70) είναι αρνητική αν και μόνο αν $n < N_I/2$, δηλαδή για να μειωθεί η τιμή του ενδιάμεσου αγαθού μετά την συγχώνευση στην αγορά του τελικού προϊόντος , θα πρέπει λιγότερες από τις μισές επιχειρήσεις στην αγορά ενδιάμεσου αγαθού να είναι κάθετα ολοκληρωμένες.

Οι βασικές επιδράσεις μια κάθετης συγχώνευσης στην αγορά ενδιάμεσου αγαθού είναι:

- Μείωση του αριθμού των επιχειρήσεων στο στάδιο του ενδιάμεσου αγαθού, οδηγώντας σε αύξηση της τιμής του ενδιάμεσου αγαθού P_I.
- Η συγχωνευμένη επιχείρηση αυξάνει την παραγωγή του τελικού προϊόντος σε σχέση με την παραγωγή που είχε η επιχείρηση τελικού προϊόντος πριν την συγχώνευση. Έτσι, μειώνεται η υπολειπόμενη ζήτηση για τις υπόλοιπες μη κάθετες επιχειρήσεις του τελικού προϊόντος και κατ' επέκταση να μειώνεται η ζήτηση αυτών των επιχειρήσεων για ενδιάμεσα αγαθά, προκαλώντας με αυτόν τον τρόπο μείωση της τιμής τους.

Η κερδοφορία της συγχωνευμένης επιχείρησης όπως και η επίδραση της συγχώνευσης στην κοινωνική ευημερία εξαρτάται από τον αριθμό των κάθετα ολοκληρωμένων επιχειρήσεων στην αγορά.

3.3 Κάθετες Vs Οριζόντιες Συγχωνεύσεις

Υπάρχει όμως περίπτωση συνύπαρξης τόσο κάθετων όσο και οριζόντιων συγχωνεύσεων ανάμεσα σε προμηθευτές και λιανοπωλητές. Ο Colangelo (1995) εξετάζει μία τέτοια περίπτωση και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι μια κάθετη συγχώνευση μπορεί να αποτελεί στρατηγική αποτροπής μιας οριζόντιας συγχώνευσης (pre- emptive merger).

Έστω ότι υπάρχουν τρεις επιχειρήσεις. Μια μονοπωλιακή upstream (U1) που προμηθεύει με ενδιάμεσα αγαθά δύο downstream (D1 και D2) επιχειρήσεις, οι οποίες παράγουν διαφοροποιημένα προϊόντα. Εξετάζουμε ένα παίγνιο τριών σταδίων:

1ο στάδιο: Η U1 και D2 (D1) κάνουν ταυτόχρονα πρόταση εξαγοράς στην D1 (D2).

2ο στάδιο: Δοθέντος της σύνθεσης της συγχώνευσης, η U1 τιμολογεί τα ενδιάμεσα αγαθά με u_i.

3ο στάδιο: Δοθέντος της σύνθεσης της συγχώνευσης και των τιμών των ενδιάμεσων αγαθών, οι downstream επιχειρήσεις ανταγωνίζονται ως προς τις τιμές του προϊόντος, p_i.

Για να επιτύχουμε μια σταθερή και μοναδική ισορροπία, ορίζουμε ως συνάρτηση ζήτησης:

$$q_i = a - p_i + \gamma p_j \qquad (71)$$

με $i = 1,2; i \neq j$ και $a > 0; -1 < \gamma < 1$

Το γ είναι παράμετρος που δείχνει τον βαθμό διαφοροποίησης των προϊόντων:

- Αν $\gamma \to 1$ τα προϊόντα είναι ομοιγενή.
- Αν $\gamma \to -1$ τα προϊόντα είναι τέλεια συμπληρωματικά.
- Αν $\gamma = 0$ τα προϊόντα είναι ανεξάρτητα.

Ας υποθέσουμε ακόμα ότι η upstream επιχείρηση παράγει τα ενδιάμεσα αγαθά με μηδενικό κόστος, δεν υπάρχουν κάθετοι περιορισμοί, το μόνο κόστος που αντιμετωπίζουν οι downstream επιχειρήσεις είναι η τιμή των ενδιάμεσων αγαθών.

Αν λύσουμε το παίγνιο με την μέθοδο backward induction (προς τα πίσω επαγωγή) έχουμε 3 πιθανές εκβάσεις: να μην πραγματοποιηθεί η συγχώνευση και η αγορά θα αποτελείται από τρεις επιχειρήσεις (no integration) ή να πραγματοποιηθεί η συγχώνευση και η αγορά θα αποτελείται από 2 επιχειρήσεις (vertical or horizontal integration).

I. No integration

Χωρίς ολοκλήρωση, στο τρίτο στάδιο η downstream επιχείρηση μεγιστοποιεί τα κέρδη της και προκύπτουν οι τιμές σε συνάρτηση των u_iκαι u_j:

$$p_i = \frac{(2+\gamma)\alpha + 2u_i + \gamma u_j}{4-\gamma^2} \tag{72}$$

Ενώ στο δεύτερο στάδιο η upstream μεγιστοποιεί τα κέρδη της, επιλέγοντας τις τιμές των ενδιάμεσων αγαθών. Οι άριστες τιμές των ενδιάμεσων αγαθών είναι:

$$u_i = u_j = \frac{a}{2(1-\gamma)} \tag{73}$$

Από την (72) και την (73) προκύπτει η συνάρτηση των κερδών της μονοπωλιακής upstream επιχείρησης και των downstream αντίστοιχα:

$$\pi_U = \frac{\alpha^2}{2(2-\gamma)(1-\gamma)} \tag{74}$$

$$\pi_D = \frac{\alpha^2}{4(2-\gamma)^2} \tag{75}$$

II. Vertical integration

Έστω ότι επιτυγχάνεται μια κάθετη συγχώνευση μεταξύ της U_1 και της D_1. Η κάθετα συγχωνευμένη επιχείρηση θέτει $u_1 = 0$, ώστε να μην αλλάξει η σειρά με την οποία κινούνται οι επιχειρήσεις. Στο τρίτο στάδιο, οι δύο πλέον επιχειρήσεις που υπάρχουν στην αγορά αποφασίζουν τις τιμές των προϊόντων τους.

Οι εξισώσεις των τιμών που προκύπτουν είναι:

$$p_1 = \frac{(2+\gamma)\alpha + 3\gamma u_2}{4-\gamma^2} \tag{76}$$

$$p_2 = \frac{(2+\gamma)\alpha + (2+\gamma^2)u_2}{4-\gamma^2} \tag{77}$$

Στο δεύτερο στάδιο, η κάθετα ολοκληρωμένη επιχείρηση αποφασίζει τις τιμές των ενδιάμεσων αγαθών. Αφού $u_1 = 0$, το u_2 θα είναι:

$$u_2 = \frac{a(2+\gamma)(4-2\gamma+\gamma^2)}{2(1-\gamma)(8+\gamma^2)} \tag{78}$$

Άρα, τα κέρδη της κάθετα και της μη κάθετα ολοκληρωμένης επιχείρησης αντίστοιχα, διαμορφώνονται ως εξής:

$$\pi^u = \frac{\alpha^2(2+\gamma)(6-\gamma+\gamma^2)}{4(1-\gamma)(8+\gamma^2)} \tag{79}$$

$$\pi_{D,u} = \frac{\alpha^2(2+\gamma^2)^2}{(8+\gamma^2)^2} \tag{80}$$

Η κάθετα ολοκληρωμένη επιχείρηση αποφεύγει το *double marginalization.* Double marginalization εμφανίζεται όταν επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου που έχουν αντίστοιχη δύναμη στην αγορά αλλά δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά επίπεδα στην κάθετη αλυσίδα εφαρμόζουν την δική τους προσαύξηση στην διαμόρφωση των τιμών. Κάθε επιχείρηση όταν καθορίζει την τιμή της δεν λαμβάνει υπόψη την επίδραση της τιμή στα κέρδη της άλλη επιχείρησης.

Αυτό συμβαίνει στην προκειμένη περίπτωση γιατί $u_1 = 0$ και η τιμή διαφοροποιείται από την κάθετα μη ολοκληρωμένη επιχείρηση καθώς ισχύει ότι $u_2 > u_1$.

III. Horizontal integration

Έστω ότι πραγματοποιείται οριζόντια συγχώνευση μεταξύ των downstream επιχειρήσεων. Στο τρίτο στάδιο παίρνουμε τις εξισώσεις των τιμών οι οποίες παρουσιάζονται παρακάτω:

$$p_i = \frac{\alpha + (1-\gamma)u_i}{2(1-\gamma)}, \quad i = 1,2 \tag{81}$$

Στο δεύτερο στάδιο, η μονοπωλιακή upstream επιχείρηση αποφασίζει την τιμή των ενδιάμεσων αγαθών. τα κέρδη της upstream επιχείρηση και της νέας οριζόντιας συγχωνευμένης επιχείρησης είναι αντίστοιχα:

$$\pi_{U,m} = \frac{\alpha^2}{4(1-\gamma)} \tag{82}$$

$$\pi_D^m = \frac{\alpha^2}{8(1-\gamma)} \tag{83}$$

Στο **πρώτο στάδιο** γίνονται οι προτάσεις εξαγοράς από την U_1, αλλά και από τις D_1και D_2. Όποια επιχείρηση κάνει την μεγαλύτερη προσφορά τότε επικρατεί και συγχωνεύεται

με την άλλη. Η U_1 θα κερδίσει, με αποτέλεσμα να πραγματοποιηθεί η κάθετη συγχώνευση αν και μόνο αν:

$$\pi^u - \pi_{U,m} > \pi_D^m - \pi_{D,u} \quad (84)$$

Η (84) όμως επικρατεί για διάφορες τιμές του γ.

Για παράδειγμα:

- Αν $\gamma = 0{,}99$, τότε τα προϊόντα είναι ομοιογενή. Κάθε τύπος συγχώνευσης είναι κερδοφόρος. Η οριζόντια συγχώνευση είναι βέβαια περισσότερο κερδοφόρα. Στην περίπτωση αυτή η U_1κάνει μεγαλύτερη προσφορά γιατί αν η U_1 δεν συγχωνευθεί με μια downstream επιχείρηση κάνει μικρότερο κέρδος συγκριτικά με το αν συγχωνευθεί. Έτσι, αποτρέπεται η συγχώνευση των downstream επιχειρήσεων.
- Αν $\gamma = -0{,}99$, τότε τα προϊόντα είναι τέλεια συμπληρωματικά. Η κερδοφορία της επιχείρησης που θα προκύψει από την συγχώνευση (είτε αυτή είναι κάθετη είτε είναι οριζόντια) είναι αρκετά μικρότερη σε σχέση με την προηγούμενη περίπτωση. Η D_2 έχει κίνητρο να μην συγχωνευθεί με την D_1, γιατί το κέρδος που κάνει ως ανεξάρτητη επιχείρηση αν η U_1 συγχωνευθεί με την D_1 είναι μεγαλύτερο σε σχέση με το κέρδος που κάνει η U_1 ως ανεξάρτητη επιχείρηση, αν η D_2 συγχωνευθεί με την D_1. Επομένως, η πρόταση εξαγοράς της D_2 είναι μικρότερη από ότι της U_1.
- Αν $\gamma = 0$, τα προϊόντα είναι ανεξάρτητα μεταξύ τους. Οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις έχουν κέρδος που προέρχεται από την κάθετα συγχωνευμένη επιχείρηση, γιατί εξαφανίζεται το double marginalization που αντιμετωπίζουν πριν την συγχώνευση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4. Αξιολόγηση των Σ&Ε

Οι Σ&Ε είναι λογικό να έχουν αντίκτυπο στην κοινωνική ευημερία αλλά για να παρθούν μέτρα Πολιτικής Ανταγωνισμού ώστε να αντιμετωπιστούν οι αρνητικές τους επιπτώσεις θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι συνέπειες που προκαλούν στο πλεόνασμα του καταναλωτή και όχι μόνο στο κέρδος των επιχειρήσεων. Επομένως, υπάρχει μια ανταλλαγή (trade- off) μεταξύ των επιδράσεων που προκαλούν στους καταναλωτές και στις επιχειρήσεις.

4.1 Επιδράσεις στην κοινωνική ευημερία

Γενικά, οι Σ&Ε επιδρούν στην κοινωνική ευημερία μέσα από τις μεταβολές των τιμών. Συγκεκριμένα:

- μια αύξηση της τιμής όταν ενισχύεται η Μονοπωλιακή Δύναμη των επιχειρήσεων στην αγορά, μειώνουν την ευημερία των καταναλωτών και
- μια μείωση της τιμής όταν αναδιοργανώνονται τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης που συγχωνεύονται και αυξάνεται η αποτελεσματικότητά τους, μειώνεται το κόστος παραγωγής και με αποτέλεσμα να επιδρά στην τιμή θετικά προς τους καταναλωτές.

Οι επιδράσεις που προκαλούνται από την μεταβολή των τιμών μέσω Σ&Ε διακρίνονται σε:

1. Μονομερείς επιδράσεις (unilateral effects)
2. Επιδράσεις συντονισμού (coordinated effects)

4.1.1 Μονομερείς επιδράσεις

Τα υποδείγματα που αναπτύχθηκαν παραπάνω αποδεικνύουν πως οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρο να συμμετάσχουν σε μια Σ&Ε με την προϋπόθεση ότι παράγουν διαφοροποιημένα προϊόντα, αυξάνοντας την τιμή μετά την πραγματοποίηση της Σ&Ε,

με δεδομένες τις τιμές που θέτουν οι ανταγωνιστές (unilateral price elevation). Στην περίπτωση των ομοιογενών προϊόντων όμως μετά την Σ&Ε μειώνουν την παραγωγή τους, το οποίο οδηγεί σε αύξηση της τιμής στην αγορά. Η αύξηση αυτή μετριάζεται από την αύξηση της παραγωγής από την πλευρά των ανταγωνιστών. Η επίδραση της Σ&Ε στην τιμή της αγοράς όταν εξετάζουμε ομοιογενή προϊόντα, γίνεται μέσω της επίδρασή της στον βαθμό συγκέντρωση της αγοράς. Ο βαθμός συγκέντρωσης μετριέται με τον δείκτη Herfindhahl[13], ο οποίος υπολογίζεται ως εξής:

$$H = \sum_{i=1}^{k} s_i^2 \qquad (85)$$

Όπου *k* είναι ο αριθμός των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο.

Ο εν λόγω δείκτης λαμβάνει υπόψη του τόσο τον αριθμό των επιχειρήσεων του κλάδου, όσο και την ανισότητα που παρατηρείται στα μερίδια αγοράς.

Η σχέση που συνδέει τον βαθμό συγκέντρωσης στην αγορά με τον δείκτη Μονοπωλιακής Δύναμης *Lerner* [σχέση (1)] είναι:

$$H = \frac{L}{\varepsilon} \qquad (86)$$

Το *«ε»* εκφράζει την ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή.

Σύμφωνα με την σχέση (86) υπολογίζοντας τον δείκτη *H* πριν και μετά την συγχώνευση, μπορούμε να υπολογίσουμε την μεταβολή του δείκτη *L* και κατ' επέκταση την δυνατότητα αύξησης της τιμής από την συγχωνευμένη επιχείρηση. Όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβολή του δείκτη Η λόγω της συγχώνευσης, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η αύξηση η αύξηση της τιμής στην αγορά, με δεδομένο το οριακό κόστος. Όταν ο αρχικός βαθμός συγκέντρωσης είναι πολύ μικρός, η τιμή είναι πολύ κοντά στο οριακό κόστος και έτσι υπάρχουν λιγότερες πιθανότητες μια συγχώνευση να δημιουργήσει ανησυχία στην αγορά, με την αλλαγή στον βαθμό συγκέντρωσης που θα προκαλέσει.

Στην προσέγγιση αυτή προκύπτουν δύο ειδών προβλήματα:

[13] Ένα άλλο μέτρο που χρησιμοποιείται συχνά για την μελέτη του βαθμού συγκέντρωσης είναι ο λόγος συγκέντρωσης (Concentration Ratio - CR), ο οποίος εκφράζει το συνολικό μερίδιο αγοράς των k μεγαλύτερων επιχειρήσεων.

1. όταν η Σ&Ε γίνεται ανάμεσα σε επιχειρήσεις που παράγουν ομοιογενή προϊόντα, για να είναι επιθυμητή, έχει μεγαλύτερες πιθανότητες να υπάρχουν σημαντικές επιδράσεις στην αποτελεσματικότητα. Επομένως, πρέπει να εξεταστεί η επίδραση στο κόστος. Με αυτό τον τρόπο θα μπορέσει να γίνει η εκτίμηση της συγκέντρωσης στο περιθώριο κέρδους αλλά και στην κοινωνική ευημερία.
2. όταν τα προϊόντα είναι διαφοροποιημένα ή υπάρχουν περιορισμοί στο παραγωγικό δυναμικό των επιχειρήσεων, τα μερίδια αγοράς και οι αλλαγές στον βαθμό συγκέντρωσης μπορεί να δίνουν καλή εικόνα των δυνατοτήτων για μονομερείς αυξήσεις στις τιμές.

Για αυτό το λόγο λοιπόν, είναι χρήσιμο να συνυπολογίζονται και κάποιοι επιπλέον παράγοντες ώστε να γίνει η εκτίμηση των μονομερών αυξήσεων στις τιμές. Οι παράγοντες αυτοί είναι:

- **Περιορισμοί στο παραγωγικό δυναμικό (production capacities) τους.** Ακόμα και αν τα προϊόντα είναι ομοιογενή, οι πελάτες των συγχωνευμένων επιχειρήσεων να μην μπορούν να βρουν εναλλακτικές πηγές προσφοράς δίνοντας έτσι τη δυνατότητα για αύξηση των τιμών. Έτσι οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται μπορεί να κρίνουν επικερδή μια σημαντική μονομερή αύξηση των τιμών τους. Ανάλογα είναι τα αποτελέσματα όταν με την αύξηση της παραγωγής αυξάνεται και το οριακό κόστος, περιορίζοντας τους ανταγωνιστές να αυξήσουν την τιμή τους.
- **Μη ύπαρξη τέλειων υποκατάστατων.** Όταν η συγχώνευση γίνεται μεταξύ των επιχειρήσεων που παράγουν διαφοροποιημένα προϊόντα είναι δυνατό να αυξηθεί η μονοπωλιακή τους δύναμη, αυξάνοντας μονομερώς την τιμή σε ένα από τα δύο προϊόντα ή και στα δύο. Παράλληλα, τα προϊόντα μπορούν να διαφέρουν και ως προς τον βαθμό υποκατάστασής τους. Η αύξηση της τιμής ενός προϊόντος είναι μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερη είναι η μετακύληση της πελατείας από το ένα στο άλλο προϊόν. Η μετακύληση μετριέται με τον συντελεστή εκτροπής (diversion ratio), D, δηλαδή με τον λόγο της σταυροειδούς ελαστικότητας μεταξύ των δύο προϊόντων προς την ελαστικότητα ζήτησης του κάθε προϊόντος. Με άλλα λόγια δείχνει ότι η τιμή του προϊόντος με το μικρότερο μερίδιο θα αυξηθεί περισσότερο, δηλαδή όσο μεγαλύτερη είναι η ασυμμετρία σε μερίδια, τόσο μεγαλύτερη και η ασυμμετρία στην αύξηση της τιμής.
- **Ανταγωνιστικοί περιορισμοί που επιβάλλουν οι άλλες επιχειρήσεις.** Αυτό εξαρτάται από το πόσο καλά υποκατάστατα είναι τα προϊόντα των ανταγωνιστών με τα

προϊόντα των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται. Υπάρχουν περιπτώσεις, κυρίως όταν τα προϊόντα είναι διαφοροποιημένα, στις οποίες αν δεν ξέρουμε τον βαθμό υποκατάστασης δεν μπορούμε να προσδιορίσουμε αν οι μονομερείς επιδράσεις οδηγούν σε αύξηση ή μείωση της τιμής στην ισορροπία.

- **Βαθμός υποκατάστασης μεταξύ των προϊόντων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων.** Με βάση την ανάλυση των μεριδίων αγοράς, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι αν συγχωνευθούν επιχειρήσεις που τα προϊόντα τους παρουσιάζουν μεγάλη υποκατάσταση σε σχέση με άλλα προϊόντα της σχετικής αγοράς τότε υποτιμάται το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα. Αντίθετα, όταν παρουσιάζουν λιγότερες ομοιότητες ως προς τις ιδιότητες τους τότε υπερτιμάται το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα. Η γνώση του μεριδίου αγοράς δεν είναι πάντα ικανή για την αξιολόγηση της μεταβολής της τιμής. Για παράδειγμα, σε μια αγορά με διαφόρου τύπου «ποικιλίες» κάποιου προϊόντος, όπως διάφορες «οικονομικές» ποικιλίες, διάφορα standard και διάφορες «πολυτελείας» ποικιλίες η Σ&Ε μεταξύ δύο ποικιλιών «πολυτελείας» με 5% μερίδιο η κάθε μια μπορεί να έχει πολύ περισσότερο αρνητικό αποτέλεσμα από ότι μια Σ&Ε μεταξύ μιας ποικιλίας «πολυτελείας» με 5% μερίδιο με μια «οικονομική» ποικιλία με 15% μερίδιο.
- **Μη συμμετρικός ανταγωνισμός.** Συγκεκριμένα, αν ο ανταγωνισμός είναι τοπικός (localized), δηλαδή ο ανταγωνισμός γίνεται μεταξύ επιχειρήσεων που πωλούν «κοντινά» προϊόντα, η συγχώνευση δεν θα οδηγήσει σε σημαντική μονομερή αύξηση των τιμών, καθώς οι εξωτερικές επιχειρήσεις συνεχίζουν να εξασκούν ανταγωνιστικούς περιορισμούς στην επανατοποθέτηση των προϊόντων τους (repositioning their product lines).

4.1.2 Επιδράσεις Συντονισμού

Μια συγχώνευση συχνά επηρεάζει πολλούς από τους παράγοντες που είναι σχετικοί με το πόσο διατηρήσιμη είναι μια σιωπηρή συμπαιγνία (tacit collusion). Τις περισσότερες φορές μάλιστα, τις επηρεάζει με τρόπο τέτοιο που τελικά να αντισταθμίζει ο ένας τον άλλον. Οι αρχές ανταγωνισμού αξιολογούν μια συμπαιγνία με τη βοήθεια της «δομικής» ανάλυσης (structural). Με βάση αυτή την ανάλυση, ιεραρχούνται οι σχετικοί παράγοντες, εστιάζοντας κατ' αρχάς στα «αναγκαία στοιχεία» τα οποία μαρτυρούν την ικανότητα των επιχειρήσεων να διατηρήσουν την συμπαιγνία και στη συνέχεια στους

«σημαντικούς παράγοντες» που προσδιορίζουν τις ευκαιρίες που υπάρχουν για συμπαιγνία (- the scope for collusion). Η δομική ανάλυση κάνει πιο εύκολη την αξιολόγηση όταν υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που «ωθούν» προς διαφορετικές κατευθύνσεις. Για παράδειγμα, μια συγχώνευση μειώνει τον αριθμό των συμμετεχόντων, που τείνει να διευκολύνει τη διατηρησιμότητα της συμπαιγνίας, αλλά συχνά μπορεί να αυξήσει την ασυμμετρία μεταξύ των επιχειρήσεων που παραμένουν στην αγορά, που τείνει να έχει το αντίθετο αποτέλεσμα (περισσότερες πληροφορίες για τους παράγοντες που διευκολύνουν την συμπαιγνία δίνονται παρακάτω). Παρ' όλο που τα ιστορικά στοιχεία βοηθούν στην απόδειξη μιας παρελθοντικής συμπαιγνίας, η αξία τους είναι περιορισμένη για την μελλοντική εκτίμηση, κυρίως αν στο μεταξύ υπάρξει Σ&Ε. Μια μοντελοποίηση μέσω ενός οικονομικού υποδείγματος των δύο αυτών παραγόντων προσφέρει ένα αναλυτικό πλαίσιο για την εξέταση του πως επηρεάζονται οι δυνατότητες και τα κίνητρα τιμωρίας από παρεκκλίσεις και πως αυτές με την σειρά τους επηρεάζονται από την συγχώνευση[14].

Στη συνέχεια αναλύονται τα χαρακτηριστικά που διευκολύνουν την συμπαιγνία.

Οι αρχές ανταγωνισμού για να αναγνωρίσουν την συμπαιγνία αναλύουν:

1. Τα *αναγκαία στοιχεία* τα οποία περιλαμβάνουν:

- *Εμπόδια εισόδου.* Χαμηλά εμπόδια εισόδου συνεπάγεται δυσκολία να διατηρηθεί η συμπαιγνία. Αν υπάρχει η προσδοκία για είσοδο, μειώνεται η απειλή για εκδίκηση.
- *Συχνότητα αλληλεπίδρασης (frequency of interaction*). Η αλληλεπίδραση και η συχνή προσαρμογή στην τιμή διευκολύνουν την συμπαιγνία.
- *Καινοτομία.* Αγορές που έχουν «ανάγκη» την καινοτομία διευκολύνουν την συμπαιγνία δίνοντας έτσι στις επιχειρήσεις ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

2. Τους *σημαντικούς παράγοντες* οι οποίοι λαμβάνουν υπόψη:

- *τον αριθμό των επιχειρήσεων.* Η συμπαιγνία διευκολύνεται όταν ο αριθμός των επιχειρήσεων είναι μικρός
- *την συμμετρία.* Μια συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων με παρόμοια κόστη, παρόμοιο παραγωγικό δυναμικό και παρόμοια ποικιλία προϊόντων είναι πιο εύκολη.

[14] Κατσουλάκος Ι., Βέττας Ν., (2006), «Πολιτική Ανταγωνισμού & Ρυθμιστική Πολιτική. Τα Οικονομικά των Ρυθμιστικών Παρεμβάσεων σε Αγορές με Μονοπωλιακή Δύναμη», Τυπωθήτω-Γιώργος Δάρδανος

- *Maverick επιχειρήσεις*. Maverick μπορεί να θεωρηθεί μια επιχείρηση με σημαντικά διαφορετική δομή κόστους, ή διαφορετικό παραγωγικό δυναμικό ή που επηρεάζεται από διαφορετικούς παράγοντες από ότι οι άλλες επιχειρήσεις. Αυτές σπάνια συμμετέχουν σε συνεργασίες και όποτε αυτό συμβαίνει θέτουν τους δικούς τους όρους.
- *Δομικοί δεσμοί μεταξύ επιχειρήσεων (structural links).* Παράδειγμα τέτοιου δεσμού είναι η συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων.
- *Διάφορες συμφωνίες συνεργασίας*. Χαρακτηριστικό παράδειγμα ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών, όπου οι ανταγωνιστές πρέπει να έχουν συμφωνίες διασύνδεσης για να προσφέρουν τις υπηρεσίες τους. Σε τέτοιου είδους συμφωνίες υπάρχει άμεση επίδραση στην τιμολογιακή στρατηγική.

3. Οι *σχετικοί παράγοντες* που έχουν συμπληρωματικό ρόλο όταν οι υπόλοιποι δεν επαρκούν. Σε αυτούς ανήκει:

- *Διαφάνεια της αγοράς (market transparency).* Ευκολότερη η συμπαιγνία όταν οι τιμές και οι πωλήσεις των άλλων επιχειρήσεων είναι παρατηρήσιμες. Η απουσία διαφάνειας σε τιμές και πωλήσεις δεν αποκλείει τη δημιουργία συμπαιγνίας αλλά την κάνει πιο δύσκολα διατηρήσιμη και πιο περιορισμένη σε έκταση.
- *Επιδράσεις «δικτύων» ή clubs.* Αυτού του είδους οι επιδράσεις κάνουν την συμπαιγνία λιγότερο πιθανή. Έχουν την ιδιότητα να δημιουργούν «προσκόλληση στο προϊόν» (locks- ins) σε πελάτες που ενισχύουν ακόμη περισσότερο τη θέση του «ηγέτη» στην αγορά.
- *Διαφοροποίηση προϊόντος.*
- *Ελαστικότητα ζήτησης.*
- *Συμμετοχή σε πολλές αγορές (multi- market contact).*

Στις τρεις τελευταίες περιπτώσεις το αποτέλεσμα είναι αμφίβολο και εξαρτάται ανά περίπτωση. Στην περίπτωση βέβαια των διαφοροποιημένων προϊόντων η επίδραση είναι λιγότερο αμφιλεγόμενη αν πρόκειται για «κάθετη» διαφοροποίηση (διαφορά στην ποιότητα). Οι επιχειρήσεις βρίσκονται σε μη- συμμετρική κατάσταση διότι η επιχείρηση με την υψηλότερη ποιότητα έχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και έτσι οι ευκαιρίες για συμπαιγνία είναι περιορισμένες.

4.2 Ανάλυση στατικών και δυνητικών ωφελειών

Ένα από τα βασικότερα και πιο συνηθισμένα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε Σ&Ε (όπως έχει ήδη αναφερθεί) είναι η ενίσχυση της αποτελεσματικής λειτουργίας τους. Με αυτό τον τρόπο οι επιχειρήσεις μπορούν να επιτύχουν μείωση τους κόστους, το οποίο με την σειρά του να οδηγήσει σε μείωση των τιμών ωφελώντας έτσι τους καταναλωτές. Οι αναμενόμενες ωφέλειες που προκύπτουν από μια συγχώνευση μπορεί να είναι είτε στατικές είτε δυναμικές.

Οι στατικές ωφέλειες σχετίζονται με την αύξηση της αποτελεσματικότητας της συγχωνευμένης επιχείρησης καθώς δημιουργούν οικονομίες κλίμακας, μειώνεται το κόστος συναλλαγών (transactional efficiencies) και ενδυναμώνεται η αγοραστική δύναμη. Επίσης, αυξάνεται η αποτελεσματικότητα στην διανομή και στο μάρκετινγκ των προϊόντων και γίνεται καλύτερη η διοικητική λειτουργία της επιχείρησης.

Οι δυναμικές ωφέλειες δημιουργούνται αν η συγχώνευση οδηγήσει σε αύξηση των επενδύσεων σε Ε&Α ή αν βοηθήσει τις επιχειρήσεις να εκμεταλλευτούν συμπληρωματικές ερευνητικές δραστηριότητες. Πολλές φορές βέβαια, οι Σ&Ε ακολουθούν αντίθετη κατεύθυνση και οδηγούν σε μείωση του κινήτρου για τέτοιου είδους επενδύσεις. Ο λόγος είναι η μείωση του ανταγωνισμού που έχει ως αποτέλεσμα η νέα επιχείρηση να γίνεται λιγότερο ανταγωνιστική ως προς τις καινοτομίες. Οι καταναλωτές εξαιτίας αυτού μπορεί να υποστούν απώλειες αν:

- Μειώνεται ο αριθμός των προϊόντων που είναι αποτέλεσμα επενδύσεων σε Ε&Α.
- Τα νέα προϊόντα δεν φθάνουν γρήγορα στους καταναλωτές.
- Η ποιότητα των νέων προϊόντων δεν είναι τόσο υψηλή.

Σε κάθε είδους όμως ωφέλεια αυτό που πρέπει να εξεταστεί είναι κατά πόσο αποτελούν βασικό κριτήριο αξιολόγησης των συνεπειών των Σ&Ε και κατά πόσο υπάρχει η δυνατότητα να αξιολογηθούν και να αντισταθμίσουν τις αρνητικές επιδράσεις μιας συγχώνευσης. Γενικά, αν αναμένεται μια αύξηση της Μονοπωλιακής Δύναμης των επιχειρήσεων στην αγορά, τότε υπάρχουν διάφορες περιπτώσεις σχετικά με το πως οι ωφέλειες μπορούν να επηρεάσουν την αξιολόγηση των επιδράσεων μιας συγχώνευσης. Οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται στις συγχωνεύσεις, από την μεριά τους, χρησιμοποιούν τις στατικές και τις δυνητικές ωφέλειες στην επιχειρηματολογία τους όταν έρχονται

«αντιμέτωπες» με τις επιτροπές ελέγχου για να αποδείξουν ότι η συγχώνευση δεν μειώνει την ευημερία των καταναλωτών.

Στην ανάλυση της επίδρασης των συγχωνεύσεων στην αποτελεσματικότητα θα πρέπει να απαντηθούν βασικά ερωτήματα. Αυτά σχετίζονται με την αναγκαιότητα και την σημαντικότητα της συγχώνευσης ώστε να επιτευχθεί η αποτελεσματικότητα, καθώς και με την ταχύτητα της επίτευξης αλλά και κατά πόσο θα ωφελήσει τους καταναλωτές. Για παράδειγμα, η εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας δεν θα πρέπει να αντιμετωπίζεται σαν όφελος στην αποτελεσματικότητα λόγω μιας συγχώνευσης αν δεν εξεταστεί και η ύπαρξη εναλλακτικού τρόπου πχ εσωτερική ανάπτυξη.

Σε πολλές περιπτώσεις όμως, είναι δύσκολη η μέτρηση κάθε μορφής ωφέλειας. Αυτό συμβαίνει γιατί θα πρέπει οι ίδιες οι επιχειρήσεις να προσκομίζουν όλα εκείνα τα στοιχεία που αποδεικνύουν ότι η Σ&Ε αυξάνει την κοινωνική ευημερία αλλά από την μεριά της η Επιτροπή Ανταγωνισμού δεν έχει την δυνατότητα να επιβεβαιώνει την εγκυρότητα των στοιχείων.

4.3 Πολιτική Ανταγωνισμού

Η πολιτική ανταγωνισμού για Σ&Ε στην Ευρωπαϊκή Ένωση έχει ρόλο αποτροπής αυτών, όταν δημιουργούν ή ενδυναμώνουν την κυρίαρχη θέση για την νέα επιχείρηση, έτσι ώστε να προκαλεί εμπόδια στον ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων στην Κοινή Αγορά ή σ’ ένα σημαντικό τμήμα αυτής. Συνεπώς, ο έλεγχος των Σ&Ε έχει περισσότερο προληπτική δράση (preventive), που βασίζεται ότι η διάρθρωση της αγοράς επηρεάζει την αποτελεσματικότητα, παρά διορθωτική (remedial) δράση που στοχεύει στον έλεγχο της κατάχρησης της Μονοπωλιακής Δύναμης. Ο έλεγχος βέβαια των συγχωνεύσεων μπορεί να αποτρέψει κάποιες συγχωνεύσεις που θα μείωναν την ευημερία των καταναλωτών. Από την άλλη μεριά όμως, ορισμένες αποφάσεις των αρχών Πολιτικής Ανταγωνισμού μπορεί να οδηγήσουν στην απόρριψη προτάσεων για συγχώνευση, χωρίς οι συγχωνεύσεις αυτές να έχουν αρνητική επίδραση στους καταναλωτές. Σε μια πρόσφατη μελέτη τους οι Neven και Roller (2003) επιβεβαιώνουν τα παραπάνω, καθώς απέδειξαν πως έχουν υπάρξει «λάθη» τύπου I, δηλαδή έχουν απαγορευθεί συγχωνεύσεις, ενώ θα έπρεπε να έχουν επιτραπεί αφού δεν παρατηρήθηκε μείωση της ευημερίας των καταναλωτών. Από την άλλη πλευρά, παρατηρήθηκαν και «λάθη» τύπου II-

συγχωνεύσεις που επιτράπηκαν ενώ θα έπρεπε να έχουν απαγορευθεί. Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, συμπεραίνεται ότι άλλη μια αιτία των «λαθών» της Επιτροπής ήταν ότι δεν λάμβανε υπόψη ή δεν εκτιμούσε σωστά τις ωφέλειες αποτελεσματικότητας από μία συγχώνευση και δεν επέτρεπε την πραγματοποίησή της, αλλά η απόρριψη τους δεν μπορούσε να δικαιολογηθεί από τις πραγματικές ωφέλειες και την επίδρασή τους στις τιμές.

Ο έλεγχος συγχωνεύσεων και εξαγορών υιοθετήθηκε το 1989[15] και υπέστη τροποποιήσεις το 1997[16]. Για πολλά χρόνια ο έλεγχος βασιζόταν στην έννοια της Δεσπόζουσας- Κυρίαρχης θέσης (Dominance test) μιας επιχείρησης στην αγορά που δραστηριοποιείται. Σύμφωνα με το άρθρο 102 ΣΛΕΕ (Συνθήκη Λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης) ως δεσπόζουσα θέση νοείται η κατάσταση οικονομικής ισχύος μιας επιχειρήσεως, που της παρέχει τη δυνατότητα να εμποδίζει τη διατήρηση αποτελεσματικού ανταγωνισμού εντός της σχετικής αγοράς, παρέχοντάς της τη δυνατότητα ανεξάρτητης, σε σημαντικό βαθμό, συμπεριφοράς έναντι των ανταγωνιστών της, των πελατών της και, τέλος των καταναλωτών. Η Δεσπόζουσα Θέση (εφεξής ΔΘ) αξιολογείται σε σχέση με το σύνολο ή σημαντικό τμήμα της εσωτερικής αγοράς. Το μέγεθος της αγοράς που λαμβάνεται υπόψη εξαρτάται από τη φύση των προϊόντων, την ύπαρξη εναλλακτικών προϊόντων καθώς και την συμπεριφορά/προθυμία των καταναλωτών, να προχωρήσουν σε εναλλακτικό προϊόν[17]. Σε περιπτώσεις με μικρό μερίδιο αγοράς μπορεί να υπάρξουν σημαντικές μονομερείς επιδράσεις στις τιμές, οι οποίες δεν καλύπτονται από την έννοια της ΔΘ μιας επιχειρήσεις αλλά από την έννοια πολλών μαζί επιχειρήσεων- δηλαδή της συλλογικής ΔΘ (joint dominance). Επιπρόσθετα, επιδράσεις στην συμπαιγνιακή συμπεριφορά σχετίζονται με αλλαγές στη δύναμη στην αγορά πολλών μαζί επιχειρήσεων και αυτό αντιστοιχεί στην έννοια της «Συλλογικής Δεσπόζουσας Θέσης».

Να σημειωθεί σε αυτό το σημείο, ότι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις είναι πιο συχνές και υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να προκαλέσουν προβλήματα στον ανταγωνισμό από ότι οι άλλου είδους συγχωνεύσεις. Οι διαγώνιες, μάλιστα, Σ&Ε σπάνια δημιουργούν προβλήματα στον ανταγωνισμό και αφορούν κυρίως επιδράσεις «δύναμης

[15] Council Regulation (EEC) No. 4064/89

[16] Council Regulation (EEC) No. 1310/97

[17] www.europarl.europa.eu

χαρτοφυλακίου[18]» (-"portfolio power"). Για αυτό το λόγο, η ανάλυση που ακολουθεί αφορά κυρίως τις οριζόντιες συγχωνεύσεις.

Ο κανονισμός 139/2004 τροποποιεί τον έλεγχο για Σ&Ε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή που βασίζεται στην έννοια της ΔΘ των συγχωνευμένων επιχειρήσεων, αναγνωρίζοντας και δίνοντας μεγαλύτερη σημασία στην έννοια των μονομερών επιδράσεων της συγχώνευσης στις τιμές. Ο βασικός λοιπόν έλεγχος, πλέον επεκτείνεται και σε πρακτικές που μειώνουν σημαντικά τον ανταγωνισμό, γι' αυτό και η Επιτροπή Ανταγωνισμού (εφεξής ΕΑ) κάνει χρήση του τεστ Σημαντικής Μείωσης του Ανταγωνισμού - significant lessening of competition (εφεξής SLC) test.

Το SLC τεστ εστιάζει στις επιπτώσεις της συγκέντρωσης στην αγορά και στην μείωση του ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων χωρίς να περιορίζεται από διαρθρωτικούς παράγοντες όπως είναι τα μερίδια αγοράς.

Επίσης, η ΕΑ πιστεύει ότι οι λόγοι αποτελεσματικότητας που είναι απόρροια μιας συγχώνευσης και τις χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στην συγχώνευση αποτελούν στοιχεία άμυνας των επιχειρήσεων κατά την διάρκεια της εξέτασης των συνεπειών μιας συγχώνευσης.

Η πολιτική ελέγχου θα μπορούσαμε να πούμε ότι χωρίζεται σε δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος ορίζονται τα κατώτατα όρια σύμφωνα με τα οποία οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να γνωστοποιήσουν την συγχώνευση στην ΕΑ της ΕΕ. Στο δεύτερο μέρος η ΕΑ αξιολογεί αν η συγχώνευση έχει θετική επίδραση στον ανταγωνισμό.

Οι συγχωνεύσεις γνωστοποιούνται στην ΕΑ εφόσον θεωρηθεί πως έχουν Ευρωπαϊκή Διάσταση. Στον κανονισμό της ΕΕ περί Σ&Ε καθορίζονται τα κατώτατα κριτήρια (thresholds) γνωστοποίησης μεγάλων συγχωνεύσεων. Αυτά αξιολογούνται μόνο από την ΕΑ και όχι από τις εθνικές αρχές. Στη συνέχεια, εφόσον έχει αξιολογηθεί η Ευρωπαϊκή Διάσταση της συγχώνευσης, αξιολογείται η σχετική και γεωγραφική αγορά προϊόντος με την χρήση του SSNIP (Small but Significant and Non-stationary Increase of Price) test[19]. Έτσι, όσο πιο μικρή είναι η ελαστικότητα ζήτησης των προϊόντων , τόσο

[18] «Δύναμη χαρτοφυλακίου» έχουμε όταν δύναμη στην αγορά μιας επιχείρησης λόγω του χαρτοφυλακίου των προϊόντων της.

[19] Η σχετική αγορά προϊόντων οροθετείται από την ικανότητα που έχει ένας υποθετικός μονοπωλητής να επιβάλει μια μικρή αλλά σημαντική και μόνιμη αύξηση της τιμής σε ένα σύνολο προϊόντων.

πιο μικρή είναι η σχετική αγορά τους και τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο βαθμός συγκέντρωσης και κατ' επέκταση οι αρνητικές επιδράσεις της συγχώνευσης. Τέλος, η ΕΑ κάνει την βασική αξιολόγηση της συγχώνευσης και των ενδεχόμενων αρνητικών της επιδράσεων στον ανταγωνισμό. Η επιτροπή αξιολογεί αν μετά την συγχώνευση οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις ενδυναμώνουν την κυρίαρχη θέση τους στην σχετική αγορά προϊόντος, λαμβάνοντάς το υπόψη όπως προαναφέρθηκε:

1. Τα πιθανά οφέλη που προέρχονται από την συγχώνευση και βοηθούν στην αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς και την αύξηση της ευημερίας των καταναλωτών και
2. πόσο εύκολα εισέρχονται επιχειρήσεις στην αγορά που λαμβάνει χώρα η συγχώνευση.

Σε μια πρόσφατη δημοσίευσή τους οι Farrell και Shapiro (2010) ανέπτυξαν μια μέθοδο μέτρησης των επιδράσεων των συγχωνεύσεων μεταξύ επιχειρήσεων που παράγουν διαφοροποιημένα προϊόντα, το Upward Pricing Pressure (UPP) test. Το UPP test βασίζεται στο οριακό κόστος των προϊόντων που πουλάει η συγχωνευμένη επιχείρηση και στο μέγεθος της άμεσης υποκατάστασης μεταξύ των προϊόντων των επιχειρήσεων. Το UPP test δίνει μια νέα δυνατότητα εξέτασης των επιδράσεων που έχουν οι Σ&Ε στην κοινωνική ευημερία που μέχρι πρόσφατα δεν υπήρχε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5. Χαρακτηριστικά του τραπεζικού κλάδου

Οι τράπεζες ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (financial system) και είναι ένα από τα βασικότερα κομμάτια που το απαρτίζουν. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελείται από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς ή ιδρύματα (financial instruments), τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα (financial assets) και τις χρηματοπιστωτικές αγορές (financial market) που συνίστανται από ένα δίκτυο επικοινωνιών μεταξύ των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Στο χρηματοπιστωτικό σύστημα συγκεντρώνονται οι αποταμιεύσεις (από τις πλεονασματικές μονάδες) οι οποίες διοχετεύονται στους δανειζόμενους (ελλειμματικές μονάδες). Οι οργανισμοί διευκολύνουν την μεταφορά κεφαλαίου από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες. Τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα είναι εκείνα που διοχετεύουν την αγοραστική δύναμη στις ελλειμματικές μονάδες. Η μεταφορά γίνεται με την χρήση των χρηματοδοτικών τίτλων (ιδιωτικές ή δημόσιες ομολογίες, μετοχές, έντοκα γραμμάτια, κάθε μορφής κατάθεσης), η αγοροπωλησία των οποίων γίνεται στην χρηματοπιστωτική αγορά. Στην χρηματοπιστωτική αγορά λαμβάνει χώρα και η αναδιανομή του κινδύνου που συνδέεται με τις παραγωγικές επενδύσεις μεταξύ των αποταμιευτών και των επενδυτών. Μέσα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα διαμορφώνονται μια σειρά από μεγέθη (επιτόκια καταθέσεων και δανείων, πορεία χρηματιστηρίου, συναλλαγματικές ισοτιμίες) που επηρεάζουν την οικονομική συμπεριφορά των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων αλλά και την άσκηση της οικονομικής πολιτικής από την κυβέρνηση.

Σε όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι τραπεζικές εργασίες είναι οι ίδιες: δέχονται καταθέσεις και ταυτόχρονα λειτουργούν και ως δανειστές, παρέχουν προϊόντα πίστης (δάνεια, πιστωτικές κάρτες, δικαιώματα υπερανάληψης) και πραγματοποιούν μεσολαβητικές εργασίες[20].

Αυτό που διαφοροποιεί την μία τράπεζα από την άλλη είναι το κόστος που διαθέτουν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες τους. Στο τραπεζικό κλάδο τον ρόλο του κόστους αγοράς έχει το επιτόκιο. Ένα άλλο χαρακτηριστικό που τις διαφοροποιεί είναι η τοποθεσία

[20] Ευθύμογλου Γ., Π., Μπάλα Α., Α., (2003), «Χρηματοδοτικοί Οργανισμοί και Αγορές», Ε. ΜΠΕΝΟΥ

εγκατάστασης. Επομένως, από βιομηχανικής άποψης οι τράπεζες μπορούν να εξεταστούν μέσα από ολιγοπωλιακά υποδείγματα οριζόντιας διαφοροποίησης που ανταγωνίζονται ως προς την τιμή, δηλαδή το επιτόκιο (ανταγωνισμός Bertrand). Ο χαρακτηρισμός ολιγοπωλιακά δικαιολογείται από τον βαθμό συγκέντρωσης των τραπεζών που φαίνεται να είναι αρκετά υψηλός και όλο ένα αυξανόμενος με την πάροδο του χρόνου, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στην ευρωζώνη και γενικότερα στην Ε.Ε. Συγκεκριμένα, ο δείκτης Herfindahl-Hirschmann[21] αυξήθηκε σημαντικά σε 663 μονάδες το 2009, από 543 μονάδες το 2001, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση σημείωσε άνοδο στις 632 μονάδες, από 504 μονάδες το 2001. Αναφορικά, με τον δείκτη συγκέντρωσης CR5 των ελληνικών τραπεζών, σύμφωνα με τις καταθέσεις, παρατηρούμε ότι αυξήθηκε σε 80,1% το 2008, από 67,9% το 2001, αντανακλώντας κυρίως την εμπιστοσύνη των καταθετών προς τις μεγαλύτερες τράπεζες λόγω της αβεβαιότητας, η οποία ενισχύθηκε εκείνη την περίοδο από την κατάρρευση της Lehman Brothers[22]. Η συγκέντρωση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος με βάση το μερίδιο των πέντε μεγαλύτερων τραπεζών διαμορφώθηκε στο 44,6% και 44,3% για τη ζώνη του ευρώ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης αντίστοιχα για το έτος 2009, από 39,1% και 37,8% που είχε διαμορφωθεί το 2001.

Ο πίνακας που ακολουθεί επιβεβαιώνει τα παραπάνω, παρουσιάζοντας τις τιμές του δείκτη Herfindahl για τις τράπεζες της Ελλάδας και της ευρωζώνης, καθώς και του λόγου συγκέντρωσης των 3 (CR3) και 5 (CR5) μεγαλύτερων τραπεζών σε κάθε περίπτωση :

[21] Ο Δείκτης ΗΗ ισούται με το άθροισμα των τετραγώνων των μεριδίων αγοράς (στη συγκεκριμένη περίπτωση βάσει του ενεργητικού) των τραπεζικών ιδρυμάτων. Τιμές του δείκτη μεταξύ 1.000-1.800 απεικονίζουν μέτρια συγκέντρωση της αγοράς, ενώ τιμές του δείκτη πάνω από 1.800 απεικονίζουν υψηλή συγκέντρωση.

[22] Συλλογικός Τόμος της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών με θέμα (2011): «Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα», Γ' μέρος, Τσιριτάκης Ε., Τσιριγωτάκης Η.,: «*Συγκέντρωση και ανταγωνιστικότητα στον τραπεζικό τομέα»*

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Δείκτης Herfindahl- Hirchmann (HH)									
Ελλάδα	1130,0	1.164,0	1.130,0	1070,0	1096,0	1101,0	1096,0	1172,0	1184,0
Ευρωζώνη	543,0	552,0	580,0	600,0	640,0	634,0	659,0	687,0	663,0
Ευρωπαϊκή Ένωση	504,0	520,0	547,0	567,0	614,0	592,0	596,0	665,0	632,0
Δείκτης Συγκέντρωσης (CRS) βάση μεριδίου Αγοράς (Ενεργητικό %)									
Ελλάδα	67,0	67,4	66,9	65,0	65,6	66,3	67,7	69,5	69,2
Ευρωζώνη	39,2	39,3	40,5	41,7	42,8	43,1	44,4	44,7	39,0
Ευρωπαϊκή Ένωση	37,8	38,3	39,7	40,9	42,6	41,5	41,5	45,2	44,3
Δείκτης Συγκέντρωσης (CRS) βάση μεριδίου Αγοράς (Δάνεια%)									
Ελλάδα									
CR5	50,2	54,0	56,6	56,5	57,2	60,5	67,2	73,7	
CR3	34,5	38,2	39,9	40,3	41,6	44,2	48,9	53,9	
Δείκτης Συγκέντρωσης (CRS) βάσει μεριδίου Αγοράς (Ενεργητικό %)									
Ελλάδα									
CR5	67,9	74,5	76,2	73,2	73,0	71,3	68,7	80,1	
CR3	50,6	55,8	56,3	53,3	55,4	53,5	48,1	57,1	

Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, www.ecb.europa.eu.

Πίνακας 3: Δείκτες Συγκέντρωσης Τραπεζών

Στο σημείο αυτό να αναφερθεί ότι η διερεύνηση της σχέσης ανταγωνιστικότητας και συγκέντρωσης του τραπεζικού συστήματος μιας χώρας έχει τη βάση της στη παραδοσιακή προσέγγιση της μεθοδολογίας «Διάρθρωση - Στρατηγική - Αποδοτικότητα» (Structure Contact Performance ή SCP). Η παραδοσιακή προσέγγιση περιλαμβάνει επίσης τα υποδείγματα της αποτελεσματικότητας της παραγωγικής διαδικασίας, αποτελεσματικότητας κόστους (δυικό πρόβλημα) (productive and cost

efficiency) με τον υπολογισμό των οικονομιών κλίμακας και φάσματος και τον προσδιορισμό του άριστου μεγέθους της επιχείρησης ή της παραγωγικής μονάδας. Η αποτελεσματικότητα της παραγωγικής διαδικασίας καθορίζει ενδογενώς τη δομή της αγοράς (συγκέντρωση) και την κερδοφορία του τραπεζικού κλάδου (αποδοτικότητα).

5.1 Εποπτεία Τραπεζικού κλάδου

Οι διεθνείς εξελίξεις που συνέβησαν τα τελευταία χρόνια στην οικονομία και ειδικότερα στον χρηματοπιστωτικό κλάδο έκαναν επιτακτική την ανάγκη δημιουργίας ενός νέου πλαισίου χρηματοοικονομικών κανόνων. Συγκεκριμένα, το ενδεχόμενο πτώχευσης μιας τράπεζας είναι δύσκολο να εκτιμηθεί, όπως και οι αντιδράσεις που θα έχει η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται. Επομένως, η εποπτεία του τραπεζικού συστήματος είναι απαραίτητη τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Από το 1974 ξεκίνησε η προσπάθεια με την δημιουργία της «Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (“Basel Committee on Banking Supervision- BCBS”) υπό την αιγίδα της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements) που εδρεύει στην πόλη Βασιλεία της Ελβετίας. Έργο της επιτροπής είναι να γνωμοδοτεί, θεσπίζοντας προτάσεις χωρίς να έχουν νομική ισχύ. Παρ’ όλα αυτά όμως, προσπαθεί να δημιουργήσει πρότυπα που θα υιοθετηθούν από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και κατευθυντήριες γραμμές που θα ακολουθηθούν σε παγκόσμιο επίπεδο.

Σκοπός αυτών των κανόνων είναι η δημιουργία ενός αισθήματος ασφάλειας μέσα στο ελεύθερο πλέον πιστωτικό περιβάλλον και στην καταχώρηση της ανταγωνιστικής ισότητας ανάμεσα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διαφορετικών κρατών. Έτσι, οι αποφάσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων θα είναι πιο ορθολογικές, απαλλαγμένες από κινδύνους σε περιόδους που τα πιστωτικά περιθώρια στενεύουν. Κύριος άξονας των εποπτικών αρχών είναι η ενδυνάμωση της εμπιστοσύνης του κοινού, εξασφαλίζοντας την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ένας ακόμα στόχος της εποπτείας είναι να καταλάβουν τα πιστωτικά ιδρύματα πόσο σημαντική είναι η αξιολόγηση της κεφαλαιακής επάρκειας, σε συνδυασμό μάλιστα με το φαινόμενο της αύξησης των επισφαλειών σε περιόδους οικονομικής επιβράδυνσης. Οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις της Επιτροπής της βασιλείας γίνονται για έναν ακόμα λόγο: για τη δημιουργία της ομοιογένειας ανάμεσα στα επιμέρους συστήματα εποπτείας, λόγω της

μεγάλης αλληλεξάρτησή τους, προσφέροντας ένα δίκτυο συνεχούς συνεργασίας στα κράτη μέλη της.

Στην Ελλάδα η εποπτεία δίνει βάση στην λεπτομερή εξέταση των αναφορών που κατατίθενται στην Τράπεζα της Ελλάδος από τις άλλες τράπεζες. Μεγάλη σημασία πλέον δίνεται στην αξιολόγηση των εσωτερικών συστημάτων διοίκησης και στα συστήματα διαχείρισης κινδύνου. Επίσης, να σημειωθεί ότι για τα πιστωτικά ιδρύματα εφαρμόζεται ο νόμος Ν.2076 1992 ο οποίες μεταφέρει στην ελληνική έννομη τάξη τις κοινοτικές Οδηγίες 2000/12/ΕΚ «σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων» και 2000/46/ΕΚ «για την ανάληψη, άσκηση και προληπτική εποπτεία δραστηριότητας ιδρύματος ηλεκτρονικού χρήματος» και εφαρμόζεται σε όλα τα πιστωτικά ιδρύματα.

5.1.1 Το Πλαίσιο Εποπτείας των Τραπεζών

Το 1988 το Σύμφωνο της Επιτροπής της Βασιλείας[23] περί κεφαλαιακής Επάρκειας στόχευε κατά κύριο λόγο στη σύγκλιση των διαφορετικών διεθνών εποπτικών καθεστώτων, διασφαλίζοντας τη σταθερότητα του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Πιο αναλυτικά, οι κανόνες του Συμφώνου (γνωστό ως Βασιλεία Ι) αντικείμενο αναφοράς είχαν την εποπτεία της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Εισήγαγαν ένα σύστημα μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου του σταθμισμένου ενεργητικού και ορίζοντας ως ελάχιστο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας ίσο με 8%. Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας δείχνει το υψηλότερο ποσοστό κεφαλαίου που πρέπει να διατίθεται έναντι μελλοντικών ζημιών.

Το Σύμφωνο της Βασιλείας Ι όμως παρουσίαζε αρκετές αδυναμίες που είχαν να κάνουν με τον καθορισμό των συντελεστών στάθμισης ανεξάρτητα από το μέγεθος του πιστωτικού ιδρύματος, τον αυθαίρετο καθορισμό του ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας, την μη αξιολόγηση άλλων κινδύνων (π.χ. λειτουργικού, συναλλαγματικού κ.α.). Οι αδυναμίες αυτές οδήγησαν στην αναθεώρησή του και στη δημιουργία ενός νέου πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας.

[23] www.ibas.org

Τον Ιούνιο του 1999 γίνεται η δημοσιοποίηση του πρώτου κειμένου αναθεώρησης με νέες προτάσεις που δίνουν σημασία στην ιδιαιτερότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και στην πολυπλοκότητα της τραπεζικής διαχείρισης. Το νέο αυτό σύμφωνο ονομάστηκε Βασιλεία ΙΙ. Τα κείμενα της Βασιλείας ΙΙ έχουν τρεις θεματικές ενότητες, τρεις Πυλώνες.

Ο ***πρώτος Πυλώνας*** αναφέρεται στην αλλαγή του υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι του αναλαμβανόμενου κινδύνου, ενώ για πρώτη φορά γίνεται λόγος για διακράτηση κεφαλαίου που αφορά τον λειτουργικό κίνδυνο, τον κίνδυνο επιτοκίων στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο και το συναλλαγματικό κίνδυνο.

Ο ***δεύτερος Πυλώνας*** αναφέρεται στην καθιέρωση των διαδικασιών για τον έλεγχο της κεφαλαιακής επάρκειας. Οι εποπτικές αρχές αναλαμβάνουν την εξασφάλιση από το κάθε πιστωτικό ίδρυμα να διαθέτει τουλάχιστον τα ελάχιστα κεφάλαια που απαιτούνται για τη διαχείριση κινδύνων. Επίσης, πρέπει να ελέγχονται οι στρατηγικές που αναπτύσσει το εκάστοτε ίδρυμα αλλά και αν συμμορφώνονται με τους κανόνες και τις διαδικασίες υπολογισμού των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας.

Ο ***τρίτος Πυλώνας*** σχετίζεται με την πειθαρχία της αγοράς. Οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν χρηματοοικονομικές πληροφορίες για να μπορούν οι επενδυτές να σχηματίζουν ολοκληρωμένη εικόνα της κεφαλαιακής επάρκειας και των κινδύνων που αναλαμβάνουν. Η δημοσιοποίηση είναι απαραίτητη ώστε να αποφεύγονται προβλήματα ατελούς πληροφόρησης αλλά και για να μπορούν τα πιστωτικά ιδρύματα να κάνουν χρήση μία από τις προτεινόμενες μεθοδολογίες υπολογισμού κεφαλαίων.

Οι τρεις Πυλώνες της Βασιλείας ΙΙ δεν είναι ανεξάρτητοι μεταξύ τους, συνδέονται άμεσα. Βασική προϋπόθεση εφαρμογής των κανόνων του πρώτου Πυλώνα, που αφορά τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, είναι η ικανότητα ελέγχου από τις εποπτικές αρχές όπως υπαγορεύει ο δεύτερος Πυλώνας. Παράλληλα, ο τρίτος Πυλώνας μέσα από τη δημοσίευση πληροφοριών και στοιχείων δίνει κίνητρα βελτίωσης της διαχείρισης κινδύνου.

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008 όμως συνέπεσε χρονικά με την εφαρμογή του Συμφώνου της Βασιλείας ΙΙ. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αδυναμία των τραπεζών να εκτιμήσουν τους κινδύνους που θα αναλάμβαναν και πολλές κατηγορίες κεφαλαίων

που συμπεριλαμβάνονται στα εποπτικά να μην μπορούν να καλύψουν τις ζημιές. Οι τράπεζες επίσης, δεν διέθεταν την ρευστότητα που ήταν απαραίτητη ώστε να ανταποκριθούν άμεσα στα όσα έφερε η οικονομική κρίση. Πριν την κρίση το πρόβλημα της ρευστότητας λυνόταν μέσω του διατραπεζικού δανεισμού. Με την εμφάνιση της κρίσης όμως έγινε φανερό πως υπήρχε δυσκολία στην εξεύρεση ρευστών διαθέσιμων, για αυτό και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα απευθύνονταν στις κεντρικές τράπεζες. Ένα ακόμα ζήτημα που προέκυπτε από την Βασιλεία ΙΙ είναι ότι δεν λάμβανε υπόψη καθόλου το συστημικό κίνδυνο, δηλαδή τον κύριο λόγο που εκδηλώθηκε η κρίση. Στην ουσία η Βασιλεία ΙΙ προέβλεπε μόνο κάλυψη των κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου.

Το Σεπτέμβριο του 2010 υπογράφεται μια νέα Συμφωνία, η Βασιλεία ΙΙΙ, η οποία αποσκοπεί στην αποφυγή των τραπεζών από την οικονομική κρίση. Οι κανόνες της Βασιλείας ΙΙΙ άρχισαν να ισχύουν από τον Ιανουάριο του 2013 και θα εφαρμόζονται σταδιακά μέχρι τον Ιανουάριο του 2019. Σύμφωνα με τα κείμενα της Βασιλεία ΙΙΙ, ο δείκτης της κεφαλαιακής επάρκειας πρέπει να ανέρχεται στο 4,5%. Το νέο αυτό Σύμφωνο στοχεύει στην ενίσχυση της ποιότητας, της συνέπειας και της διαφάνειας της κεφαλαιακής βάση καθώς και στην ενίσχυση της κάλυψης των κινδύνων στο θέμα της κεφαλαιακής επάρκειας. Η Βασιλεία ΙΙΙ προτείνει μια νέα κατηγοριοποίηση των εποπτικών κεφαλαίων[24]:

- Κύρια βασικά κεφάλαια (Common Equity Tier 1)
- Πρόσθετα βασικά κεφάλαια (Additional Tier 1)
- Συμπληρωματικά κεφάλαια (Tier 2)

Προστατεύει τις τράπεζες από τον πιστωτικό κίνδυνο αφού αυξάνει το όριο των κεφαλαιακών απαιτήσεων και προωθεί μια πιο ολοκληρωμένη αντιμετώπιση του. Εισάγει έναν νέο δείκτη μόχλευσης που αποσκοπεί στην ύπαρξη ενός κατώτατου ορίου στη συσσώρευση της μόχλευσης στον τραπεζικό τομέα. Ακόμα, ο δείκτης μόχλευσης προσπαθεί να διασφαλίσει τις τράπεζες έναντι του κινδύνου και του σφάλματος μέτρησης με την χρήση ενός απλού μέτρου που βασίζεται στις ακαθάριστες θέσεις. Επίσης, παρουσιάζει μια σειρά μέτρων για την προκυκλικότητα. Τέλος, εισάγει ένα

[24] Βλ. Παράρτημα 3

παγκόσμιο πρότυπο ελάχιστης ρευστότητας για τις τράπεζες με διεθνή δραστηριότητα που περιλαμβάνει κάλυψη ρευστότητας σε 30 ημέρες.

5.1.2 Προβλήματα Εποπτείας λόγω Σ&Ε

Η σημαντική ανάπτυξη των τραπεζικών ιδρυμάτων αποτελεί πλέον μια καινούρια πρόκληση για τις ρυθμιστικές αρχές. Η εποπτεία πρέπει να είναι όσο το δυνατόν αποτελεσματικότερη αλλά ταυτόχρονα θα πρέπει η ενοποίηση των τραπεζικών συστημάτων να μην εμποδίζεται. Είναι ολοφάνερο ότι πρέπει να υπάρχει σύγκλιση της νομοθεσίας σε παγκόσμιο επίπεδο αλλά και οι εποπτικές αρχές να ενισχύσουν την συνεργασία τους περισσότερο σε σχέση με το παρελθόν.

Οι Σ&Ε ομίλων αποτελούν δύσκολο έργο για τις εποπτικές αρχές καθώς ο κίνδυνος είναι αυξημένος όταν οι όμιλοι δραστηριοποιούνται ταυτόχρονα σε πολλές αγορές. Ιδιαίτερη είναι η δυσκολία που αντιμετωπίζουν οι εποπτικές αρχές όταν τα ιδρύματα ανήκουν σε διαφορετικά κράτη και οι πρακτικές που ακολουθούν στην φορολογία και στην λογιστική διαφέρουν. Υπάρχουν επίσης διαφορές σε θέματα προληπτικών κανόνων και πρακτικών, συμπεριλαμβανομένων των αδειών και τα έγγραφα που ζητούνται. Πολλές φορές μάλιστα, τα πιστωτικά ιδρύματα προσπαθούν αν επωφεληθούν από τις διαφορές αυτές.

Ένα ακόμα πρόβλημα αποτελεί η εποπτεία σε ενοποιημένη βάση. Αυτό συμβαίνει γιατί σε αρκετές περιπτώσεις οι διεθνείς όμιλοι δεν έχουν στην κατοχή τους μόνο ιδρύματα χωρών που ανήκουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Για το σκοπό αυτό οι εθνικές εποπτικές αρχές έχουν υπογράψει συμφωνίες συνεργασίας.

Σημαντικό είναι και το πρόβλημα του συστημικού κινδύνου που αυξάνεται λόγω διεύρυνσης του πλαισίου δραστηριότητας των τραπεζών και της επέκτασης εταιρειών του ομίλου σε πολλά προϊόντα μετά την ενοποίησή τους με άλλες τράπεζες. Η συγκέντρωση είναι ένας άλλος λόγος που αυξάνει τον συστηματικό κίνδυνο. Η αύξηση του μεγέθους, αυξάνει με την σειρά τις επιχειρήσεις άρα και το ποσοστό αυτών που η αποτυχία τους μεταφέρει δυναμικούς κινδύνους. Επίσης, η ευπάθεια του χρηματοπιστωτικού τομέα στον συστημικό κίνδυνο εξαρτάται από τον συσχετισμό των κινδύνων μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συγχωνεύονται.

Τα ίδια κεφάλαια των τραπεζών επηρεάζονται από Σ&Ε που πραγματοποιούνται μεταξύ τραπεζών. Οι εποπτικές αρχές συνεχίζουν να τα παρακολουθούν και να τα ελέγχουν και μετά την Σ&Ε καθώς η περίοδος που ακολουθεί είναι κρίσιμη. Συγκεκριμένα, διατήρηση της κεφαλαιοποίησης του ομίλου, υπάρχει περίπτωση, να χρειάζεται υψηλών αποδόσεων ιδία κεφάλαια. Η αυξημένη μόχλευση βέβαια, της νέας εταιρείας που θα προκύψει μέσω της Σ&Ε, η οποία είναι απαραίτητη για τη διατήρηση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, την κάνει πιο ευάλωτη στις οικονομικές δυσκολίες. Επιπλέον, σχετικά με την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων, υπάρχει και το θέμα του διπλού υπολογισμού κεφαλαίου, δηλαδή το κεφάλαιο μπορεί να χρησιμοποιηθεί δύο φορές για την υποστήριξη τόσο της μητρικής όσο και της θυγατρικής.

5.2 Ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος

Ο τραπεζικός κλάδος στην Ελλάδα μέχρι την δεκαετία του 1980 δεν ήταν ανταγωνιστικός καθώς η τράπεζα της Ελλάδος καθόριζε την επενδυτική πολιτική και τα επιτόκια. Αυτό σε συνδυασμό με τα αυστηρά όρια στην κινητικότητα των κεφαλαίων από και προς την Ελλάδα ενίσχυε την αδυναμία να ανταπεξέλθει στο διεθνές περιβάλλον ανταγωνισμού. Από τα τέλη της δεκαετία του ’80 παρατηρήθηκαν έντονες δομικές αλλαγές οδηγώντας το χρηματοπιστωτικό σύστημα προς τον εκσυγχρονισμό και την απελευθέρωση.

Τα τελευταία χρόνια οι αλλαγές που παρατηρούνται στην χώρα μας στον τραπεζικό κλάδο αφορούν την δημιουργία νέων τραπεζών, καθώς και την μεγέθυνση των παλαιότερων μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων. Στην αρχή υπήρχε μια τάση δημιουργίας ομίλων θυγατρικών εταιριών. Επίσης, έκαναν την εμφάνισή τους νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες αλλά και η τραπεζική δραστηριότητα διευρύνθηκε σε νέους τομείς. Ο εκσυγχρονισμός στις υποδομές είναι φανερός, όπως και στον τρόπο που ελέγχονται τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και διαχειρίζονται τον κίνδυνο. Η απελευθέρωση σχετίζεται με την ιδιωτικοποίηση κρατικών τραπεζών, την κατάργηση διαφόρων πιστωτικών κανόνων και την απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων. Έτσι, το νέο περιβάλλον που έχει δημιουργηθεί ευνοεί ιδιαιτέρως τις Σ&Ε τόσο μεταξύ των τραπεζών, όσο και στο ευρύτερο πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού κλάδου, με αποτέλεσμα την όξυνση του ανταγωνισμού.

Η διεθνής παρουσία των ελληνικών τραπεζών διευρύνθηκε με την επέκτασή τους στην ΝΑ Ευρώπη. Στο τέλος του 2006, σύμφωνα με έρευνα της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, οι όμιλοι των ελληνικών τραπεζών κατείχαν στο εξωτερικό περίπου 1.900 καταστήματα που απασχολούσαν 32.000 υπαλλήλους. Το ενεργητικό των θυγατρικών και των υποκαταστημάτων τους στο εξωτερικό ανερχόταν στα 56,3 δις. ευρώ, αυξημένο κατά 75% σε σχέση με το 2005. Αποτελούσε το 19% του συνολικού ενεργητικού των ελληνικών τραπεζικών ομίλων[25].

Στα τέλη του 2007, σύμφωνα με την έκθεση που δημοσίευσε η ΕΚΤ, στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο παρατηρείται τεράστια συγκέντρωση στον κλάδο, η οποία περιορίζει τον ανταγωνισμό. Συγκεκριμένα, στην κατάταξη μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης που έχουν τον υψηλότερο βαθμό συγκέντρωσης, βρίσκεται στην τρίτη θέση. Το 2005 οι 5 μεγαλύτεροι όμιλοι της χώρας κατείχαν συνολικά το 66,3%.

Η πιο πρόσφατη δημοσίευση της ΕΚΤ, όπως διαβάζουμε στην εφημερίδα «καθημερινή[26]», παρουσιάζει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα να έχει τον υψηλότερο βαθμό συγκέντρωσης μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης μετά το κύμα απορροφήσεων εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και αποχώρησης ξένων παικτών, που σημειώθηκε από την κρίση του 2008 και μετά. Ο αυξημένος βαθμός συγκέντρωσης επιτρέπει την πρόσβαση των ελληνικών τραπεζών σ' ένα ιδιαίτερα μεγάλο πελατολόγιο, πενταπλάσιο σχεδόν σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Όπως αναφέρει η ΕΚΤ στην ετήσια έκθεση για τη δομή του πιστωτικού συστήματος, στην Ελλάδα οι πέντε μεγαλύτερες τράπεζες με βάση τα στοιχεία του 2013, ελέγχουν το 95% του συνολικού ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος, τοποθετώντας τη χώρα μας πρώτη στη σχετική κατάταξη και σε απόσταση από αγορές, όπως η Πορτογαλία, όπου το αντίστοιχο ποσοστό είναι 70%, η Ισπανία με 55%, η Γαλλία με 45%, η Ιταλία με 40% και η Γερμανία με 30% (Βλ. Εικόνα 5[27]).

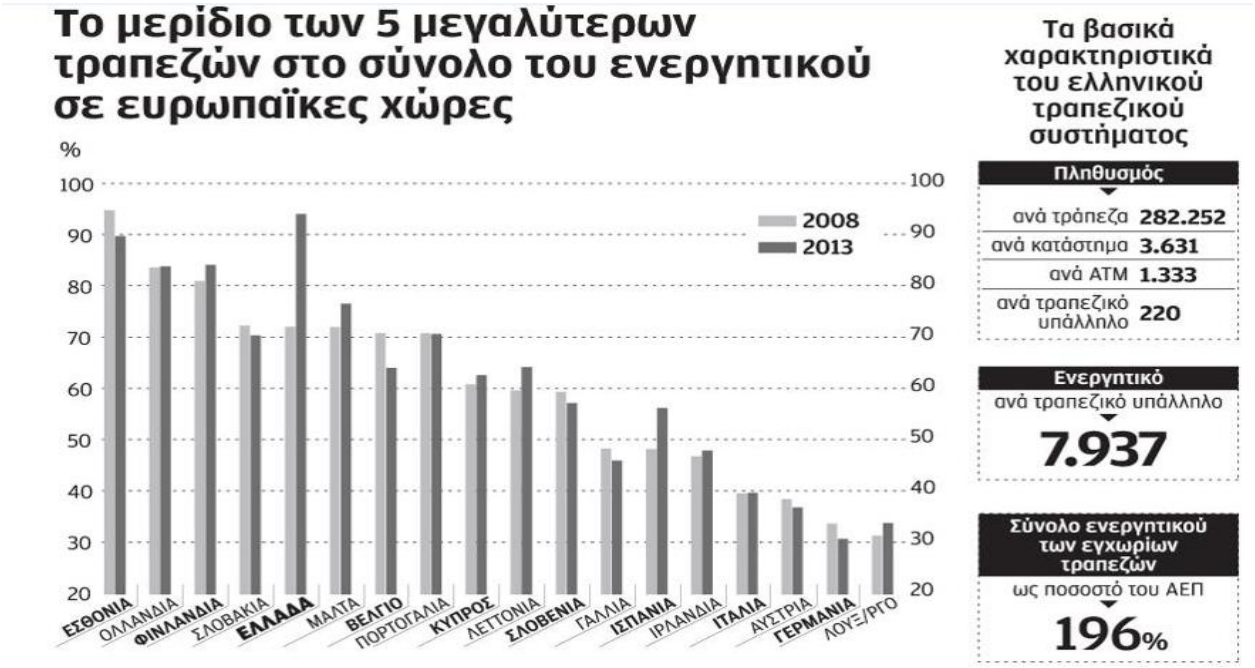
[25] www.hba.gr

[26] www.kathimerini.gr

[27] στα στοιχεία του 2013 δεν περιλαμβάνεται η εξαγορά του χαρτοφυλακίου λιανικής τραπεζικής της Citibank από την Alpha Bank, που πραγματοποιήθηκε εντός του 2014, ούτε επίσης η απορρόφηση της Geniki Bank από την Τράπεζα Πειραιώς, εξελίξεις που διευρύνουν περαιτέρω το μερίδιο των τεσσάρων τραπεζών.

Παρ' όλα αυτά η χώρα μας παρουσιάζεται να έχει περιορισμένη ανταγωνιστικότητα στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα.

Η διαμόρφωση όμως του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου για την εξυγίανση των πιστωτικών ιδρυμάτων επέτρεψε την εύρυθμη αναδιάταξη του τραπεζικού τομέα. Μέχρι το τέλος 2013 είχαν εξυγιανθεί δώδεκα τράπεζες, κυρίως με τη μεταφορά των υγιών στοιχείων ενεργητικού τους σε άλλη τράπεζα. Επίσης διασφαλίστηκε, κατόπιν διαγωνιστικής διαδικασίας, η ομαλή μεταβίβαση των λειτουργιών των κυπριακών υποκαταστημάτων σε εγχώρια τράπεζα.



Πηγή: ECB structural Financial Indicators, www.ecb.europa.eu.

Εικόνα 5: Μερίδια των 5 μεγαλύτερων τραπεζών στις ευρωπαϊκές χώρες

5.3 Εξελίξεις Σ&Ε τραπεζών στην Ελλάδα

Τα τελευταία χρόνια η στρατηγική των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο χρησιμοποιείται ευρέως στην Ελλάδα. Από τα τέλη της δεκαετίας του 1980, η ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά παρουσίασε μια πορεία συνεχών μεταβολών.

Συγκεκριμένα, από το 1987 μέχρι το 1994 παρατηρείται η προσπάθεια για θεσμική προσαρμογή στα καινούρια δεδομένα που προήλθαν από την απελευθέρωση των παγκόσμιων αγορών. Η κατάργηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (1994), η απελευθέρωση της ελληνικής τραπεζικής αγοράς στα τέλη του περασμένου αιώνα (από το 1996 και έπειτα) σε συνδυασμό με την διεκδίκηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς από τις τότε μικρές τράπεζες (Πειραιώς, EFG Eurobank) αποτέλεσε το έναυσμα για τη δημιουργία ενός κύματος Σ&Ε στον εν λόγω κλάδο. Άλλα και οι μεγαλύτερες τράπεζες, προκειμένου να ανταποκριθούν στο νέο τοπίο που άρχισε να δημιουργείται, προχώρησαν είτε στις δικές τους εξαγορές, είτε σε τεχνολογική αναβάθμιση και αναδιοργάνωση.

Ακολουθεί παρουσίαση μερικών από των σημαντικότερων τραπεζικών Σ&Ε που έχουν πραγματοποιηθεί στην χώρα μας. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι πλέον οι τέσσερις μεγαλύτερες τράπεζες της χώρας είναι η (ΕΤΕ) Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (με μερίδιο αγοράς 22% στις καταθέσεις και 18% στα δάνεια), η Τράπεζα Πειραιώς (έχοντας ηγετική θέση στην ελληνική αγορά με μερίδια αγοράς 29% στα δάνεια και στις καταθέσεις), η Alpha Bank (με μερίδιο αγοράς 20% στις καταθέσεις και 24% στα δάνεια) και η EFG Eurobank (με μερίδιο αγοράς 12% στις καταθέσεις και 16% στα δάνεια)[28].

Η **ΕΤΕ**[29] ιδρύθηκε το 1841 και εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το 1880. Το 1953, η Τράπεζα συγχωνεύτηκε με την «Τράπεζα Αθηνών», που είχε ιδρυθεί το 1893. Μέσα στο 1998, η Τράπεζα προέβη στη συγχώνευση δι' απορροφήσεως της θυγατρικής της «Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.», η οποία είχε προέλθει από τη συγχώνευση δύο πρώην θυγατρικών της εταιρειών, της «Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.» και της «Εθνική Στεγαστική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.», με σκοπό την αρτιότερη εξυπηρέτηση των πελατών της στον τομέα της στεγαστικής και κτηματικής πίστης. Στα τέλη του 2002, η Εθνική Τράπεζα προχώρησε στη συγχώνευση δι' απορροφήσεως της θυγατρικής της «Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως ΑΕ». Στο πλαίσιο του στρατηγικού της προσανατολισμού στην αγορά της ΝΑ Ευρώπης, η ΕΤΕ εξαγόρασε, εντός του 2006, τη Finansbank στην Τουρκία και τη Vojvodjanska Banka στη Σερβία.

[28] Τα μερίδια αγοράς αναφέρονται στο έτος 2013, www.euro2day.gr

[29] www.nbg.gr

Η **Τράπεζα Πειραιώς**[30] ιδρύθηκε το 1916, λειτουργούσε ως ιδιωτική Τράπεζα, ενώ το διάστημα 1975-1991 πέρασε υπό κρατικό έλεγχο, ενώ το Δεκέμβριο του 1991 ιδιωτικοποιήθηκε. Τις δεκαετίες του 1990 και 2000, η Τράπεζα Πειραιώς υλοποίησε μία σειρά στρατηγικών κινήσεων, με σκοπό την εδραίωσή της στην εγχώρια αγορά. Έτσι, το 1998 προχώρησε στην απορρόφηση των εργασιών της Chase Manhattan στην Ελλάδα, στην εξαγορά της Τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης και της μικρής εξειδικευμένης Τράπεζας Credit Lyonnais Hellas, ενώ στις αρχές του 1999 στην απόκτηση του ελέγχου της Τράπεζας Χίου και στην απορρόφηση των εργασιών της National Westminster Bank PLC στην Ελλάδα. Τον Ιούνιο του 2000 πραγματοποίησε την ενοποίηση των τραπεζικών δραστηριοτήτων της στην Ελλάδα, μέσω της απορρόφησης των εμπορικών Τραπεζών Μακεδονίας-Θράκης και Χίου. Το 2002, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τον έλεγχο της ETBAbank, ενώ η απορρόφησή της ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο 2003. Το 2012, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε το «υγιές» τμήμα της Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος (επιλεγμένα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού) και τη Γενική Τράπεζα. Το Μάρτιο του 2013, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τις τραπεζικές δραστηριότητες στην Ελλάδα της Τράπεζας Κύπρου, της Cyprus Popular Bank και της Ελληνικής Τράπεζας. Τον Ιούνιο 2013, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τη Millennium Bank Ελλάδας. Ωστόσο έχει πραγματοποιήσει και διασυνοριακές εξαγορές. Συγκεκριμένα, το 2005, ο Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς υλοποιώντας στρατηγική επέκτασής του στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και Ανατολικής Μεσογείου, προχώρησε στην εξαγορά της βουλγαρικής Τράπεζας Eurobank (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank Bulgaria), ενώ το Μάρτιο 2006 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των καταστημάτων της Τράπεζας Πειραιώς στη Βουλγαρία με την Eurobank. Επίσης, το 2005, εισήλθε στη σερβική αγορά με την εξαγορά της Atlas Bank (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank Beograd), αλλά και στην αιγυπτιακή αγορά με την εξαγορά της Egyptian Commercial Bank (μετονομάσθηκε σε Piraeus Bank Egypt). Τέλος, εντός του 2007, ο Όμιλος Πειραιώς διεύρυνε τη διεθνή παρουσία του στην Ουκρανία με την εξαγορά της International Commerce Bank (μετονομάσθηκε σε Piraeus Bank ICB), και στην Κύπρο με την ίδρυση της Τράπεζας Πειραιώς Κύπρου και τη συμφωνία εξαγοράς του δικτύου της Arab Bank Κύπρου.

Η **Alpha Bank**[31] ιδρύθηκε το 1879. Το 1999 πραγματοποιήθηκε η εξαγορά του 51% των μετοχών της Ιονικής Τραπέζης. Στις 11 Απριλίου 2000 εγκρίθηκε η συγχώνευση της

[30] www.piraeusbank.gr

[31] www.alphabank.gr

Ιονικής Τραπέζης με απορρόφηση από την Alpha Τράπεζα Πίστεως (η τότε ονομασία της). Η νέα Τράπεζα που προέκυψε από την συγχώνευση ονομάζεται Alpha Bank. Την 1 Φεβρουαρίου 2013, σε συνέχεια της συμφωνίας εξαγοράς της Εμπορικής Τραπέζης την 16 Οκτωβρίου 2012 από την Alpha Bank A.E. μετά της Crédit Agricole S.A. και της λήψεως των οικείων κανονιστικών εγκρίσεων από τις Ελληνικές και Κυπριακές Κεντρικές Τράπεζες και Επιτροπές Ανταγωνισμού, το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής μεταβιβάσθηκε από την Crédit Agricole στην Alpha Bank. Την 28 Ιουνίου 2013 ολοκληρώθηκε η νομική συγχώνευση της Εμπορικής Τραπέζης από την Alpha Bank.

Η **Eurobank EFG**[32] ιδρύθηκε το 1990. Το 1994 απέκτησε το 75% της EFG Private Bank (Luxembourg) S.A. Δύο χρόνια αργότερα συγχωνεύεται με την Interbank Ελλάδος A.E. Το 1997 εξαγοράζει το δίκτυο καταστημάτων της Credit Lyonnais Grece S.A. και ποσοστό ελέγχου της Τράπεζας Αθηνών. Η CEH και η EFG Eurobank το έτος 1998 εξαγοράζουν από κοινού ποσοστό 18,4% της Τράπεζας Εργασίας, ενώ η Deutsche Bank αποκτά συμμετοχή 10% στην EFG Eurobank. Την ίδια χρονιά γίνεται μεταβίβαση της Τράπεζας Κρήτης στην EFG Eurobank. Επίσης, συγχωνεύονται οι δραστηριότητες της EFG Eurobank με την Τράπεζα Αθηνών . Το 1999 συγχωνεύεται με την Τράπεζα Κρήτης και την Τράπεζα Εργασίας. Ένα χρόνο μετά αποκτά ποσοστό 19,25% στην Banc Post S.A. Ρουμανίας. Το 2002 συμμετέχει με ποσοστό 43% στην Post Bank Βουλγαρίας μέσω εξαγοράς του 50% της Alico / CEH Balkan Holdings. Εξαγοράζει ποσοστό 68% της Post Banka AD Σερβίας και συγχωνεύεται με την «Επενδύσεις Εργασίας ΑΕΕΧ». Παράλληλα, αυξάνει τη συμμετοχή στην Banc Post Ρουμανίας σε 53,25%. Το 2003 συγχωνεύεται με την «Επενδύσεις Αναπτύξεως ΑΕΕΧ», συμμετέχει πλέον με μεγαλύτερο ποσοστό (90,8%) στην Post Banka AD Σερβίας και συμμετέχει στην Post Bank Βουλγαρίας με ποσοστό 96,74% μέσω εξαγοράς του υπόλοιπου 50% της Alico/CEH Balkan Holdings. Το 2004 αυξάνει ακόμα περισσότερο την συμμετοχή στην EFG Eurobank Beograd AD (93,54%) όπως και στην Banc Post Ρουμανίας (58,6%). Εξαγοράζει την Intertrust ΑΕΔΑΚ, την HC Istanbul χρηματιστηριακής στην Τουρκία και την Capital Securities χρηματιστηριακής στη Ρουμανία. Το 2005 έχει αύξηση συμμετοχής στην Postbank Βουλγαρίας σε (98,7%) καθώς και στην EFG Eurobank Beograd (97,5%), Αποκτά συμμετοχής ποσσοστού 62,3% στην Nacionalna stedionica –

[32] www.eurobank.gr

banka Σερβίας και συγχωνεύεται με απορρόφηση με την «Πρόοδος Ελληνικές Επενδύσεις ΑΕΕΧ». Επεκτείνεται στην τραπεζική αγορά της Πολωνίας μέσω της Polbank EFG. Εξαγοράζει στο 100% την Nacionalna stedionica – banka Σερβίας. Το 2006 εξαγοράζει το 91,3% της DZI Bank Βουλγαρίας. Την ίδια χρονιά γίνεται η συγχώνευση των τραπεζών Nacionalna stedionica και EFG Eurobank a.d. Beograd Σερβίας. Το 2007 εξαγοράζει το 70% της Tekfenbank Τουρκίας και το 99,3% της Universal Bank Ουκρανίας. Το 2011 συγχωνεύεται με την «ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ». Το 2013 ο όμιλος Eurobank διευρύνεται με την εξαγορά του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου Ελλάδος και της Νέας Proton Bank. Να σημειώσουμε ότι το πρώτο τρίμηνο του 2013 η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος έκανε αίτηση για εξαγορά της Eurobank, η οποία αν και έγινε δεκτή απο το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ), στην πορεία όμως με παρέμβαση της τρόικας απορρίφθηκε από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

5.4 Τύποι συνασπισμών τραπεζών

Η μελέτη του τραπεζικού κλάδου έχει οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι οι τράπεζες επιλέγουν δύο τύπους συγκεντρώσεων. Αυτές διακρίνονται στις αφανείς- μυστικές άτυπες και στις φανερές- τυπικές.

Αφανείς είναι οι συγκεντρώσεις που αποτελούνται από συνασπισμούς που έχουν δημιουργηθεί από έναν μικρό αριθμό τραπεζών (ή επιχείρηση στην γενική έννοια του όρου), ο οποίος έχει υπό τον έλεγχο του μεγαλύτερο μέρος της παραγωγής ενός προϊόντος ή βασικών πρώτων υλών ή συγκεντρώνει το μεγαλύτερο ποσοστό του απασχολούμενου στον οικείο κλάδο εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού ή τέλος ένας συνδυασμός όλων αυτών. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι Συμφωνίες Κυρίων (gentlemen agreements), οι κοινοπραξίες (pools), οι κερδοσκοπικές συμπράξεις (concerns rings), οι οποίες χαρακτηρίζονται ως πρόσκαιρες και χαμηλής δεσμεύσεως επιχειρηματικές συμπράξεις.

Φανερές είναι οι τύποι συγκεντρώσεων που εξωτερικεύονται και έχουν την μορφή καρτέλ (cartel) ή τραστ (trust). Στην κατηγορία των φανερών συγκεντρώσεων ανήκουν και οι Σ&Ε και μάλιστα της συμπαγέστερης μορφής αυτών.

5.4.1 Είδη Σ&Ε τραπεζών σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)

Στην Ε.Ε οι λόγοι που διεξάγονται οι Σ&Ε αφορούν κυρίως την αύξηση του μεριδίου αγοράς, την γεωγραφική διαφοροποίηση, τη διεθνή επέκταση, την εκμετάλλευση ευκαιριών χρηματοοικονομικών κέντρων, τη διαφοροποίηση κινδύνου και τη δημιουργία συνεργειών. Έτσι, οι ευρωπαϊκές τράπεζες για να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό που προέρχεται από το μακροοικονομικό και θεσμικό πλαίσιο της Ε.Ε προβαίνουν σε διάφορες στρατηγικές που σχετίζονται με τις Σ&Ε. Προσπαθούν να βελτιωθούν σε εθνικό επίπεδο με σύμπραξη άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων που ανήκουν στην ίδια χώρα. Επίσης, συνεργάζονται με τράπεζες από διαφορετικές χώρες (είτε με αμοιβαία συμμετοχή σε κεφάλαια είτε με συγχωνεύσεις τραπεζών διαφόρων ευρωπαϊκών χωρών).

Σύμφωνα με την ΕΚΤ[33] και λαμβάνοντας υπόψη τους λόγους πραγματοποίησης στον τραπεζικό κλάδο τα είδη των Σ&Ε διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες: *εγχώριες, διεθνείς ή διασυνοριακές* και *ανάπτυξη χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων.*

Εγχώριες (domestic): Το μεγαλύτερο ποσοστό σε Σ&Ε στην εγχώρια τραπεζική βιομηχανία κατέχουν τα πιστωτικά ιδρύματα (περίπου το 80%). Συνήθως είναι τα μικρότερα σε μέγεθος πιστωτικά ιδρύματα και έχουν ως συνέπεια την σάρωση του τραπεζικού υπερπληθωρισμού. Εκμεταλλεύονται οικονομίες κλίμακας αφού συνοδεύονται από μείωση κόστους (λιγότερο προσωπικό, λιγότερα υποκαταστήματα) αλλά και τις συνεργείες που προκύπτουν από τη διαφοροποίηση. Άλλωστε, μια εγχώρια συγχώνευση ή εξαγορά είναι ένας τρόπος αποφυγής εχθρικών εξαγορών. Τα τελευταία χρόνια βέβαια, ανάλογη κατεύθυνση ακολουθούν και μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα, στοχεύοντας στην αναδιάρθρωση του πιστωτικού συστήματος. Βασική επιδίωξή είναι η μεγέθυνση τους ώστε να κατέχουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς και η επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Παράλληλα, αυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο και έτσι επιζητούν κέρδη και μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής. Τα παραπάνω επιτυγχάνονται, είτε μέσω της μείωσης του προσωπικού, είτε με την μείωση των υποκαταστημάτων αν και πολλές φορές μπορεί να υποστούν περιορισμούς από την νομοθεσία (διατάξεις που αφορούν την προστασία των εργαζομένων).

[33] ECB, "Mergers and Acquisitions involving the EU banking industry-Facts and Implications", December 2000, www.ecb.europa.eu.

Διεθνείς ή Διασυνοριακές (international): Οι διεθνείς Σ&Ε συγκριτικά με τις εγχώριες, σύμφωνα με την ΕΚΤ (Δεκέμβριος 2000) ήταν πολύ λιγότερες κατά την περίοδο 1995- 1998 και αφορούσαν κυρίως τις χώρες εκτός ευρωζώνης. Τα τελευταία όμως χρόνια παρατηρείται μια αύξηση των διασυνοριακών Σ&Ε και στην ζώνη του ευρώ αλλά και στην ευρύτερη περιοχή του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ). Γενικά, οι εξαγορές ήταν περισσότερες από τις συγχωνεύσεις. Η επεκτατική τάση των ευρωπαϊκών τραπεζών έχει ως στόχο κυρίως τις αναδυόμενες αγορές αφού αυτές τους προσφέρουν μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους. Αίτιο των διεθνών Σ&Ε είναι η αύξηση του μεγέθους των τραπεζών, ώστε να εισέλθουν στις περιφερειακές και παγκόσμιες αγορές, επεκτείνοντας το πελατολόγιό τους. Επιπρόσθετα, σημαντικό είναι και το κίνητρο επίτευξης οικονομιών κλίμακας αν και η μείωση του κόστους προσφέρει μικρότερα αποτελέσματα από αυτά των εγχώριων Σ&Ε λόγω της επικάλυψης των υποστηρικτικών και διοικητικών εργασιών που παρατηρούνται μόνο στις εθνικές αγορές. Πολλές φορές, κράτη μέλη της ΕΕ προβαίνουν σε διεθνείς Σ&Ε ως αποτέλεσμα του φόβου της εγχώριας αντιμονοπωλιακής πολιτικής.

Ανάπτυξη χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων (financial conglomerate): Οι Σ&Ε που πραγματοποιούνται με σκοπό την δημιουργία ενός χρηματοοικονομικού συγκροτήματος (financial conglomerate) διαφέρουν ποιοτικά ως προς τις απλές τράπεζες αφού ο όμιλος που εγκαθιδρύουν έχει διαφορετικούς τομείς δράσης στην χρηματοοικονομική βιομηχανία. Τον κύριο ρόλο έχει συνήθως ένα πιστωτικό ίδρυμα, μια ασφαλιστική επιχείρηση ή γενικά κάποιο χρηματοοικονομικό ίδρυμα. Στο σημείο αυτό ταιριάζει να αναφέρουμε ότι υπάρχουν διάφοροι τρόποι δημιουργίας τέτοιων συγκροτημάτων όπως η εξ' υπαρχής ίδρυση εταιριών ή ιδρυμάτων σε άλλους χρηματοοικονομικούς τομείς. Επίσης, εναλλακτικοί τρόποι προσφοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών διαφορετικού χαρακτήρα είναι οι συμφωνίες συνεργασίας (co-operation agreements) και η σύσταση επιχειρήσεων κοινής ιδιοκτησίας (jointly owned enterprises) που προσφέρουν εξειδικευμένες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Σχετικά με τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα διακρίνουμε:

1. ***Εγχώρια Συγκροτήματα:*** Προήλθαν κυρίως από την ένωση πιστωτικών ιδρυμάτων που θέλησαν να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους στη διαχείριση διαθέσιμων και στις επενδυτικές υπηρεσίες. Οι τράπεζες κατά βάση εξαγόρασαν

ασφαλιστικές επιχειρήσεις, οι οποίες μπήκαν στον έλεγχο του αντίστοιχου συγκροτήματος. Οι ασφαλιστικές εταιρείες δεν ανέπτυξαν τέτοιου είδους πρωτοβουλίες εξαιτίας νομικών κωλυμάτων αλλά και λόγω της υπεροχής των τραπεζών στον τομέα των Σ&Ε. Στην Ιταλία, το Βέλγιο και την Ιρλανδία τα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα ήταν αποτέλεσμα εξαγορών, ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο, το Λουξεμβούργο, την Πορτογαλία, την Ισπανία, την Γαλλία και την Ελλάδα φαίνεται πως προτιμήθηκε περισσότερο η μέθοδος της εξ' υπαρχής ίδρυσης χρηματοοικονομικών εταιρειών. Κύριο αίτιο δημιουργίας αυτών είναι η εκμετάλλευση οικονομιών φάσματος. Σκοπό έχουν να επιτύχουν σταυροειδείς πωλήσεις (cross- selling) των διαφόρων χρηματοοικονομικών προϊόντων βασιζόμενοι στους μεγάλους πελάτες και τη δημιουργία καταστημάτων μιας στάθμευσης (one-stop shopping) για την εξυπηρέτηση κάθε είδους ανάγκης των πελατών (π.χ. ανάγκες που σχετίζονται τραπεζικές, ασφαλιστικές, επενδυτικές υπηρεσίες και προϊόντα). Τα ήδη υπάρχοντα κανάλια διανομής συνεχίζουν να λειτουργούν ακόμα και με διαφοροποιημένη μορφή έτσι ώστε να ανταποκρίνονται στις δημογραφικές και δημοσιονομικές μεταβολές. Ταυτόχρονα, η πτωτική πορεία του εισοδήματος από τόκους ασκεί πίεση στις τράπεζες να ψάξουν για νέες επιχειρηματικές περιοχές και να συνδυάσουν συγγενείς εργασίες με σκοπό την διαφοροποίηση του κινδύνου και το εγχώριο συγκρότημα να μην είναι τόσο ευάλωτο στους οικονομικούς κύκλους.

2. Διεθνείς συγκροτήματα: Κινητήριος μοχλός της σύστασης διεθνών χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων είναι οι τράπεζες, κυρίως σε ενέργειες που αφορούν επεκτάσεις σε επενδυτικές τράπεζες και εταιρίες. Χρησιμοποιούν περισσότερο τη μέθοδο της ίδρυσης χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων σε άλλες χώρες και όχι τόσο την πρακτική της εξαγοράς. Οι βασικές αιτίες και στην περίπτωση των διεθνών συγκροτημάτων είναι οι οικονομίες κλίμακας και φάσματος. Οι σταυροειδείς πωλήσεις είναι ένας τρόπος μεγιστοποίησης του εισοδήματος. Μηδαμινή φαίνεται να είναι η επικάλυψη διοικητικών λειτουργιών και καναλιών διανομής. Τα πιθανά πλεονεκτήματα κόστους δέχονται περιορισμούς καθώς τα ιδρύματα του συγκροτήματος είναι μοιρασμένα σε διαφορετικές χώρες, οι οποίες διέπονται από διαφορετικούς κανόνες και πρακτικές. Η πραγματοποίηση των παραπάνω θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω της συγκεντροποίησης των τεχνολογιών πληροφορικής, του στρατηγικού σχεδιασμού, της διαχείρισης κινδύνων και του μάρκετινγκ.

5.4.2 Θετικές και αρνητικές επιπτώσεις των Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο

Τα τελευταία χρόνια, η οικονομία χαρακτηρίζεται από την παγκοσμιοποίηση, η οποία όσο περνάνε τα χρόνια παίρνει μεγαλύτερες διαστάσεις και επηρεάζει κάθε κλάδο της οικονομίας. Οι τράπεζες βρίσκονται σε έναν συνεχόμενο ανταγωνισμό, προσπαθώντας να ενισχύσουν την διεθνοποίησή τους. Οι Σ&Ε είναι η στρατηγική που ακολουθείται ώστε να δημιουργηθούν ισχυρά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με στόχο την επίτευξη οικονομιών κλίμακας και φάσματος. Παράλληλα, αποσκοπούν στη διατήρηση και αν είναι δυνατόν στην αύξηση του μεριδίου στην εγχώρια αλλά και διεθνή αγορά. Η Σ&Ε συνεπάγεται λοιπόν την δημιουργία μιας μεγαλύτερης τράπεζας. Το γεγονός όμως αυτό όπως είναι φυσικό έχει και θετικά και αρνητικά του.

Τα πλεονεκτήματα[34] που μπορούν να προκύψουν από μία τέτοια στρατηγική παρουσιάζονται στη συνέχεια.

Σε πρώτο πλάνο η θετική ωφέλεια που προκύπτει από την Σ&Ε είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών (shareholder value). Ο νέος χρηματοπιστωτικός όμιλος αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών, αυξάνοντας την τιμή της μετοχής, η οποία μπορεί να είναι ακόμα μεγαλύτερη αν συνοδεύεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Βέβαια, οι προσδοκίες αυτές έχουν βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα. Οι μακροπρόθεσμες θετικές επιδράσεις στην τιμή της μετοχής εξαρτώνται από το αν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του τα επόμενα χρόνια. Παρ' όλο όμως την βραχυπρόθεσμη επίδραση στην τιμή της μετοχής, μια συγχώνευση ή εξαγορά βοηθά στην αντιμετώπιση του ανταγωνισμού με την προϋπόθεση ότι ο όμιλος θα προσφέρει νέα και διαφοροποιημένα προϊόντα σε χαμηλότερες τιμές, δηλαδή με μικρότερη προμήθεια και πιο χαμηλά επιτόκια. Η απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης, δημιουργεί αυξανόμενα κέρδη στα πιστωτικά ιδρύματα. Οι τράπεζες έχουν την ικανότητα να διατηρήσουν ή ακόμα και να αυξήσουν το περιθώριο των επιτοκίων , καταθέσεων και χορηγήσεων στην αγορά λιανικής (retail banking), ενώ δεν μπορούν να κάνουν το ίδιο στην αγορά χονδρικής (wholesale banking) αφού οι πελάτες μπορούν να κινηθούν διαφορετικά. Επιπρόσθετα, η ανάπτυξη νέων υπηρεσιών όπως η τηλεφωνική τραπεζική (phone banking), η διαδικτυακή τραπεζική (internet banking) και η επιχειρησιακή τραπεζική

[34] Amihud Y., DeLong G. L. and Saunders A., (2003), "The Effects of Cross-Border Bank Mergers on Bank Risk and Value", Journal of International Money and Finance

(home banking), οι οποίες είναι αποτέλεσμα της τεχνολογικής προόδου κάνουν μεγαλύτερη την ανάγκη για δημιουργία χρηματοοικονομικών προϊόντων μέσω Σ&Ε. Επίσης, καινούρια εργαλεία διαχείρισης κινδύνου (π.χ. παράγωγα προϊόντα) εφαρμόζονται πιο αποτελεσματικά από πιστωτικά ιδρύματα μεγαλύτερου μεγέθους. Το φαινόμενο της αποδιαμεσολάβησης (disintermediation)[35] αντιμετωπίζεται με πιο αποτελεσματικό τρόπο μέσω των Σ&Ε. Οι τράπεζες δημιουργούν θυγατρικές εταιρείες μέσα από τις οποίες διαθέτουν προϊόντα που ξεφεύγουν από τις παραδοσιακές χορηγήσεις δανείων. Τέλος, δεν θα πρέπει να παραληφθεί ότι οι διασυνοριακές Σ&Ε τραπεζών προσδίδουν βάθος στις αγορές. Αυτό είναι σημαντικό γιατί αυξάνεται η ρευστότητα των αγορών και ο κίνδυνος κατανέμεται.

Οι θετικές αυτές επιδράσεις αντισταθμίζονται από ενδεχόμενες δυσκολίες που δημιουργούνται όταν λαμβάνει χώρα μια Σ&Ε. Οι δυσκολίες αυτές σχετίζονται με θέματα προσαρμογής στη νέα πραγματικότητα όπως η ενοποίηση της διαφορετικής κουλτούρας των τραπεζών. Υπάρχει η πιθανότητα η νέα τράπεζα που θα δημιουργηθεί μετά την Σ&Ε να έχει πλεονάζον προσωπικό σε κάποια τμήματα, οδηγώντας σε απολύσεις προσωπικού και αύξηση του κοινωνικού κόστους. Σχετικά με τις περικοπές κόστους, που είναι αποτέλεσμα των οικονομιών κλίμακας, αναγκαίο κρίνεται να διευκρινιστεί ότι είναι εφάπαξ περικοπές. Επίσης, μελέτες έχουν δείξει ότι για τις μεγάλες εξαγορές που έχουν πραγματοποιηθεί σε διεθνές επίπεδο ότι οι μεν μέτοχοι της τράπεζας που προέβη στην εξαγορά σε μεγάλο ποσοστό βγήκαν κερδισμένοι, οι δε μέτοχοι της εξαγορασθείσας τράπεζας σημείωσαν απώλειες στη μετοχική τους αξία. Η αβεβαιότητα που δημιουργείται σε διάφορα επίπεδα επιδρά και αυτή με την σειρά της αρνητικά. Η αβεβαιότητα μπορεί να αφορά την έγκριση της Σ&Ε από τις εποπτικές αρχές, (στην περίπτωση της χώρας μας εννοούμε την Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Ανταγωνισμού). Επιπλέον, αν και οι Σ&Ε θεωρούνται ως σημαντικός μοχλός ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας, υπάρχει συχνά η αίσθηση ότι η συγκέντρωση αγοραίας ισχύος στα χέρια λίγων μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και χρηματοπιστωτικών κέντρων θα μπορούσε να στερήσει από τις περιφέρειες την απαραίτητη πρόσβαση σε φθηνή χρηματοδότηση και ότι οι ισχυροί χρηματοπιστωτικοί όμιλοι θα εκτοπίσουν τα μικρότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από την αγορά με αποτέλεσμα οι επιλογές των καταναλωτών να περιοριστούν σε τυποποιημένα προϊόντα.

[35] Η αποδιαμεσολάβηση είναι η απευθείας σύνδεση καταθετών - δανειοληπτών εκτός τραπεζικού συστήματος.

Τέλος, αν η εγχώρια αγορά είναι πλήρως ολοκληρωμένη και ανταγωνιστική, τα περιθώρια για την απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου είναι περιορισμένα.

5.5 Κίνδυνοι Σ&Ε στις τράπεζες

Στον τραπεζικό κλάδο, αλλά και γενικότερα στις επιχειρήσεις ανεξάρτητα του κλάδου, οι Σ&Ε ενέχουν και κάποιους κινδύνους τόσο πριν όσο και μετά την πραγματοποίηση τους. Οι κίνδυνοι που πρέπει να ληφθούν υπόψη πριν από μια τέτοια πρακτική έχουν να κάνουν με την τιμολόγηση της εξαγοραζόμενης τράπεζας, καθώς θα πρέπει να αντισταθμιστεί η αξία της εξαγοράς από την αξία των προσδοκώμενων εσόδων. Οι μετά την πράξη της Σ&Ε κίνδυνοι σχετίζονται με την πιθανή εργασιακή και οργανωτική ετερογένεια των συγχωνευμένων τραπεζών. Η συγχώνευση δύο ανεξάρτητων πιστωτικών ιδρυμάτων οδηγεί και σε μεγαλύτερο λειτουργικό κίνδυνο. Επιπρόσθετα, η δημιουργία ενός νέου μεγάλου τραπεζικού ομίλου αυξάνει τον συστηματικό κίνδυνο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα

Όσον αφορά Σ&Ε μεταξύ τραπεζικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην ίδια χώρα, με παρόμοια γραμμή παραγωγής προσφερόμενων υπηρεσιών, τα ενδεχόμενα προβλήματα μπορεί να αφορούν:

- την ενσωμάτωση του προσωπικού στη νέα τράπεζα,
- την ενοποίηση των συστημάτων πληροφορικής,
- τον επανασχεδιασμό ή την επέκταση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου,
- την καθημερινή παρακολούθηση των λογιστικών συστημάτων και τέλος,
- τον νέο τρόπο επαφής και επικοινωνίας με την πελατεία.

Τέλος, υπάρχει ο κίνδυνος της έλλειψης γνώσης του εποπτικού πλαισίου που λειτουργεί η εξαγοραζόμενη τράπεζα από την πλευρά της τράπεζας που εξαγοράζει.

5.6 Παράγοντες που επηρεάζουν την πιθανότητα εξαγοράς μιας τράπεζας

Πολλές είναι οι μελέτες στην διεθνή βιβλιογραφία που πραγματεύονται τους παράγοντες που επηρεάζουν την πιθανότητα εξαγοράς μιας τράπεζας. Για αυτό λοιπόν

θα ακολουθήσει μια συνοπτική αναφορά κάποιων σημαντικών μελετών και μία πιο εκτενής από μία σχετικά πρόσφατη μελέτη.

Οι Hannan και Rhoades (1987) έκαναν μια μελέτη που εξέταζε την επίδοση των τραπεζών, τα χαρακτηριστικά της αγοράς και την πιθανότητα απόκτησης μιας τράπεζας. Η περίοδος που κάλυπτε η εν λόγω μελέτη ξεκινά από το 1970 και φτάνει μέχρι το 1985. Συμπέραναν πως η συγκέντρωση της αγοράς μικραίνει την πιθανότητα να εξαγοραστεί μια τράπεζα από το εσωτερικό της αγοράς, αλλά δεν ισχύει το ίδιο εκτός της αγοράς αυτής. Επίσης, το υψηλό μερίδιο αγοράς και λειτουργίας στις αστικές περιοχές κάνει την τράπεζα πιο ελκυστική για εξαγορές εκτός αγοράς. Τα αποτελέσματα από την έρευνα του Moore (1996), ο οποίος προσπάθησε να προσδιορίσει τα χαρακτηριστικά των τραπεζών που εξαγοράστηκαν από το 1993-1996 στην Αμερική, έδειξαν ότι η πιθανότητα για out of market εξαγορές αυξάνεται όταν η αγορά είναι συγκεντρωμένη. Οι Hadlock, Houston και Ryngaert (1999)ανέλυσαν την επίδραση που έχουν οι ενέργειες της διοίκησης, την εταιρική διακυβέρνηση και την επίδοση των τραπεζών σε σχέση με την πιθανότητα εξαγοράς. Το υπό μελέτη δείγμα αφορούσε την περίοδο 1892-1992 και περιείχε 84 αμερικάνικες τράπεζες. Έδειξαν πως τράπεζες με πιο υψηλά επίπεδα διαχείρισης είναι πιο πιθανόν να εξαγοραστούν, κυρίως σε εξαγορές στις οποίες τα διευθυντικά στελέχη των τραπεζών που εξαγοράστηκαν δεν θα βρίσκονται στις «θέσεις» τους μετά την πραγματοποίηση της εξαγοράς. Οι Wheelock και Wilson (2000) προσπάθησαν να βρουν τα χαρακτηριστικά που κάνουν μια τράπεζα πιο ελκυστική και αυξάνουν την πιθανότητα η τράπεζα αυτή να φύγει από την αγορά, είτε λόγω εξαγοράς είτε λόγω αποτυχίας. Σύμφωνα με την ερευνά που διεξήγαγαν για την δεκαετία 1984-1994 η πιθανότητα εξαγοράς είναι μεγαλύτερη για τράπεζες με χαμηλή κεφαλαιοποίηση και απόδοση κεφαλαίων αλλά ήταν πιο αποτελεσματικές από πλευράς κόστους και βρίσκονταν σε κράτη που επιτρέπουν το branching σε όλη την επικράτεια.

Οι Hannan και Pilloff (2006) μελέτησαν τα χαρακτηριστικά που καθιστούν μια τράπεζα στόχο εξαγοράς στο άρθρο τους: «Acquisitions Targets and Motives in the Banking Industry». Στην εν λόγω μελέτη χρησιμοποιήθηκε δείγμα από 1.422 εξαγορές τραπεζών στις ΗΠΑ. Οι εξαγορές αφορούν την περίοδο 1996- 2006. Περιλαμβάνει διαπολιτειακές εξαγορές και δίνεται έμφαση στο κατά πόσο τα χαρακτηριστικά των

τραπεζών που εξαγοράζονται σε αυτή την περίπτωση διαφέρουν από τα χαρακτηριστικά των τραπεζών που εξαγοράζονται εντός της ίδιας πολιτείας.

Τα κυριότερα συμπεράσματα της έρευνας παρουσιάζονται παρακάτω:

1. Οι λιγότερο κερδοφόρες τράπεζες έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να εξαγοραστούν ανεξάρτητα από το είδος του αγοραστή.
2. Όταν μια τράπεζα είναι λιγότερο αποτελεσματική, παρουσιάζει μεγαλύτερες πιθανότητες να εξαγοραστεί και μάλιστα από τράπεζα που λειτουργεί στην ίδια αγορά. Αυτό συμβαίνει ίσως γιατί μια τράπεζα που λειτουργεί στην ίδια αγορά γνωρίζει τους λόγους αναποτελεσματικότητας.
3. Τράπεζες με υψηλούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας του ενεργητικού δεν είναι τόσο πιθανό να εξαγοραστούν.
4. Οι τράπεζες που έχουν υψηλά ποσοστά τοπικών καταθέσεων είναι πιο πιθανό να εξαγοραστούν γιατί έτσι δίνεται η δυνατότητα για συνεργείες. Για παράδειγμα, σταυροειδείς πωλήσεις προϊόντων σε υφιστάμενους πελάτες.
5. Όσο πιο μεγάλο είναι το μερίδιο μιας τράπεζας στην τοπική αγορά, τόσο πιο πολύ αυξάνεται η πιθανότητα να εξαγοραστεί από μια τράπεζα που ανήκει σε άλλη αγορά. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από την αντιμονοπωλιακή νομοθεσία που ισχύει.
6. Το μέγεθος της τράπεζας στόχου και το μέγεθος του bidder έχουν σημασία. Συγκεκριμένα, μια μεγάλη τράπεζα δεν είναι πιθανό να εξαγοραστεί από μια μικρή τράπεζα όπως και μια μικρή τράπεζα έχει λίγες πιθανότητες να εξαγοραστεί από μια μεγάλη.
7. Τέλος, στις διαπολιτειακές εξαγορές υπάρχει προτίμηση στις τράπεζες που δραστηριοποιούνται σε αστικές περιοχές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

4. Συμπεράσματα

Οι Σ&Ε χαρακτηρίζονται ως παγκόσμιο επιχειρηματικό φαινόμενο. Διακρίνονται σε κατηγορίες και η ταξινόμηση του σε αυτές γίνεται με διάφορα κριτήρια που εξαρτώνται από την σκοπιά εξέτασης τους. Οι οικονομολόγοι ενδιαφέρονται να τις εξετάσουν κυρίως με βάση την συσχέτιση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων δηλαδή σε οριζόντιες, κάθετες, διαγώνιες. Ο βαθμός στον οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις σε Σ&Ε φαίνεται πως παρουσιάζει αρκετές αυξομειώσεις και τάσεις, για αυτό λέμε ότι στην οικονομία οι Σ&Ε εμφανίζονται σε κύματα.

Ο τύπος της συγχώνευσης που χαρακτηρίζει κάθε κύμα το οποίο λαμβάνει χώρα στην οικονομία εξαρτάται από τις (μάκρο-) οικονομικές και πολιτικές συνθήκες που επικρατούν. Κάθε όμως κύμα έχει τα δικά του κίνητρα, όπως και κάθε επιχείρηση που προβαίνει σε μια τέτοια ενέργεια. Μπορούμε όμως να υποστηρίξουμε πως σε γενικές γραμμές, η απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου στην αγορά καθώς και η αύξηση της αποτελεσματικότητας που θα έχει μια επιχείρηση εσωτερικά είναι τα πλέον βασικά κίνητρα. Μεγάλο πλεονέκτημα θα είναι για μια επιχείρηση να μπορεί να εκμεταλλευτεί οικονομίες κλίμακας, φάσματος και μάθησης. Σαφέστατα οι Σ&Ε δίνουν αυτή την δυνατότητα. Επίσης, οι Σ&Ε διευκολύνουν τις συνεργείες μεταξύ των επιχειρήσεων. Επομένως, είναι ένας ασφαλής και άμεσος τρόπος δημιουργίας «συνεργασιών» μεταξύ των επιχειρήσεων αφού είναι αρκετά δύσκολο να ελεγχθούν.

Η μελέτη της επίδρασης των Σ&Ε στην κερδοφορία των επιχειρήσεων καθώς και στην ευημερία των καταναλωτών ώστε να διεξαχθούν συμπεράσματα είναι αρκετά περίπλοκη. Οι παράμετροι που πρέπει να συνυπολογιστούν είναι αρκετοί και ένας από αυτούς να διαφοροποιηθεί αλλάζει τα αποτελέσματα. Όσον αφορά τις οριζόντιες συγχωνεύσεις, η μελέτη μας έχει ως αφετηρία το υπόδειγμα που ανέπτυξαν οι Salant, Switzer και Reynolds (1983). Οι εν λόγω κύριοι χρησιμοποίησαν ως στρατηγική μεταβλητή την ποσότητα παραγωγής (ανταγωνισμός Cournot), με βασική υπόθεση ότι τα προϊόντα είναι ομοιογενή και το οριακό τους κόστος παραμένει σταθερό, κατέληξαν σε ένα παράδοξο συμπέρασμα (το γνωστό «παράδοξο των συγχωνεύσεων»): η

συγχώνευση μειώνει τα κέρδη των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε αυτήν καθώς η συνολική ποσότητα που παράγει η συγχωνευμένη επιχείρηση είναι μικρότερη από αυτή που παρήγαγαν αθροιστικά οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις πριν την συγχώνευση. Για να είναι κερδοφόρα η συγχώνευση θα πρέπει να οδηγεί σε μονοπώλιο (αφού τα μονοπωλιακά κέρδη είναι πάντα μεγαλύτερα από τα κέρδη στην Cournot- Nash ισορροπία) ή οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται να ξεπερνούν το 80% του συνόλου των επιχειρήσεων του κλάδου.

Μια διαφοροποίηση από τις αρχικές υποθέσεις του παραπάνω υποδείγματος, τα συμπεράσματα που προκύπτουν είναι πιο ενθαρρυντικά ως προς τις επιχειρήσεις που ακολουθούν την στρατηγική των Σ&Ε. Το ζήτημα των Σ&Ε μπορεί να εξεταστεί με την αλλαγή της στρατηγικής μεταβλητής και αντί για ανταγωνισμό Cournot να θεωρήσουμε πως υπάρχει ανταγωνισμός Bertrand (ανταγωνισμός ως προς τις τιμές). Στην περίπτωση αυτή [Raymond Deneckere και Carl Davidson (1985)] προκύπτει ότι οι Σ&Ε είναι επικερδείς τόσο για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις αλλά πολύ περισσότερο για τις μη συμμετέχουσες επιχειρήσεις. Ο βασικός λόγος είναι ότι οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται έχουν κίνητρο για αύξηση της τιμής, αλλά ενισχύεται πλέον και από το γεγονός ότι και οι άλλες επιχειρήσεις έχουν κίνητρο να κάνουν το ίδιο. Η αντίθεση που υπάρχει μεταξύ των δύο υποδειγμάτων δικαιολογείται από το ότι οι αποφάσεις των επιχειρήσεων όταν χρησιμοποιούν ως στρατηγική μεταβλητή την τιμή, δημιουργούν ένα σπιράλ που ανεβάζει τις τιμές και έτσι είναι ευνοϊκό το περιβάλλον για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις. Από την άλλη μεριά, η ποσότητα ως στρατηγική μεταβλητή οδηγεί τις επιχειρήσεις να πάρουν αποφάσεις που δημιουργούν σπιράλ το οποίο κατεβάζει τις τιμές και αυτό είναι δυσμενές για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις.

Τα δύο παραπάνω υποδείγματα αγνοούν όμως τις συνεργίες κόστους που μπορούν να προκύψουν μεταξύ των συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Οι Perry και Porter (1985) αλλάζοντας την υπόθεση ότι το κόστος παραμένει σταθερό μετα την Σ&Ε κατέληξαν πως όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των ανταγωνιστών που συγχωνεύονται και δημιουργούν ολιγοπωλιακές επιχειρήσεις, τόσο πιο κερδοφόρα είναι και η συγχώνευση. Διαφοροποιήθηκαν από τους Salant, Switzer και Reynolds γιατί υποστήριξαν πως η αύξηση της τιμής μετά την συγχώνευση μπορεί να είναι τόσο μεγάλη που είναι ικανή να αντισταθμίσει τη μείωση της παραγόμενης ποσότητας και τα κέρδη τελικά να είναι αυξημένα. Πιο συγκεκριμένα, το συμπέρασμα τους βασίζεται στο ότι οι ολιγοπωλιακές

επιχειρήσεις που θα προκύψουν μετά την συγχώνευση των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, παράγουν λιγότερο, άρα η συνολική παραγωγή είναι μικρότερη, αλλά η τιμή του προϊόντος αυξημένη. Αν στην αγορά δεν υπάρχουν πολλές ολιγοπωλιακές επιχειρήσεις συγκριτικά με τις ανταγωνιστικές, η μείωση της παραγωγής επιδρά ελάχιστα στην τιμή του προϊόντος και η κερδοφορία της συγχωνευμένης επιχείρησης μειώνεται σε σχέση με την κερδοφορία που είχαν οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις πριν την συγχώνευση. Αντίθετα, αν ο αριθμός των συγχωνευμένων επιχειρήσεων αυξάνεται, η συνολική παραγωγή μειώνεται και η αύξηση της τιμής του προϊόντος είναι μεγαλύτερη. Έτσι, η συγχώνευση είναι κερδοφόρα για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις.

Για το ζήτημα όχι μόνο των κερδών αλλά και της κοινωνικής ευημερίας ασχολήθηκαν οι Farrell και Shapiro (1990). Η συγχώνευση για να είναι συμφέρουσα τόσο στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις όσο και στους καταναλωτές, προϋποθέτει ότι τα μερίδια αγοράς των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγχώνευση να είναι μικρότερα από αυτά των επιχειρήσεων που δεν εμπλέκονται σε αυτή. Επίσης, το κόστος παραγωγής παίζει σημαντικό ρόλο, καθώς η νέα επιχείρηση πρέπει να παράγει με χαμηλότερο κόστος σε σχέση με αυτό που είχαν οι επιχειρήσεις πριν την συγχώνευση. Επομένως, στην περίπτωση που το κόστος παραγωγής για την συγχωνευμένη επιχείρηση δεν μειώνεται, για να είναι κερδοφόρα θα πρέπει να έχει μερίδιο αγοράς αρκετά υψηλότερο σε σχέση με τις άλλες επιχειρήσεις του κλάδου. Αν το μερίδιο αγοράς δεν είναι τόσο υψηλό αλλά η συγχωνευμένη επιχείρηση μειώνει το κόστος παραγωγής σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα από το κόστος παραγωγής που έχουν οι επιχειρήσεις πριν συγχωνευθούν, η νέα συγχωνευμένη επιχείρηση είναι κερδοφόρα.

Ενδιαφέρον έχουν και τα συμπεράσματα που προκύπτουν από το υπόδειγμα Ηγέτη-Ακολούθου [Huck, Konrad και Muller (2001)] σχετικά με την τιμή και την ποσότητα παραγωγής που διαμορφώνεται στην αγορά μετά την συγχώνευση. Συγκεκριμένα, η αύξηση της τιμής που θα προκύψει μετά την συγχώνευση αντισταθμίζει την μείωση της παραγωγής που έχει η συγχωνευμένη επιχείρηση και την αύξηση της παραγωγής των άλλων εκτός συγχώνευσης επιχειρήσεων. Αυτό συμβαίνει γιατί η επιχείρηση με την ηγετική θέση εξακολουθεί να βρίσκεται στο ίδιο επίπεδο παραγωγής όπως και πριν την συγχώνευση, ενώ η μείωση της παραγωγής ισούται με το επίπεδο που παρήγαγε η ακόλουθη επιχείρηση. Τα συμπεράσματα που προκύπτουν είναι διαφορετικά σε σχέση

με αυτά των Salant, Switzer και Reynolds γιατί οι επιχειρήσεις δεν είναι συμμετρικές αλλά έχουν διαφορετική στρατηγική δύναμη στην αγορά (διαφορετικά μερίδια αγοράς).

Στις κάθετες συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται μεταξύ επιχειρήσεων που λειτουργούν σε διαφορετικό στάδιο παραγωγής προκύπτουν επίσης ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Για αυτού του τύπου τις Σ&Ε μπορούμε να συμπεράνουμε, όπως προκύπτει από την μελέτη του Salinger (1988), ότι η κερδοφορία της νέας επιχείρησης εξαρτάται από τον αριθμό των κάθετα ολοκληρωμένων επιχειρήσεων στην αγορά. Η επίδραση της όμως στην ευημερία των καταναλωτών έχει να κάνει όχι μόνο με τον αριθμό των κάθετα ολοκληρωμένων επιχειρήσεων, αλλά και με τον συνολικό αριθμό των επιχειρήσεων στο τελικό στάδιο παραγωγής του προϊόντος σε σχέση με τον συνολικό αριθμό των επιχειρήσεων στο στάδιο παραγωγής του ενδιάμεσου αγαθού. Σε μια σύγκριση κάθετων και οριζόντιων συγχωνεύσεων καταλήγουμε ότι η κάθετη συγχώνευση είναι περισσότερο κερδοφόρα σε κάθε περίπτωση, δηλαδή δεν έχει σημασία αν τα προϊόντα είναι υποκατάστατα, συμπληρωματικά ή ανεξάρτητα μεταξύ τους.

Οι βασικές συνέπειες των Σ&Ε στην κοινωνική ευημερία λόγω της μεταβολής των τιμών από την πραγματοποίηση τους εξετάζονται μέσα από τις μονομερείς επιδράσεις και τις επιδράσεις συντονισμού. Όταν οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται παράγουν ομοιογενή προϊόντα, οι μονομερείς επιδράσεις μπορούν να φανούν μέσα από τον βαθμό συγκέντρωσης, ο οποίος εξαρτάται από την μεταβολή της τιμής αλλά έχοντας ως δεδομένο το οριακό κόστος και μέσα από το μερίδιο αγοράς. Στην πραγματικότητα όμως, το ζήτημα δεν είναι τόσο ξεκάθαρο. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται εκμεταλλεύονται συνεργείες κόστους που μπορούν να προκύψουν μετά την ενοποίηση (μείωση του ανά μονάδα κόστους και αύξηση της τιμής) ή σε άλλες περιπτώσεις τα προϊόντα που παράγουν είναι διαφοροποιημένα. Άρα, ο βαθμός συγκέντρωσης δεν δίνει πάντα ορθά και συνεπή συμπεράσματα, θα ήταν καλύτερο να συνυπολογίσουμε και άλλους παράγοντες που σχετίζονται με περιορισμούς που αφορούν το παραγωγικό δυναμικό (ακόμα και στην περίπτωση των ομοιογενών προϊόντων) αλλά και περιορισμούς που δέχονται οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στην Σ&Ε από τους ανταγωνιστές, κυρίως στην περίπτωση που δεν γνωρίζουμε πόσο καλά υποκατάστατα είναι τα προϊόντα τους. Επίσης, ο υπολογισμός του diversion ratio είναι αναγκαίος όπως και η αναγνώριση αν ο ανταγωνισμός είναι τοπικός.

Οι επιδράσεις συντονισμού διευκολύνουν τη σιωπηρή συμπαιγνία και εξετάζονται με τη βοήθεια της δομικής ανάλυσης. Η αξιολόγησή τους είναι πολύ πιο δύσκολη σε σχέση με τις μονομερείς επιδράσεις. Το πρόβλημα όμως είναι ότι μετά την πραγματοποίηση μιας Σ&Ε προκύπτουν πολλές φορές αντίθετα αποτελέσματα μεταξύ τους, δυσκολεύοντας έτσι την αξιολόγηση των επιδράσεων. Είναι σχεδόν αδύνατο μέσω μιας θεωρητικής ανάλυσης να καθοριστεί κατά πόσο μια συμπαιγνία πραγματοποιείται σε μια αγορά. Η λύση του περίπλοκου αυτού προβλήματος έρχεται με την μοντελοποίηση του προβλήματος ώστε το πλαίσιο που θα γίνει η ανάλυση να είναι περισσότερο «ξεκάθαρο». Ένα ακόμα εξίσου μεγάλο πρόβλημα που προκύπτει και δυσκολεύει το έργο της Επιτροπής Ανταγωνισμού είναι οι ωφέλειες οι οποίες είναι απόρροια μιας Σ&Ε. Οι ωφέλειες μπορεί να σχετίζονται με την αύξηση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης ή την δαπάνη σε Ε&Α από την συγχωνευμένη επιχείρηση. Είναι από τα πλέον βασικά επιχειρήματα που προβάλουν οι επιχειρήσεις ώστε να μην τιμωρηθούν από τις αρμόδιες αρχές και να πείσουν ότι η Σ&Ε δεν μειώνει την κοινωνική ευημερία. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση κάθε μορφής αποτελεσματικότητα συμπεριλαμβάνεται στη διαδικασία αξιολόγησης, εφόσον αποδειχθεί ότι η συγχώνευση αυξάνει την μονοπωλιακή δύναμη των επιχειρήσεων.

Για την αποφυγή όλων των παραπάνω προβλημάτων όπως και για τον γενικότερο έλεγχο των Σ&Ε έχει την ευθύνη η Επιτροπή Ανταγωνισμού. Η μελέτη επικεντρώθηκε κυρίως στις οριζόντιες Σ&Ε καθώς στις κάθετες εγείρονται ως επί των πλείστων, θέματα κάθετων σχέσεων και περιορισμών μεταξύ των προμηθευτών και των λιανοπωλητών. Η βασική διαφορά του ελέγχου της Επιτροπής των Σ&Ε σε σχέση με τις άλλες πρακτικές καταχρηστικής εκμετάλλευσης Δεσπόζουσας Θέσης είναι η προληπτική της δράσης. Η χρήση του κριτηρίου για τον έλεγχο των Σ&Ε, που χρησιμοποιούσε αρχικά η Επιτροπή είχε ως κύριο άξονα την έννοια της Δεσπόζουσας Θέσης μιας επιχείρησης στην αγορά που δραστηριοποιείται. Το κριτήριο όμως (Dominance test) αυτό υστερεί αρκετά καθώς δεν λαμβάνει υπόψη τις μονομερείς επιδράσεις, αλλά και η έννοια της ΔΘ δεν είναι ξεκάθαρη αφού χρησιμοποιείται με πολλούς και διαφορετικούς τρόπους από διάφορους ειδικούς (οικονομολόγους, νομικούς).

Σήμερα όμως, το έργο της Επιτροπής βασίζεται περισσότερο στην χρήση ελέγχου (SLC) που επικεντρώνεται στις συνέπειες της συγκέντρωσης στην αγορά και στην μείωση του ανταγωνισμού ανάμεσα στις επιχειρήσεις χωρίς να δέχεται περιορισμούς από

διαρθρωτικούς παράγοντες. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται πλέον και στον ορισμό της σχετικής αγοράς. Η βασική διαφορά του SLC με το Dominance test είναι ότι το πρώτο δίνει τη δυνατότητα εκτίμησης όλων των επιδράσεων της συγχώνευσης γιατί αξιολογεί όχι μόνο τις επιπτώσεις στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις αλλά σε ολόκληρη την αγορά. Έτσι το SLC περιλαμβάνει ένα ευρύτερο φάσμα αντι-ανταγωνιστικών περιπτώσεων. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι το SLC κάνει τον έλεγχο των Σ&Ε περισσότερο περιοριστικό καθώς υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες μια ολοκληρωμένη εξέταση όλων των επιδράσεων μιας συγχώνευσης μπορεί να κάνει μη- ανταγωνιστικές επιπτώσεις να φανούν λιγότερο πιθανές σε σχέση με το τεστ της ΔΘ[36].

Στον τραπεζικό τομέα η δραστηριότητα των Σ&Ε φαίνεται πως αυξάνεται τα τελευταία χρόνια, αυξάνοντας και την συγκέντρωση του κλάδου. Οι Σ&Ε των τραπεζών είναι κυρίως οριζόντιες. Εξετάζεται με βάση τις υποθέσεις του υποδείγματος Bertrand καθώς οι τράπεζες συνήθως ανταγωνίζονται ως προς το επιτόκιο. Μπορούν να εξεταστούν και με βάση το υπόδειγμα του «Ηγέτη- Ακολούθου» αφού οι εξαγορές των τραπεζών γίνονται μεταξύ μιας μεγάλης και μιας μικρής η οποία δεν αντέχει τον ανταγωνισμό. Η απελευθέρωση και ο εκσυγχρονισμός της ελληνικής τραπεζικής αγοράς σε συνδυασμό με την διεκδίκηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, αποτέλεσε την αφετηρία ενός κύματος Σ&Ε στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Το 2008 στην χώρα μας ο δείκτης συγκέντρωσης CR5 παρουσιάζει εντυπωσιακή άνοδο συγκριτικά με την τιμή που είχε στην αρχή της χιλιετίας- σχεδόν 12% άνοδο, κάτι το οποίο μαρτυρά πως έχει χαθεί η εμπιστοσύνη προς τις μικρές τράπεζες λόγω των δυσμενών οικονομικών γεγονότων της περασμένης χρονιάς. Στην ετήσια έκθεση της, η ΕΚΤ για το έτος 2013 δείχνει πως το ελληνικό τραπεζικό σύστημα παρουσιάζει τον υψηλότερο βαθμό συγκέντρωσης ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης έπειτα από το κύμα απορροφήσεων του 2008 και των χρόνων που ακολούθησαν. Αυτό οφείλεται κυρίως στο κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο που διαμορφώθηκε με σκοπό την εξυγίανση των ελληνικών τραπεζών αλλά και στην γενικότερη αναδιάταξη του τραπεζικού τομέα.

Η ΕΚΤ διακρίνει τις τραπεζικές Σ&Ε σε τρεις κατηγορίες (εγχώριες, διασυνοριακές και αυτές που γίνονται με σκοπό την ανάπτυξη χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων).

[36] Για περισσότερα συμπεράσματα Βλ.: Κατσουλάκος Ι., Βέττας Ν., (2006), «Πολιτική Ανταγωνισμού & Ρυθμιστική Πολιτική. Τα Οικονομικά των Ρυθμιστικών, Τυπωθήτω- Γιώργος Δάρδανος

Αυτό που παρατηρείται ως κοινό χαρακτηριστικών των παραπάνω κατηγοριών είναι ότι πραγματοποιούνται με σκοπό την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος αλλά και για την επέκταση του πελατολογίου τους ώστε να επιτύχουν σταυροειδείς πωλήσεις. Τις σταυρωτές πωλήσεις επιτυγχάνονται κυρίως μέσω εξαγοράς τραπεζών με υψηλά ποσοστά τοπικών καταθέσεων. Οι εγχώριες Σ&Ε, στην πλειοψηφία τους αφορούν τα πιστωτικά ιδρύματα. Οι διασυνοριακές Σ&Ε είναι συχνά αποτέλεσμα φόβου της εγχώριας αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας. Έχει αποδειχθεί ότι όσο πιο μεγάλο είναι το μερίδιο αγοράς που κατέχει μία τράπεζα σε μια τοπική αγορά, τόσο αυξάνεται η πιθανότητα εξαγοράς της από μια τράπεζα που δραστηριοποιείται σε άλλη αγορά. Τα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα που δημιουργούνται μέσω Σ&Ε απομακρύνονται από τον τρόπο δράσης που ακολουθούν οι απλές τράπεζες.

Οι τράπεζες προχωρούν συχνά σε Σ&Ε γιατί απολαμβάνουν πλεονεκτήματα που αφορούν κυρίως την απόδοση των μετοχών. Η ενίσχυση της ολιγοπωλιακής δύναμης τους δίνει τη δυνατότητα διατήρησης ή αύξησης των επιτοκίων, καταθέσεων και χορηγήσεων στην λιανική αγορά. Παρ' όλα αυτά πρέπει να αντιμετωπίσουν και δυσκολίες προσαρμογής και κινδύνους ετερογένειας. Γενικά, η Σ&Ε αυξάνει τον λειτουργικό κίνδυνο των τραπεζών, ενώ οι τραπεζικοί όμιλοι αυξάνουν τον συστηματικό κίνδυνο. Στο σημείο αυτό, ταιριάζει να τονιστεί η σημαντικότητα του ζητήματος της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, το οποίο αποτελεί και το βασικό πλαίσιο των Συμφώνων της Βασιλείας (I, II, III). Έχει αποδειχθεί πως όταν οι τράπεζες έχουν υψηλούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας του ενεργητικού παρουσιάζουν λιγότερες πιθανότητες εξαγοράς. Οι Σ&Ε όμως δυσκολεύουν τον εποπτικό έλεγχο των τραπεζών καθώς το νομικό και οικονομικό πλαίσιο πολλές φορές διαφέρει από χώρα σε χώρα. Αποτέλεσμα αυτών των διαφορών είναι η σύγχυση που ενδεχομένως να υπάρξει στις λογιστικές καταστάσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων που συγχωνεύονται αλλά και η εκμετάλλευση των διαφορών αυτών από την πλευρά των εκάστοτε ιδρυμάτων.

Σχετικά με το τι καθιστά μια τράπεζα ως στόχο εξαγοράς, έρευνες έχουν δείξει πως η μικρή συγκέντρωση της αγοράς, η χαμηλή κεφαλαιοποίηση και τα υψηλά επίπεδα διαχείρισης είναι χαρακτηριστικά που προσελκύουν προς εξαγορά.

Παράρτημα 1

Με την **νομική υπόσταση** της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση ορίζεται ως:

Συγχώνευση (Merger): η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφημένης εταιρείας μεταβιβάζονται στην απορροφούσα επιχείρηση (έναντι μετοχών βάσει μιας καθορισμένης σχέσης ανταλλαγής). Κατόπιν αυτών η απορροφημένη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου (λύνεται χωρίς να εκκαθαρίζεται), ενώ η απορροφούσα την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της.

Εξαγορά (Acquisition): η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης (έναντι μετρητών), κατά την οποία η αγοράστρια εταιρεία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η οποία μπορεί να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δίκαιο. Με αυτό τον τρόπο η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται θυγατρική εταιρεία της εξαγοράζουσας.

Μια εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε σε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση.

Η *Απορροφούσα εταιρία (surviving Company)* είναι η εταιρεία που επιζεί μιας συγχώνευσης, η οποία απορροφά τη δεύτερη εταιρία με την οποία συγχωνεύεται. Συνήθως είναι η ισχυρότερη και κάνει την εξαγορά αλλά μπορεί να είναι και αυτή που δημιουργείται από την συγχώνευση και έχει διαφορετική επωνυμία από τις δύο εταιρείες από τις οποίες προήλθε.

Η διάκριση μεταξύ συγχώνευσης και εξαγοράς παρουσιάζεται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα:

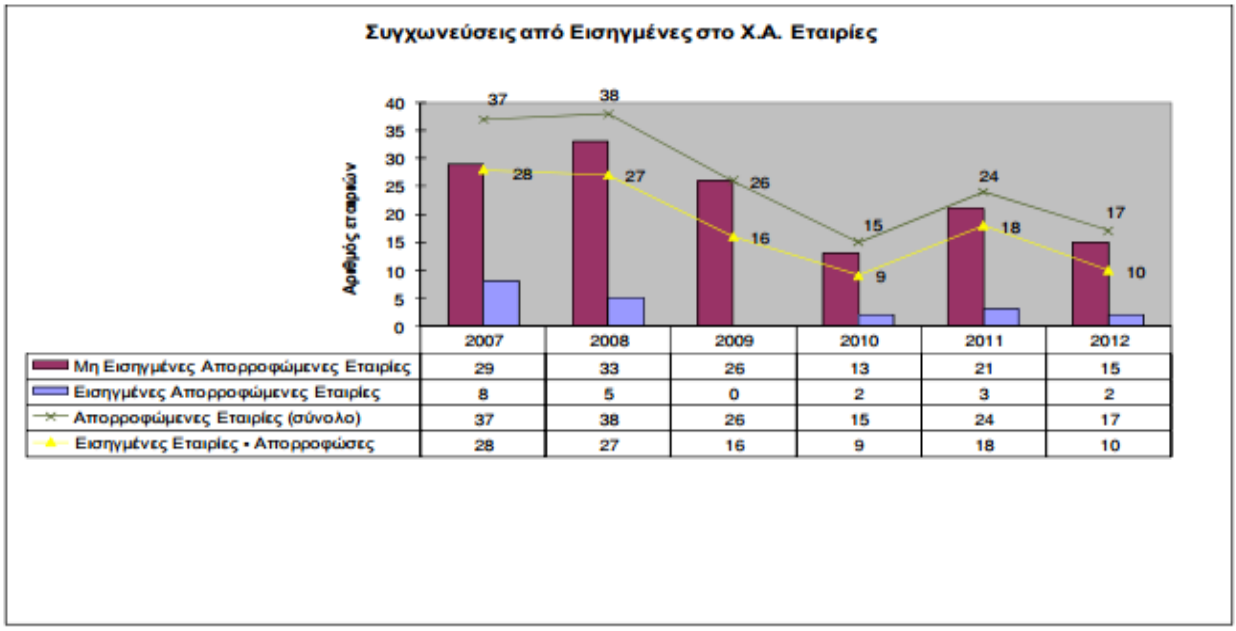
Συγχώνευση	Εξαγορά
• εννοποίηση 2 ή περισσότερων επιχειρήσεων • μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων έναντι μετοχών • δημιουργία νέου νομικού προσώπου	• απόκτηση τμήματος ή ολόκληρης της επιχείρησης • μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων έναντι μετρητών • δημιουργία θυγατρικής εταιρίας

Πίνακας 4: Νομική Διάκριση Σ&Ε

Κατά τα τελευταία χρόνια στο Ελληνικό Χρηματιστήριο έχουν παρατηρηθεί τα ακόλουθα φαινόμενα:

- Η απορροφούσα εταιρεία μπορεί να είναι μία εισηγμένη επιχείρηση, να απορροφά μία μη εισηγμένη, και να μετονομάζεται βάση της ονομασίας της μη εισηγμένης.
- Η απορροφούσα εταιρεία μπορεί να είναι μία μη εισηγμένη επιχείρηση, να απορροφά μία εισηγμένη, και να μετονομάζεται βάση της ονομασίας της μη εισηγμένης.
- Οι υπό συγχώνευση εταιρείες μπορεί να είναι όλες εισηγμένες και να προκύπτει μία νέα εταιρία με την ονομασία μιας εκ των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων, ή ακόμη, με μία καινούρια ονομασία.[37]

Στη συνέχεια παρουσιάζεται διαγραμματικά το σύνολο των επιχειρήσεων που συγχωνεύθηκαν (απορροφήθηκαν) στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2007- 2012 καθώς και πόσες από αυτές ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο και πόσες όχι.



	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Μη Εισηγμένες Απορροφώμενες Εταιρίες	29	33	26	13	21	15
Εισηγμένες Απορροφώμενες Εταιρίες	8	5	0	2	3	2
Απορροφώμενες Εταιρίες (σύνολο)	37	38	26	15	24	17
Εισηγμένες Εταιρίες - Απορροφώσες	28	27	16	9	18	10

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, (2013), Ετήσια έκθεση 2012, www.hcmc.gr

Εικόνα 6: Συγχωνεύσεις από Εισηγμένες στο Χ.Α Εταιρείες.

[37] Γεωργιάδης Ν., «Μεθοδολογία Αποτίμησης Συγχωνευόμενων Εταιρειών & Καθορισμός της Σχέσης Ανταλλαγής των Μετοχών τους», Investment Research & Analysis Journal, 2005, www.iraj.gr

Παράρτημα 2

Τα βασικά συμπεράσματα[38] που διεξήχθησαν από την έρευνα του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών στις επιχειρήσεις που έχουν πραγματοποιήσει μια Σ ή Ε είναι:

- Οι ελληνικές εταιρείες προτιμούν οριζόντιες Σ&Ε.
- Τα βασικά κίνητρα είναι η αύξηση του μεριδίου αγοράς, η προσφορά αξίας στους μετόχους και η επίτευξη συνεργειών.
- Ο Διευθύνων σύμβουλος φαίνεται να έχει τον πρώτο λόγο στις στρατηγικές αυτές αποφάσεις.
- Τα $^2/_3$ των επιχειρήσεων που συμμετείχαν στην έρευνα είχαν ήδη τουλάχιστον μία Σ ή Ε στο ενεργητικό τους.
- Ιδιαίτερα δραστήριες παρουσιάζονται οι εισηγμένες στο ΧΑΑ, καθώς και οι επιχειρήσεις των οποίων ο ιδρυτής είναι το ανώτατο διοικητικό στέλεχος.
- Το $^1/_2$ των επιχειρήσεων δεν εξετάζουν εναλλακτικούς στόχους προς Σ&Ε.
- Κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις καταβάλουν τιμήματα που ξεπερνούν τις αρχικές τους προβλέψεις, ενώ οι «έμπειρες» επιχειρήσεις καταφέρνουν να μειώσουν το αρχικό εκτιμώμενο τίμημα.
- Περίπου το $^1/_2$ των επιχειρήσεων διενεργούν χωρίς να έχουν σχεδιάσει τις κινήσεις τους την επόμενη μέρα.
- Περίπου το 40% των επιχειρήσεων δεν εκπονούν επικοινωνιακό πρόγραμμα.
- Σχεδόν τα $^3/_5$ των επιχειρήσεων είδαν να πέφτει η απόδοση τους τα δυο που ακολούθησαν μετά την Σ ή Ε σχέση με την τριετία πριν την Σ ή Ε.
- Η σχετική απόδοση των επιχειρήσεων με μεγάλη διασπορά μετοχών επιδεινώνεται συγκριτικά με την απόδοση των επιχειρήσεων με μικρή διασπορά μετοχών.

[38] Παπαδάκης Β., «ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», ΤΟΜΟΣ Α΄: ΘΕΩΡΙΑ, ΕΚΔΟΣΕΙΣ Ε. ΜΠΕΝΟΥ, ΑΘΗΝΑ 2012

Παράρτημα 3

Τα εποπτικά κεφάλαια σύμφωνα με την Βασιλεία ΙΙΙ[39] χωρίζονται σε:

1. **Tier 1 equity capital.** Το οποίο περιλαμβάνει:
   - το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο σε επίπεδο κοινών μετοχών
   - τα αποτελέσματα εις νέον
   - τα εμφανή αποθεματικά
   - υπό προϋποθέσεις κοινές μετοχές που έχουν εκδοθεί από θυγατρικές επιχειρήσεις τραπεζών οι οποίες υπάγονται στην ενοποιημένη εποπτεία τους και κατέχονται από τρίτους.
   - η διαφορά από την έκδοση κατηγοριών κοινών μετοχών υπέρ το άρτιο.
2. **Additional Tier 1.** Περιλαμβάνει:
   - προνομιούχες μετοχές και ομολογιακούς τίτλους, οι οποίοι όμως πληρούν τους ακόλουθους όρους: μη καθορισμένης διάρκειας, να είναι πλήρως καταβεβλημένο το ποσό της έκδοσής τους, να είναι μειωμένης εξασφάλισης, να μπορούν να ανακληθούν μετά από το πέρας μιας πενταετίας και μόνο από τον εκδότη τους, να μην περιέχουν ειδικές ρήτρες.
   - σε ορισμένες περιπτώσεις τίτλοι με τα ως άνω χαρακτηριστικά που έχουν εκδοθεί από θυγατρικές επιχειρήσεις τραπεζών που υπάγονται στην ενοποιημένη εποπτεία τους και κατέχονται από τρίτους
   - η διαφορά από την έκδοση προνομιούχων μετοχών υπέρ το άρτιο.
3. **Tier 2 capital.** Περιλαμβάνει:
   - προνομιούχες μετοχές και ομολογιακούς τίτλους υπό τους όρους να είναι τουλάχιστον πενταετίας, να είναι πλήρως καταβεβλημένο το ποσό της έκδοσής τους, να είναι μειωμένης εξασφάλισης, να μπορούν να ανακληθούν μετά από το πέρας της πενταετίας και μόνο από τον εκδότη τους, να μην περιέχουν ειδικές ρήτρες προσαύξησης.
   - σε ορισμένες περιπτώσεις τίτλοι με τα ως άνω χαρακτηριστικά που έχουν εκδοθεί από θυγατρικές επιχειρήσεις τραπεζών που υπάγονται στην ενοποιημένη εποπτεία τους και κατέχονται από τρίτους

[39] www.ibas.org

- η διαφορά από την έκδοση προνομιούχων μετοχών που ανήκουν στην εν λόγω κατηγορία υπέρ το άρτιο
- Κεφάλαια για γενικούς τραπεζικούς κινδύνους με την προϋπόθεση ότι ακολουθείται η τυποποιημένη προσέγγιση για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής απαίτησης έναντι του πιστωτικού κινδύνου.

Βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση

- Amihud Y., DeLong G. L., Saunders A., (2003), “The Effects of Cross-Border Bank Mergers on Bank Risk and Value”, Journal of International Money and Finance
- Bruner R., (2002), “Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker”, Journal of Applied Finance, Vol. 12, No. 1, pp 48- 68
- Colangelo G., (1995), "Vertical Vs horizontal integration: pre- emptive merging", The Journal of Industrial Economics, Vol. XLIII, No. 3, pp 323- 337
- Council Regulation (EEC) No. 1310/97
- Council Regulation (EEC) No. 4064/89
- Danceckere R., Davidson C., (1985), "Incentives to form coalitions with Bertrand competition", Rand Journal of Economics, Vol. 16, No. 4, pp 473- 486
- ECB, (December 2000), “Mergers and Acquisitions involving the EU banking industry-Facts and Implications”
- Farrell J., Shapiro C., (1990), "Horizontal mergers: an equilibrium analysis", American Economic Review, Vol. 80, no. 1, pp107- 126
- Farrell J., Shapiro C., (2008), "Antitrust Evaluation of Horizontal Mergers: An Economic Alternative to Market Definition", revised version
- Farrell J., Shapiro C., (2010), "Upward Pricing Pressure and Critical Loss Analysis: Response", The CPI Antitrust Journal
- Hadlock C., Houston J., Ryngaert M., (1989), “The Role of Managerial Incentives in Bank Acquisitions”, Vol. 23, Journal of Banking & Finance, Vol. 23, No. 2, pp. 221-249.
- Hannan H. T., Rhoades A. S., (1987), “Acquisition Targets and Motives: The Case of the Banking Industry,” Review of Economics and Statistics. Vol. 69, No. 1, pp.67-74.
- Hannan H. T., Pilloff J. S., (2006), "ACQUISTION TARGETS AND MOTIVES IN THE BANKING INDUSTRY", Working paper, Board of Governors of the Federal Reserve System. Unpublished Working Paper.
- Huck S., Konrad K. A., Muller W., (2001), "Big fish eat small fish: on merger in Stackelberg markets", Economics Letters, Vol. 73, No.2, pp 213- 217

- Moore R. R.,(1997), "Bank Acquisition Determinants: Implications for Small Business Credit", Working paper, Federal Reserve Bank of Dallas
- Motta M., (2004), Competition Policy, Theory and Practice, Cambridge University Press
- Perry M. K., Porter R. H., (1985), "Oligopoly and the incentive for horizontal merger", American Economic Review Vol. 75, No. 1. pp 219–227.
- Roll R., (1986), "the Hubris Hypothesis of corporate takeovers", Vol. 59, No. 2, pp 197- 216
- Salant S. W., Switzer S., Reynolds R. J., (1983) "Losses from horizontal merger: the effects of an exogenous change in industry structure on Cournot–Nash equilibrium", Quarterly Journal of Economics Vol. 98, No. 2, pp 185–199
- Salinger A. M., (1988), "Vertical Mergers and Market foreclosure", The quarterly Journal of Economics, Vol. 103, No. 2, pp 345- 356
- Sudarsanam S., (2003), "Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges: an Integrated and International Perspective", Financial Times Prentice Hall
- Waldman E. D., Jensen J. E., μτφρ. Χασσίδ Ι., Φαφαλιού Ε., (2006), «Βιομηχανική Οργάνωση. Θεωρία & Πράξη», τόμος ΙΙ, ΕΛΛΗΝ.
- Wheelock D. C., Wilson P. W., (2000)., "Why Do Banks Disappear? The Determinants of U.S. Bank Failures and Acquisitions", Review of Economics and Statistics Vol. 82, No. 1, pp.127-138

Ελληνική

- Βέττας Ν., Κατσουλάκος Ι., (2006) «Θεωρία Βιομητανικής Οργάνωσης», Τυπωθητώ- Γιώργος Δάρδανος
- Ευθύμογλου Γ., Π., Μπάλα Α., Α., (2003), «Χρηματοδοτικοί Οργανισμοί και Αγορές», Ε. ΜΠΕΝΟΥ
- Κυριαζής Α., Δ., (2007), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ
- Παπαδάκης Β., (2012), «ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», ΤΟΜΟΣ Α΄: ΘΕΩΡΙΑ, Ε. ΜΠΕΝΟΥ

- Συλλογικός Τόμος της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών με θέμα (2011): «Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα», Γ' μέρος, Τσιριτάκης Ε., Τσιριγωτάκης Η.,: «Συγκέντρωση και ανταγωνιστικότητα στον τραπεζικό τομέα

Ιστοσελίδες

- www.alphabank.gr
- www.bis.org
- www.bloomberg.com
- www.ecb.europa.eu
- www.epant.gr
- www.euro2day.gr
- www.eurobank.gr
- www.europarl.europa.eu
- www.hba.gr
- www.hcmc.gr
- www.imaa-institute.org
- www.iraj.gr
- www.kathimerini.gr
- www.mergermarket.com
- www.nbg.gr
- www.piraeusbank.gr