



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 28.6.2012  
COM(2012) 347 final

**ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ  
ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ, ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ  
ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΩΝ**

**Εφαρμογή της οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς**

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

**ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ  
ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ, ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ  
ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΩΝ**

**Εφαρμογή της οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς**

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

**1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

1. Στην παρούσα έκθεση γίνεται επισκόπηση της εφαρμογής της οδηγίας 2004/25/ΕΚ<sup>1</sup> σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς (εφεξής: «η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς» ή «η οδηγία»), σύμφωνα με το άρθρο 20 της οδηγίας.
2. Η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς περιέχει ελάχιστες κατευθυντήριες γραμμές για τη διεξαγωγή δημόσιων προσφορών εξαγοράς, συμπεριλαμβανομένης της κοινολόγησης πληροφοριών, οι οποίες αφορούν τίτλους με δικαιώματα ψήφου των εταιρειών που διέπονται από τη νομοθεσία κρατών μελών, εφόσον το σύνολο ή ορισμένες από τις μετοχές αυτές είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά.
3. Οι στόχοι τους οποίους επιδιώκει η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς είναι σημαντικοί για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τους μετόχους εισηγμένων εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα, οι στόχοι της οδηγίας είναι :
  - Ασφάλεια δικαίου όσον αφορά τη διεξαγωγή δημόσιων προσφορών εξαγοράς και σαφήνεια και διαφάνεια, σε κοινοτική κλίμακα, όσον αφορά τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς·
  - Προστασία των συμφερόντων των μετόχων, ιδίως των μειωηφούντων μετόχων και των εργαζομένων και άλλων ενδιαφερόμενων μερών, μέσω της διαφάνειας και των δικαιωμάτων για πληροφόρηση, όταν η εταιρία αποτελεί το αντικείμενο προσφοράς εξαγοράς ή αλλαγής ελέγχου·
  - Διευκόλυνση των προσφορών εξαγοράς, μέσω ενίσχυσης της ελευθερίας σε θέματα ελεύθερης διαπραγμάτευσης τίτλων και ελεύθερης άσκησης των δικαιωμάτων ψήφου εταιρειών που καλύπτονται από την οδηγία και πρόληψη των πράξεων που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε ματαίωση των προσφορών·
  - Ενίσχυση της ενιαίας αγοράς, επιτρέποντας την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων σε όλη την ΕΕ.

---

<sup>1</sup> Οδηγία 2004/25/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, ΕΕ L 142/12 της 30.03.2004, σ. 38. Υπάρχει στην: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/official/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm)

4. Η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς βασίζεται σε γενικές αρχές<sup>2</sup>, προς τις οποίες τα κράτη μέλη θα πρέπει να συμμορφώνονται, για τους σκοπούς μεταφοράς της οδηγίας στην εθνική έννομη τάξη τους. Στις αρχές αυτές συγκαταλέγονται:
- Η ίση μεταχείριση των μετόχων·
  - Προστασία των μειοψηφούντων μετόχων σε περίπτωση αλλαγής στον έλεγχο εταιρείας·
  - Απαγόρευση χειραγώγησης ή κατάχρησης της αγοράς· και
  - Οι μέτοχοι πρέπει να διαθέτουν επαρκή χρόνο και πληροφορίες ώστε να λαμβάνουν σωστά τεκμηριωμένες αποφάσεις σχετικά με την προσφορά.

Οποιοσδήποτε εξαιρέσεις προβλέπονται από τα κράτη μέλη πρέπει πάντως να συνάδουν προς τις εν λόγω αρχές, όπως και προς τις λοιπές αρχές που απαριθμούνται σ' αυτήν.

5. Στην παρούσα έκθεση περιγράφονται οι επιπτώσεις της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς και ο τρόπος με τον οποίο έχει υπάρξει συμμόρφωση προς αυτήν (ενότητα 2)· προσδιορίζονται τα κύρια ζητήματα που προκύπτουν από την εφαρμογή της οδηγίας (ενότητα 3) και συνάγονται ορισμένα συμπεράσματα (ενότητα 4).

## 2. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΣΥΜΜΟΡΦΩΣΗ ΠΡΟΣ ΑΥΤΗΝ

6. Η εξωτερική μελέτη σχετικά με την εφαρμογή της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, η οποία εκπονήθηκε για λογαριασμό της Επιτροπής (στο εξής «η εξωτερική μελέτη»)<sup>3</sup> θεωρεί ότι η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς δεν έχει οδηγήσει σε σημαντικές αλλαγές του νομικού πλαισίου των κρατών μελών που περιλαμβάνονται στη μελέτη<sup>4</sup>, επειδή, σε εθνικό επίπεδο, υπήρχαν ήδη ή ήταν υπό επεξεργασία παρόμοιες διατάξεις πριν από την έκδοση της οδηγίας .
7. Όσον αφορά τη μεταφορά των προαιρετικών διατάξεων της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, η εξωτερική μελέτη, η έκθεση των υπηρεσιών της Επιτροπής, του 2007, σχετικά με την εφαρμογή της οδηγίας<sup>5</sup> και η περαιτέρω έρευνα την οποία διεξήγαγε η Επιτροπή, δείχνουν ότι 19<sup>6</sup> κράτη μέλη έχουν ενσωματώσει τον κανόνα

---

<sup>2</sup> Βλέπε άρθρο 3 της οδηγίας.

<sup>3</sup> Marcus Partners, σε συνεργασία με το Centre for European Policy Studies (Ιούνιος 2012), *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*. Υπάρχει στην: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm)

<sup>4</sup> Αυστρία, Βέλγιο, Κύπρος, Τσεχική Δημοκρατία, Δανία, Εσθονία, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ουγγαρία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Κάτω Χώρες, Πολωνία, Πορτογαλία, Ρουμανία, Σλοβακική Δημοκρατία, Ισπανία, Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο.

<sup>5</sup> Έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής. Έκθεση της Επιτροπής για την εφαρμογή της οδηγίας σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, 21 Φεβρουαρίου 2007, SEC(2007) 268.

<sup>6</sup> Αυστρία, Βουλγαρία, Κύπρος, Τσεχική Δημοκρατία, Εσθονία, Φινλανδία, Γαλλία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Λετονία, Λιθουανία, Μάλτα, Πορτογαλία, Ρουμανία, Σλοβενία, Σλοβακική Δημοκρατία, Ισπανία και Ηνωμένο Βασίλειο.

«ουδετερότητας του Διοικητικού Συμβουλίου»<sup>7</sup>, ενώ μόνο τρία κράτη μέλη<sup>8</sup> έχουν ενσωματώσει τον κανόνα «εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας (breakthrough)»<sup>9</sup>. Σύμφωνα με το άρθρο 12 παράγραφος 3 της οδηγίας, περίπου τα μισά κράτη μέλη<sup>10</sup> επιτρέπουν στις εταιρείες που υπόκεινται στον κανόνα της ουδετερότητας του Διοικητικού Συμβουλίου ή/και στον κανόνα breakthrough (εκ του νόμου ή βάσει του καταστατικού της εταιρείας) να μην εφαρμόζουν τον κανόνα όταν έρχονται αντιμέτωποι με προσφορά εξαγοράς από προσφέροντα ο οποίος δεν υπόκειται στην εφαρμογή του ίδιου κανόνα (αμοιβαιότητα).

8. Όσον αφορά την εφαρμογή του νομικού πλαισίου στα κράτη μέλη, δεν έχει ανακύψει κανένα διαρθρωτικό ζήτημα συμμόρφωσης.
9. Η εξωτερική μελέτη εκτιμά ότι η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς συνέβαλε σε βελτιώσεις σε σχέση με τους στόχους της, για παράδειγμα μέσω της καθιέρωσης, υπόψη των εποπτικών αρχών, κανόνων συντονισμού όσον αφορά τις διασυννοριακές προσφορές εξαγοράς, της θέσπισης των γενικών αρχών της οδηγίας, των κανόνων κοινολόγησης, του κανόνα υποχρεωτικής προσφοράς και των δικαιωμάτων υποχρεωτικής αποχώρησης (squeeze out) και υποχρεωτικής εξαγοράς (sell-out).
10. Τα ενδιαφερόμενα μέρη, όσα συμμετείχαν στην προκαταρκτική έρευνα για την εκπόνηση της εξωτερικής μελέτης, εκτιμούν ότι η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς είναι πρόσφορη για τη σωστή και αποδοτική λειτουργία της αγοράς. Οι παράγοντες αυτοί είναι γενικότερα ευχαριστημένοι από τη σαφήνεια των κανόνων που συμπεριλαμβάνονται στην οδηγία και από την επάρκεια της θέσης τους σε εφαρμογή. Κατά γενικό κανόνα, πιστεύουν ότι με την οδηγία αυτή έχει ενισχυθεί η θέση των μειοψηφούντων μετόχων και διατυπώνουν θετική γνώμη όσον αφορά το προβλεπόμενο καθεστώς κοινολόγησης, τον κανόνα της υποχρεωτικής προσφοράς και τα δικαιώματα υποχρεωτικής αποχώρησης (squeeze out) και υποχρεωτικής εξαγοράς (sell-out) που διαλαμβάνει η οδηγία. Ωστόσο, οι εκπρόσωποι των εργαζομένων, η γνώμη των οποίων ζητήθηκε μέσω της προκαταρκτικής έρευνας, είναι λιγότερο ικανοποιημένοι από την οδηγία. Πιο συγκεκριμένα, εξέφρασαν την άποψη ότι η οδηγία δεν προστατεύει επαρκώς το προσωπικό από τον κίνδυνο μεταβολής των συνθηκών απασχόλησης ή από μειώσεις του προσωπικού μετά την εξαγορά.
11. Αναφορικά με τις διατάξεις της οδηγίας που είναι προαιρετικής εφαρμογής, με τις οποίες ρυθμίζεται η χρήση των μέτρων άμυνας, οι ερωτηθέντες παράγοντες φαίνεται

---

<sup>7</sup> Ο κανόνας ουδετερότητας του διοικητικού συμβουλίου (άρθρο 9 της οδηγίας) προβλέπει ότι κατά τη διάρκεια της περιόδου της προσφοράς προς εξαγορά το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας πρέπει να έχει λάβει εκ των προτέρων εξουσιοδότηση από τη γενική συνέλευση των μετόχων πριν προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια η οποία ενδέχεται να οδηγήσει στη ματαίωση της προσφοράς. Εσθονία, Λετονία και Λιθουανία.

<sup>8</sup>

<sup>9</sup> Ο κανόνας breakthrough (εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας) (άρθρο 11 της οδηγίας) εξουδετερώνει τις προ της προσφοράς άμυνες στο πλαίσιο της διαδικασίας εξαγοράς, προβλέποντας ότι ορισμένοι περιορισμοί (π.χ. στη μεταβίβαση μετοχών ή στα δικαιώματα ψήφου) δεν ισχύουν κατά τη διάρκεια της περιόδου της προσφοράς προς εξαγορά και επιτρέπει στον επιτυχόντα προσφέροντα τη δυνατότητα να αντικαθιστά το υπάρχον διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας, όπως και να τροποποιεί το καταστατικό της.

<sup>10</sup> Βέλγιο, Δανία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ουγγαρία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Κάτω Χώρες, Πολωνία, Πορτογαλία, Σλοβενία και Ισπανία.

να πιστεύουν ότι οι διατάξεις αυτές είχαν μικρό αντίκτυπο. Παραδείγματος χάρη, η εξωτερική μελέτη εμφανίζει ότι κατά την αντίληψη των ενδιαφερόμενων μερών, η οδηγία δεν είχε σημαντική επίπτωση ως προς τον αριθμό των προσφορών και ότι παρά την ύπαρξη της οδηγίας, στην Ευρώπη χρησιμοποιείται μεγάλος αριθμός μέτρων άμυνας, κυρίως πριν από το στάδιο της προσφοράς. Όμως, εξέφρασαν και την άποψη ότι υπάρχουν αρκετές δυνατότητες εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας παρά το γεγονός ότι τα περισσότερα κράτη μέλη δεν έχουν ενσωματώσει τον κανόνα breakthrough.

12. Είναι δύσκολο να υπολογισθεί ο αντίκτυπος της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς στην ευρύτερη οικονομία, κυρίως επειδή υπήρξαν λίγες προσφορές εξαγοράς εντός της ΕΕ μετά τη μεταφορά της οδηγίας στις εσωτερικές έννομες τάξεις<sup>11</sup>, λόγω της οικονομικής κατάστασης στην ΕΕ αφότου ξέσπασε η οικονομική κρίση<sup>12</sup>. Επιπλέον, το γεγονός ότι η οδηγία έχει χαρακτήρα ελάχιστης εναρμόνισης, όπως και ότι τα άρθρα που αφορούν τα μέτρα άμυνας συνιστούν προαιρετικές διευθετήσεις και υπαρχούσης της δυνατότητας των κρατών μελών, η οποία προβλέπεται στο άρθρο 4 παράγραφος 5 της οδηγίας, να παρεκκλίνουν από τους κανόνες της οδηγίας, έχει οδηγήσει σε ευρύ φάσμα κανόνων που ισχύουν στα κράτη μέλη στο πεδίο των δημόσιων προσφορών εξαγοράς.

Γενικότερα, η οικονομική ανάλυση<sup>13</sup> δείχνει ότι μολονότι οι δημόσιες προσφορές εξαγοράς προάγουν την οικονομική αποτελεσματικότητα στην θεωρία, αυτό στην πράξη δεν ισχύει πάντα, διότι δεν πληρούνται οι όροι της ορθολογικής συμπεριφοράς, των πλήρως ενημερωμένων συντελεστών της αγοράς και της απουσίας κόστους στις συναλλαγές (π.χ. δημόσιες προσφορές εξαγοράς μπορεί να γίνονται με το σκεπτικό οικοδόμησης αυτοκρατορίας και οι μέτοχοι αντιμετωπίζουν ενδεχομένως πρόβλημα ελλιπούς πληροφόρησης, υψηλού κόστους συναλλαγής και πίεσης για να υποβληθεί προσφορά). Επιπλέον, ορισμένες διατάξεις της οδηγίας, παραδείγματος χάρη αυτές που αφορούν στον κανόνα ουδετερότητας της διοίκησης, στον κανόνα εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας και στο δικαίωμα υποχρεωτικής αποχώρησης, διευκολύνουν τις προσφορές εξαγοράς, ενώ άλλες, παραδείγματος χάρη ο κανόνας υποχρεωτικής προσφοράς, μπορούν να αποτελούν αποτρεπτικό στοιχείο<sup>14</sup>.

13. Μια σύγκριση με ό,τι ισχύει σε τρίτες χώρες<sup>15</sup>, δείχνει ότι η νομοθεσία των χωρών αυτών για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς βασίζεται σε παρόμοιες αρχές με εκείνες της ενωσιακής οδηγίας. Εξάιρεση αποτελεί η αρχή της προστασίας του προσωπικού μέσω δικαιωμάτων ενημέρωσής του, αρχή η οποία κατά κανόνα δεν ισχύει στις τρίτες χώρες για τις οποίες έγινε έρευνα. Παρόμοια επίσης, τόσο στην ΕΕ όσο και στις τρίτες χώρες, είναι η διάρκεια μιας δημόσιας προσφοράς εξαγοράς όπως και οι πληροφορίες που θα πρέπει να υποβληθούν. Στις περισσότερες από τις ερευνηθείσες τρίτες χώρες, με εξαίρεση τις Ηνωμένες Πολιτείες, ισχύει ένας υποχρεωτικός κανόνας προσφοράς ή κάποιος παρεμφερής κανόνας της νομοθεσίας τους, βάσει του οποίου το κατώφλι ελέγχου συνήθως κυμαίνεται γύρω στο 30% στο

---

<sup>11</sup> Εκτός από μια κορύφωση των πράξεων εξαγοράς το 2007, βλέπε διάγραμμα 2 του παραρτήματος.

<sup>12</sup> Βλέπε διαγράμματα 1 και 2 στο παράρτημα της παρούσας έκθεσης.

<sup>13</sup> Βλέπε κεφάλαιο 4 της εξωτερικής έκθεσης.

<sup>14</sup> Βλέπε διάγραμμα 3 στο παράρτημα της παρούσας έκθεσης.

<sup>15</sup> Η εξωτερική μελέτη περιλαμβάνει τις ακόλουθες τρίτες χώρες: Αυστραλία, Καναδάς, Κίνα, Χονγκ Κονγκ, Ινδία, Ιαπωνία, Ρωσία, Ελβετία και Ηνωμένες Πολιτείες.

ένα τρίτο, ποσοστό που είναι παρόμοιο με αυτό της ΕΕ (η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς παρέχει στα κράτη μέλη την ευχέρεια να προσδιορίσουν το κατώφλι ελέγχου, αλλά τα περισσότερα κράτη μέλη έχουν επιλέξει το 30% ή το ένα τρίτο). Όσον αφορά τα μέτρα άμυνας, η σύγκριση εμφανίζει ότι αυτά χρησιμοποιούνται σε όλες τις τρίτες χώρες που εξετάστηκαν, και ότι οι περισσότερες από τις χώρες αυτές (με εξαίρεση τις Ηνωμένες Πολιτείες) διαθέτουν κανόνα ισοδύναμο προς αυτόν της ουδετερότητας του διοικητικού συμβουλίου. Ωστόσο, η νομοθεσία καμίας από τις τρίτες χώρες που εξετάστηκαν δεν περιλαμβάνει το ισοδύναμο του κανόνα breakthrough. Όσον αφορά τα δικαιώματα squeeze-out και sell-out, ένας περιορισμένος αριθμός των τρίτων χωρών που εξετάστηκαν δεν έχουν τέτοιους κανόνες. Υπάρχουν, ωστόσο, και άλλοι μηχανισμοί που παρουσιάζουν παρόμοια αποτελέσματα (π.χ. μετοχές καταβλητέες σε πρώτη ζήτηση στην Ιαπωνία και υποχρεωτικές εξαγορές στην Αυστραλία και συγχωνεύσεις των μετρητών στην Ελβετία). Ορισμένες τρίτες χώρες παρέχουν επίσης τη δυνατότητα να αποκτάται μια εταιρεία κατά πλήρη κυριότητα με αξιοποίηση συστημάτων διακανονισμού.

14. Το άρθρο 20 της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς αναθέτει στην Επιτροπή να συμπεριλάβει στην από πλευράς της εξέταση της οδηγίας μια επισκόπηση των δομών ελέγχου και των φραγμών στις προσφορές εξαγοράς που δεν καλύπτονται από την οδηγία. Η εξωτερική μελέτη εξέτασε τις πυραμδικές διαρθρώσεις<sup>16</sup> και τις σταυροειδείς συμμετοχές, οι οποίες δεν καλύπτονται από την οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς. Διαπιστώνει ότι ποσοστό 18,1% των εισηγμένων εταιρειών στα κράτη μέλη που περιλαμβάνονται στη μελέτη έχουν δομές πυραμίδας, ενώ το 3,5% έχουν σταυροειδείς συμμετοχές<sup>17</sup>. Αυτό συμβαδίζει με το γεγονός ότι οι μετοχικές δομές στις ηπειρωτικές χώρες της ΕΕ βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στην κατοχή πακέτων συμμετοχής. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, αν και οι πυραμδικές διαρθρώσεις παραμένουν ένας δημοφιλής μηχανισμός διατήρησης του ελέγχου μιας εταιρείας με λίγα κεφάλαια, και οι δύο μηχανισμοί θεωρούνται αδύναμες άμυνες κατά των δημοσίων εξαγορών. Η εξωτερική μελέτη θεωρεί επίσης ότι άλλα πιθανά εμπόδια στις εξαγορές, όπως οι κλαδικοί κανονισμοί, τα κρατικά κεφάλαια, ο από κοινού καθορισμός των διαδικασιών και η συμμετοχή του προσωπικού στο μετοχικό κεφάλαιο δεν δημιουργούν ισχυρά ή αδικαιολόγητα εμπόδια<sup>18</sup>.

### 3. Η ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ: ΤΑ ΑΝΑΛΥΟΜΕΝΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ

15. Από την εξέταση της λειτουργίας της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς αναδύεται μια σειρά ζητημάτων.
16. Πρώτον, υπάρχει κάποια ανησυχία όσον αφορά την ασφάλεια δικαίου που παρέχει η έννοια «προσώπων που ενεργούν σε συνεννόηση» και η εφαρμογή της από τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές. Η έννοια των προσώπων «που ενεργούν σε συνεννόηση» σχετίζεται με τον υπολογισμό του κατά πόσον το όριο ελέγχου έχει ξεπεραστεί και, κατά συνέπεια, αν έχει προκύψει η υποχρέωση για υποχρεωτική προσφορά. Το

---

<sup>16</sup> Πυραμδικές διαρθρώσεις είναι οι δομές εκείνες στις οποίες μια οντότητα κατέχει μερίδιο ελέγχου σε μια εταιρεία, η οποία διαθέτει μερίδιο ελέγχου σε άλλη εταιρεία, η οποία διαθέτει μερίδιο ελέγχου σε άλλη εταιρεία και ούτω καθεξής.

<sup>17</sup> Βλέπε διάγραμμα 4 στο παράρτημα της παρούσας έκθεσης.

<sup>18</sup> Βλέπε σ. 48 και 267 της εξωτερικής μελέτης.

άρθρο 2 παράγραφος 1 στοιχείο δ) της οδηγίας σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς ορίζει την έννοια «πρόσωπα που ενεργούν σε συνεννόηση» ως εξής:

«τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που συνεργάζονται με τον προσφέροντα ή με την υπό εξαγορά εταιρεία, βάσει ρητής ή σιωπηρής, προφορικής ή γραπτής συμφωνίας, η οποία έχει ως σκοπό την απόκτηση του ελέγχου της υπό εξαγορά εταιρείας ή τη ματαίωση της επιτυχούς έκβασης της προσφοράς».

Τα κράτη μέλη έχουν ενσωματώσει τον ορισμό αυτό με διαφορετικούς τρόπους. Για παράδειγμα, ορισμένα κράτη μέλη<sup>19</sup> παραμένουν κοντά στον ορισμό που δίδεται στην οδηγία, ενώ άλλα<sup>20</sup> έχουν συμπεριλάβει ορισμένα στοιχεία του ορισμού της έννοιας «προσώπων που ενεργούν σε συνεννόηση» που δίνεται στην οδηγία για τη διαφάνεια<sup>21</sup>. Επιπλέον, η έννοια προσώπων τα οποία «ενεργούν σε συνεννόηση» περιλαμβάνεται επίσης στην οδηγία για την απόκτηση συμμετοχών<sup>22</sup>. Ο ευρύς ορισμός του όρου, ο οποίος περιλαμβάνεται στους προανατολισμούς επιπέδου 3 της οδηγίας<sup>23</sup>, δεν χρησιμοποιείται ωστόσο από τις ρυθμιστικές αρχές σε σχέση με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς. Ορισμένες εθνικές ρυθμιστικές αρχές<sup>24</sup>, αποβλέποντας σε μετριασμό του ελλείμματος ασφάλειας γύρω από την εφαρμογή της έννοιας «προσώπων που ενεργούν σε συνεννόηση» έχουν εκδώσει ερμηνευτικές κατευθυντήριες ή έχουν υιοθετήσει τεκμήρια. Πάντως, το περιεχόμενο των κατευθυντηρίων αυτών δεν είναι ταυτόσημο. Η ύπαρξη διαφόρων ορισμών και ερμηνειών σε εθνικό επίπεδο αποτελεί πηγή ανασφάλειας για τους διεθνείς επενδυτές, οι οποίοι επιθυμούν να συνεργάζονται μεταξύ τους και ενδέχεται να συνεπάγονται περιοριστικές επιπτώσεις όσον αφορά την προθυμία τους να συνεργαστούν ενεργά με τις εταιρείες στις οποίες θέλουν να επενδύσουν. Αυτό επιβεβαιώνεται από τις απαντήσεις στην Πράσινη Βίβλο της Επιτροπής σχετικά με το ενωσιακό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης<sup>25</sup> ορισμένων ερωτηθέντων, οι οποίοι

<sup>19</sup> Παραδείγματος χάρι: Αυστρία, Κύπρος, Δανία, Ιταλία, Ουγγαρία, Ιρλανδία, Λουξεμβούργο, Κάτω Χώρες, Σλοβακική Δημοκρατία και Ηνωμένο Βασίλειο.

<sup>20</sup> Παραδείγματος χάρι: Βέλγιο, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Πολωνία, Πορτογαλία, Ρουμανία, Ισπανία και Σουηδία.

<sup>21</sup> Οδηγία 2004/109/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Δεκεμβρίου 2004, για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ. Στο άρθρο 10 στοιχείο α) της οδηγίας ο «συντονισμός των ενεργειών» ορίζεται ως εξής: «*τρίτος με τον οποίο το προαναφερόμενο πρόσωπο ή οντότητα έχει συνάψει συμφωνία που το υποχρεώνει να υιοθετεί, μέσω συντονισμένης άσκησης των δικαιωμάτων ψήφου που διαθέτει, διαρκή κοινή πολιτική ως προς τη διαχείριση του εν λόγω εκδότη*».

<sup>22</sup> Οδηγία 2007/44/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους διαδικαστικούς κανόνες και τα κριτήρια αξιολόγησης για την προληπτική αξιολόγηση της απόκτησης και της αύξησης συμμετοχών στο μετοχικό κεφάλαιο οντοτήτων του χρηματοπιστωτικού τομέα.

<sup>23</sup> Σύμφωνα με τους προανατολισμούς επιπέδου 3 της οδηγίας για την απόκτηση συμμετοχών, νοούνται ότι «ενεργούν σε συνεννόηση» τα πρόσωπα στις περιπτώσεις που: «*καθένα από αυτά αποφασίζει να ασκήσει τα δικαιώματά του που συνδέονται με τις μετοχές τις οποίες αποκτά, σύμφωνα με ρητή ή σιωπηρή συμφωνία μεταξύ τους*».

<sup>24</sup> Παραδείγματος χάρι, η Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

<sup>25</sup> Πράσινη βίβλος σχετικά με το ενωσιακό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης, 4 Απριλίου 2011, COM (2011) 164 τελικό. Υπάρχει στα αγγλικά στην ιστοσελίδα: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf#page=2](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf#page=2)

εξέφρασαν την άποψη ότι υπάρχει ανάγκη να αποσαφηνιστούν οι υφιστάμενες διατάξεις σχετικά με την έννοια των «προσώπων που ενεργούν σε συνεννόηση»<sup>26</sup>.

17. Δεύτερον, το ευρύ φάσμα των εθνικών παρεκκλίσεων από τον κανόνα υποχρεωτικής προσφοράς θέτει το ερώτημα κατά πόσον ο κανόνας υποχρεωτικής προσφοράς προστατεύει επαρκώς τους μειοψηφούντες μετόχους σε περιπτώσεις αλλαγής του ελέγχου. Το άρθρο 4 παράγραφος 5 της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς επιτρέπει στα κράτη μέλη να παρεκκλίνουν από τους κανόνες της οδηγίας, προβλέποντας ότι:

«Υπό την προϋπόθεση της τήρησης των γενικών αρχών του άρθρου 3 παράγραφος 1, τα κράτη μέλη είναι δυνατόν να προβλέπουν, στους κανόνες που θεσπίζουν ή εισάγουν δυνάμει της παρούσας οδηγίας, παρεκκλίσεις από αυτούς τους κανόνες:

i.) συμπεριλαμβάνοντας τις παρεκκλίσεις αυτές στους εθνικούς κανόνες τους, ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι συνθήκες που καθορίζονται σε εθνικό επίπεδο· ή/και

ii) εξουσιοδοτώντας τις εποπτικές αρχές τους, οσάκις έχουν αρμοδιότητα, να παρεκκλίνουν από αυτούς τους εθνικούς κανόνες ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι συνθήκες που αναφέρονται στο σημείο i) ή σε άλλες ειδικές συνθήκες· στην περίπτωση αυτή απαιτείται αιτιολογημένη απόφαση.

Όλα τα κράτη μέλη που περιλαμβάνονται στην εξωτερική μελέτη έχουν εισαγάγει παρεκκλίσεις από τον κανόνα της υποχρεωτικής προσφοράς. Οι παρεκκλίσεις αυτές μπορούν να χωριστούν σε διάφορες κατηγορίες<sup>27</sup>:

- Διακριτική ευχέρεια της εθνικής εποπτικής αρχής να χορηγήσει απαλλαγή. Μόνο λίγα κράτη μέλη<sup>28</sup> έχουν χρησιμοποιήσει αυτή τη δυνατότητα·
- Διαδικασίες «whitewash» (ασπρίσματος), βάσει των οποίων οι μέτοχοι μπορούν να αποφασίσουν να παρακάμψουν την υποχρέωση να προβούν σε επιτακτική προσφορά·
- Τεχνικής φύσεως παρεκκλίσεις, όπως η παρέκκλιση που χορηγείται σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων μεταβλητού κεφαλαίου (οι οποίοι δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας), οι οποίες δεν περιορίζουν το πεδίο εφαρμογής του κανόνα υποχρεωτικής προσφοράς όπως αυτό προβλέπεται από την οδηγία·
- Περιπτώσεις όπου δεν υπάρχει καμία πραγματική αλλαγή του ελέγχου, για παράδειγμα, όταν η μεταβολή του ελέγχου είναι προσωρινή ή η απόκτηση έλαβε χώρα εντός του ιδίου ομίλου εταιρειών ή «του ενεργούντος σε

<sup>26</sup> Βλέπε: Feedback Statement, Summary of Responses to the Green Paper on the EU Corporate Governance Framework. Υπάρχει στα αγγλικά στην: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf)

<sup>27</sup> Για έναν πίνακα των διαφόρων παρεκκλίσεων από τον κανόνα υποχρεωτικής προσφοράς και σε ποια κράτη μέλη προβλέπεται αυτή η δυνατότητα, βλέπε σ. 152 της εξωτερικής μελέτης. Στην παρούσα έκθεση συνοψίζονται οι συνηθέστερες παρεκκλίσεις και κατατάσσονται σε κατηγορίες.

<sup>28</sup> Η Φινλανδία, η Ιρλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Στη Γερμανία, η Bafin έχει περιορισμένη διακριτική ευχέρεια να αποποιηθεί μια υποχρεωτική προσφορά, ενώ στη Γαλλία το Εφετείο επικύρωσε απόφαση της AMF για χορήγηση απαλλαγής.



συνεννόηση» ομίλου. Με τις παρεκκλίσεις αυτές δεν τίγεται ο στόχος της οδηγίας για την προστασία των μειοψηφούντων μετόχων σε περιπτώσεις αλλαγής του έλεγχου·

- Για την προστασία των συμφερόντων του προσφέροντος ή της ελέγχουσας μερίδας των μετόχων, παραδείγματος χάρη όταν η αλλαγή στον έλεγχο της εταιρείας δεν προκλήθηκε από εθελούσια πράξη, όταν η απόκτηση ήταν έμμεση, ή ήταν το επακόλουθο προσωπικού συμβάντος, όπως η κτήση κληρονομίας·
- Για την προστασία των συμφερόντων ενός πιστωτή, παραδείγματος χάρη σε περιπτώσεις όπου η απόκτηση επέρχεται ως αποτέλεσμα της άσκησης δικαιώματος χρηματικής εγγύησης ενός πιστωτή·
- Για την προστασία των συμφερόντων των άλλων ενδιαφερομένων, παραδείγματος χάρη όταν ένας επενδυτής είναι σε οικονομική δυσχέρεια, όταν αποκτάται ο έλεγχος μέσα από ένα συγκεκριμένο είδος εταιρικής συναλλαγής, όπως μια συγχώνευση ή ένας διακανονισμός, ή όταν ο έλεγχος αποκτάται μετά από πώληση χρεογράφων από το Δημόσιο.

Μέσα στο φάσμα των διαφόρων εθνικών παρεκκλίσεων από τον κανόνα υποχρεωτικής προσφοράς, δεν είναι πάντα σαφές το πώς διασφαλίζεται η προστασία των μειοψηφούντων μετόχων. Όπως προκύπτει από το άρθρο 4 παράγραφος 5 της οδηγίας, τα κράτη μέλη που προβλέπουν παρεκκλίσεις από τους κανόνες της οδηγίας, οφείλουν να τηρούν τις γενικές αρχές της οδηγίας. Μία από τις γενικές αρχές είναι ότι, εάν ένα πρόσωπο αποκτά τον έλεγχο μιας εταιρείας, οι λοιποί κάτοχοι τίτλων πρέπει να προστατεύονται (άρθρο 3 στοιχείο α) της οδηγίας). Η οδηγία δεν ρυθμίζει τον τρόπο με τον οποίο τα κράτη μέλη πρέπει να διασφαλίζουν την τήρηση των γενικών αρχών της οδηγίας.

18. Τρίτον, το άρθρο 5 παράγραφος 2) της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς ορίζει ότι στις περιπτώσεις που ο έλεγχος αποκτήθηκε με εθελούσια προσφορά προς όλους τους κατόχους τίτλων για το σύνολο των συμμετοχών τους, δεν ισχύει πλέον η υποχρέωση υποβολής επιτακτικής προσφοράς σε δίκαιη τιμή. Έχει περιέλθει στην προσοχή της Επιτροπής ότι η απαλλαγή αυτή είναι δυνατόν να χρησιμοποιείται από τους προσφέροντες προς αποφυγή της υποχρέωσης υποβολής επιτακτικής προσφοράς. Το πλεονέκτημα για τον προσφέροντα είναι ότι η οδηγία δεν ρυθμίζει την τιμή της εθελούσιας προσφοράς. Η παρέκκλιση από τον κανόνα για τις περιπτώσεις όπου ο έλεγχος αποκτήθηκε μετά από εθελούσια προσφορά προβλέπεται με βάση την υπόθεση ότι η τιμή προσφοράς ήταν αρκετά υψηλή ώστε να πεισθεί σημαντική μερίδα των μετόχων να δεχθούν την προσφορά, αλλιώς ο προσφέρων δεν θα είχε αποκτήσει τον έλεγχο μέσω της προσφοράς. Ωστόσο, εάν ο προσφέρων κατέχει ήδη μερίδιο πολύ κοντά στο όριο του ελέγχου, χρειάζονται μόνο λίγοι μέτοχοι να προσφέρουν τις μετοχές τους ώστε ο προσφέρων να διαβεί το κατώφλι του ελέγχου. Ως εκ τούτου, ακόμη και αν ο προσφέρων προσφέρει μια πολύ χαμηλή τιμή, είναι μάλλον πιθανό να αποκτήσει τον έλεγχο μέσω της εθελούσιας προσφοράς και ως εκ τούτου να είναι σε θέση να κάνει χρήση της παρέκκλισης από τον κανόνα υποβολής επιτακτικής προσφοράς. Στην περίπτωση αυτή, οι μειοψηφούντες μέτοχοι δεν είναι σε θέση να επωφεληθούν και αυτοί από το υπερτίμημα λόγω απόκτησης του ελέγχου. Σε ορισμένα ωστόσο κράτη μέλη αυτή η διαδρομή αυτή δεν είναι διαθέσιμη επειδή η εθνική νομοθεσία προβλέπει ότι η προσφορά πρέπει να τελεί υπό την προϋπόθεση ότι ο προσφέρων αποκτά ένα

ελάχιστο ποσοστό των μετοχών<sup>29</sup> ή ότι οι μεταγενέστερες αποκτήσεις συμμετοχών θα πυροδοτήσουν την υποβολή επιτακτικής προσφοράς<sup>30</sup>.

Έχει επίσης προβληθεί το επιχείρημα ότι οι προσφέροντες μπορούν να αποκτήσουν μερίδιο ελέγχου χωρίς να χρειάζεται να προβούν σε υποβολή επιτακτικής προσφοράς, διατηρώντας το μερίδιο συμμετοχής τους ακριβώς κάτω από το κατώφλι ελέγχου, όντας παράλληλα σε θέση, εκ των πραγμάτων, να ελέγχουν την εταιρεία, ή με την απόκτηση θέσης σε παράγωγα μέσα<sup>31</sup>.

19. Τέταρτον, όσον αφορά τα προαιρετικά άρθρα της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, θα μπορούσε να συναχθεί το συμπέρασμα ότι, αν και ο κανόνας της ουδετερότητας του διοικητικού συμβουλίου συνιστά μια σχετική επιτυχία<sup>32</sup>, ο κανόνας breakthrough (εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας) δεν ήταν και τόσο επιτυχής, δεδομένου ότι τρία μόνο κράτη μέλη τον έχουν μεταφέρει στην εθνική έννομη τάξη τους. Κατά τον χρόνο έκδοσης της οδηγίας, η ιδέα ήταν ότι οι μέτοχοι θα μπορούσαν να ασκήσουν πιέσεις για εθελούσια εφαρμογή των προαιρετικών διατάξεων από τις επιχειρήσεις, στις περιπτώσεις που τα κράτη μέλη δεν επέλεξαν να προβούν στη μεταφορά τους. Όμως, φαίνεται ότι τέτοιο πράγμα δεν συνέβη. Συνεπώς, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι η οδηγία δεν είναι ιδιαίτερα αποτελεσματική στο θέμα της ρύθμισης της χρήσης των μέτρων άμυνας. Πράγμα που επιβεβαιώνουν τα ερωτηθέντα ενδιαφερόμενα μέρη. Ωστόσο, δήλωσαν επίσης ότι, παρά την απουσία μεταφοράς του κανόνα breakthrough, υπάρχουν αρκετές δυνατότητες διάσπασης της γραμμής μέτρων άμυνας κατά της εξαγοράς (βλέπε σημείο 11 της παρούσας έκθεσης).

20. Πέμπτον, η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς επιβάλλει οι εκπρόσωποι του προσωπικού της υπό εξαγορά εταιρείας, όπως και του προσφέροντος, να ενημερώνονται λεπτομερώς σε περίπτωση δημόσιας προσφοράς εξαγοράς<sup>33</sup>. Οι πληροφορίες που παρέχονται στους εκπροσώπους του προσωπικού θα πρέπει να περιλαμβάνουν μια δήλωση των προθέσεων του προσφέροντος όσον αφορά τη συνέχιση των δραστηριοτήτων της υπό εξαγορά εταιρείας όπως και της προσφέρουσας εταιρείας, από την άποψη των επιπτώσεων στην απασχόληση και στους όρους της απασχόλησης<sup>34</sup>, καθώς και μια δήλωση των απόψεων του συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας σχετικά με την προσφορά και τις πιθανές επιπτώσεις της στην απασχόληση<sup>35</sup>. Από την εξωτερική μελέτη προκύπτει ότι οι εκπρόσωποι του προσωπικού δεν είναι ικανοποιημένοι με τον τρόπο με τον οποίο η οδηγία διασφαλίζει τα συμφέροντα των εργαζομένων. Αναφέρουν ότι οι απαιτούμενες πληροφορίες δεν παρέχονται πάντοτε εγκαίρως, ή είναι ανεπαρκείς, και ότι οι προσφορές εξαγοράς έχουν σημαντικό αντίκτυπο στους όρους

<sup>29</sup> Για παράδειγμα, στο Ηνωμένο Βασίλειο, η προσφορά πρέπει να υπόκειται στον όρο ότι ο προσφέρων αποκτά ποσοστό τουλάχιστον το 50% των μετοχών.

<sup>30</sup> Για επισκόπηση των εθνικών διατάξεων που καθορίζουν το πότε από μεταγενέστερες εξαγορές γενάται επιτακτική υποχρέωση προσφοράς, παραπέμπουμε στη σ. 130 της εξωτερικής μελέτης.

<sup>31</sup> Στην πρόταση για τροποποίηση της οδηγίας για τη διαφάνεια περιλαμβάνεται ήδη η υποχρεωτική δημοσιοποίηση των θέσεων σε παράγωγα. Βλέπε: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf)

<sup>32</sup> Βλέπε σημείο 7 της παρούσας έκθεσης.

<sup>33</sup> Βλέπε άρθρα 6 παράγραφος 1, 6 παράγραφος 2 και 8 παράγραφος 2 της οδηγίας.

<sup>34</sup> Βλέπε άρθρο 6 παράγραφος 3 σημείο i) της οδηγίας.

<sup>35</sup> Βλέπε άρθρο 9 παράγραφος 5 της οδηγίας.

απασχόλησης και στις απολύσεις λόγω υπεράριθμου προσωπικού. Ισχυρίζονται επίσης ότι, μετά την υποβολή της προσφοράς, δεν υπάρχει κανένας έλεγχος για το αν ο προσφέρων θα πράξει όπως έχει δηλώσει στις πληροφορίες που δημοσιοποιήθηκαν στο πλαίσιο της διαδικασίας προσφοράς. Ωστόσο αυτό όμως δεν αποτελεί αντικείμενο ρύθμισης της οδηγίας.

#### 4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

21. Από την παρούσα ανασκόπηση της εφαρμογής της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς προκύπτει ότι, γενικά, το καθεστώς που θεσπίστηκε με την οδηγία λειτουργεί ικανοποιητικά. Δεν υπάρχουν διαρθρωτικά ζητήματα συμμόρφωσης τα οποία να έχουν προκύψει αναφορικά με την εφαρμογή του νομικού πλαισίου στα κράτη μέλη. Οι ενδιαφερόμενοι είναι γενικά ικανοποιημένοι με τη σαφήνεια των κανόνων που περιλαμβάνονται στην οδηγία και με την αποτελεσματικότητα της εφαρμογής τους και θεωρούν ότι η οδηγία είναι χρήσιμη για την εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς. Η εξωτερική μελέτη εκτιμά ότι η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς συνέβαλε σε βελτιώσεις όσον αφορά τους στόχους που επιδιώκει.
22. Υπάρχουν, παρά ταύτα, τομείς όπου οι κανόνες της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς θα άξιζε κάπως να αποσαφηνιστούν προκειμένου να βελτιωθεί η ασφάλεια δικαίου για τα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως και η αποτελεσματική άσκηση των (μειοψηφούντων) μετόχων.
23. Κατά πρώτον, **η έννοια των «προσώπων που ενεργούν σε συνεννόηση»** θα μπορούσε να αποσαφηνιστεί σε ενωσιακό επίπεδο, προκειμένου να παρέχεται περισσότερη ασφάλεια δικαίου στους διεθνείς επενδυτές ως προς την έκταση στην οποία μπορούν να συνεργάζονται μεταξύ τους, χωρίς να θεωρείται ότι αποτελούν «πρόσωπα που ενεργούν σε συνεννόηση» και να διατρέχουν τον κίνδυνο να χρειάζεται να προβούν σε επιτακτική προσφορά. Θα μπορούσε, για παράδειγμα, να υπάρξει αποσαφήνιση μέσω της κατάρτισης κατευθυντήριων γραμμών, από την Επιτροπή ή/και από την ΕΑΚΑΑ. Η αποσαφήνιση αυτή θα δώσει περισσότερες ευκαιρίες στους μετόχους να καθιστούν τα συμβούλια υπόλογα για τις πράξεις τους και να προωθούν πρότυπα χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης στις εισηγμένες εταιρείες στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Δεν θα πρέπει, ωστόσο, να περιορίζει τη δυνατότητα των αρμόδιων αρχών να υποχρεώνουν τα μέρη που εκ συνεννοήσεως επιζητούν τον έλεγχο μιας εταιρείας να αποδέχονται τις έννομες συνέπειες της εναρμονισμένης δράσης τους. Πιθανές πρωτοβουλίες στον τομέα αυτό θα είναι σύμφωνες με τους στόχους της Πράσινης Βίβλου της Επιτροπής σχετικά με το ενωσιακό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης και με την Ανακοίνωσή της «Προς μια Πράξη για την Ενιαία Αγορά»<sup>36</sup> για την προώθηση ενός μακροπρόθεσμου, βιώσιμου καθεστώτος ιδιοκτησίας προς όφελος της βιώσιμης ανάπτυξης στην ευρωπαϊκή αγορά. Η Επιτροπή προτίθεται να ανακοινώσει τον Οκτώβριο του 2012 τα μέτρα τα οποία προτίθεται να λάβει στον τομέα αυτό.
24. Δεύτερον, η επισκόπηση δείχνει ότι υπάρχει ένα ευρύ φάσμα διαφόρων **εθνικών παρεκκλίσεων από τον κανόνα υποχρεωτικής προσφοράς** και ότι δεν είναι

---

<sup>36</sup> Ανακοίνωση «Προς μια Πράξη για την Ενιαία Αγορά», Απρίλιος του 2011, COM(2011) 206 τελικό. Διαθέσιμη στη: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:EN:PDF>

πάντοτε σαφές το πώς τηρείται η γενική αρχή της οδηγίας, η οποία απαιτεί την προστασία των μειοψηφούντων μετόχων σε περιπτώσεις αλλαγής του ελέγχου, στις περιπτώσεις που εφαρμόζεται κάποια εθνική παρέκκλιση. Η Επιτροπή προτίθεται, δεδομένου ότι διαβλέπει πιθανότητα να προχωρήσει παραπέρα, να διεξαγάγει περαιτέρω έρευνα για το πώς προστατεύονται οι μειοψηφούντες μέτοχοι στις περιπτώσεις που ισχύει μια εθνική παρέκκλιση από τον κανόνα για υποβολή υποχρεωτικής προσφοράς. Είναι πράγματι αναγκαίες περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το πεδίο εφαρμογής των εθνικών παρεκκλίσεων από τον κανόνα υποβολής υποχρεωτικής προσφοράς σχετικά με τον βαθμό στον οποίο οι εθνικές παρεκκλίσεις περιορίζουν την προστασία των μειοψηφούντων μετόχων σε περιπτώσεις αλλαγής του ελέγχου και, κατά περίπτωση, ποιοί εναλλακτικοί μηχανισμοί υπάρχουν στις εθνικές νομοθεσίες, οι οποίοι προστατεύουν τους μειοψηφούντες μετόχους σε περιπτώσεις αλλαγής του ελέγχου. Εάν, μετά την έρευνα, η προστασία των μειοψηφούντων μετόχων αποδειχθεί ανεπαρκής, η Επιτροπή θα λάβει τα απαραίτητα μέτρα (π.χ. μέσω των διαδικασιών επί παραβάσει) προκειμένου να αποκαταστήσει την αποτελεσματική εφαρμογή αυτής της γενικής αρχής της οδηγίας.

25. Τρίτον, η επισκόπηση δείχνει ότι η εξαίρεση από τον κανόνα υποβολής υποχρεωτικής προσφοράς που περιλαμβάνονται στην οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, όσον αφορά τις περιπτώσεις όπου ο έλεγχος αποκτήθηκε μετά από **εθελούσια προσφορά για όλες τις μετοχές της εταιρείας**, έχει δημιουργήσει για τους προσφέροντες τη δυνατότητα να παρακάμπτουν τον κανόνα υποχρεωτικής προσφοράς αποκτώντας μερίδιο συμμετοχής κοντά στο κατώφλι υποχρεωτικής προσφοράς και στη συνέχεια να προβαίνουν σε εθελούσια προσφορά σε χαμηλή τιμή. Αποτέλεσμα αυτού είναι ότι ο προσφέρων μπορεί να διέλθει από το κατώφλι υποβολής υποχρεωτικής προσφοράς χωρίς να προσφέρει στους μειοψηφούντες μετόχους τη δίκαιη ευκαιρία εξόδου τους από την εταιρεία επωφελούμενοι του υπερτιμήματος λόγω παραχωρήσεως του ελέγχου. Αυτή η τεχνική σαφώς δεν συνάδει με τον επιδιωκόμενο από την οδηγία στόχο της προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων σε περιπτώσεις αλλαγής του ελέγχου, παρόλο που δεν φαίνεται να παραβιάζει το γράμμα της οδηγίας<sup>37</sup>. Παραδείγματα από τις εθνικές νομοθεσίες, όπως η πρόβλεψη επιπρόσθετων κατωφλιών υποβολής υποχρεωτικής προσφοράς<sup>38</sup> ή ελάχιστοι όροι αποδοχής των προσφορών εξαγοράς<sup>39</sup>, δείχνουν ότι υπάρχουν δυνατότητες να αποτρέπεται η χρήση της τεχνικής αυτής. Η Επιτροπή θα λάβει τα κατάλληλα μέτρα ώστε να αποθαρρύνεται η χρήση της τεχνικής αυτής σε ολόκληρη την ΕΕ, όπως μέσω διμερών συζητήσεων με τα ενδιαφερόμενα κράτη μέλη ή συστάσεων της Επιτροπής.
26. Τέταρτον, όσον αφορά τις προαιρετικές ρήτρες των **άρθρων 9 και 11 της οδηγίας για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς**, η επισκόπηση δείχνει ότι αν και ο κανόνας της ουδετερότητας του συμβουλίου (άρθρο 9) έχει ενσωματωθεί από ένα σχετικά μεγάλο αριθμό κρατών μελών, αυτό δεν ισχύει στην περίπτωση του κανόνα εξουδετέρωσης των μέτρων άμυνας (breakthrough rule - άρθρο 11)<sup>40</sup>. Ωστόσο, η

<sup>37</sup> Βλέπε άρθρο 5 παράγραφος 2 της οδηγίας, με την οποία ρητά εξαιρούνται από τον κανόνα υποχρεωτικής προσφοράς οι περιπτώσεις απόκτησης του ελέγχου μετά από εθελούσια προσφορά προς όλους τους κατόχους τίτλων και για το σύνολο των συμμετοχών τους.

<sup>38</sup> Για επισκόπηση των επιπρόσθετων κατωφλιών, βλέπε σ. 130 της εξωτερικής μελέτης.

<sup>39</sup> Βλέπε σ. 146 της εξωτερικής μελέτης.

<sup>40</sup> Βλέπε σημείο 7 της παρούσας έκθεσης.

απουσία εφαρμογής των προαιρετικών κανόνων δεν φαίνεται να αποτελέσει σημαντικό εμπόδιο για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς στην ΕΕ, λαμβανομένου υπόψη ότι τα ενδιαφερόμενα μέρη ανέφεραν ότι υπάρχουν επαρκείς δυνατότητες διάσπασης της γραμμής μέτρων άμυνας κατά της εξαγοράς. Υπό το πρίσμα αυτό και λαμβάνοντας επίσης υπόψη την έλλειψη διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων που να δικαιολογούν την αλλαγή της υπάρχουσας κατάστασης, δεν κρίνεται, ως εκ τούτου, σκόπιμο σε αυτό το στάδιο να προταθεί να γίνουν επιτακτικής αντί προαιρετικής ισχύος τα εν λόγω άρθρα της οδηγίας.

27. Τέλος, οι εκπρόσωποι των εργαζομένων δήλωσαν ότι δεν είναι ικανοποιημένοι με τον τρόπο με τον οποίο η οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς προστατεύει τα **δικαιώματα του προσωπικού** σε περίπτωση εξαγοράς, ιδιαίτερα όσον αφορά τον κίνδυνο αλλαγών στους όρους απασχόλησης και στις διαθέσιμες θέσεις εργασίας. Η Επιτροπή θα συνεχίσει το διάλογο με τους εκπροσώπους των εργαζομένων με σκοπό να διερευνήσει τις πιθανές μελλοντικές βελτιώσεις. Επίσης, θα εξετάσει περαιτέρω την εμπειρία που αποκτήθηκε στην πράξη σχετικά με τις διατάξεις της οδηγίας που απαιτούν δημοσιοποίηση των προθέσεων του προσφέροντος όσον αφορά τη μελλοντική επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρείας και τους όρους απασχόλησης σε αυτήν, όπως και την άποψη του συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας στα θέματα αυτά, καθώς και δημοσιοποίηση των πληροφοριών σχετικά με τη χρηματοδότηση της δημόσιας προσφοράς και την ταυτότητα του προσφέροντος<sup>41</sup>.
28. Καλούνται τα κράτη μέλη, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη να υποβάλουν τις απόψεις τους σχετικά με την επισκόπηση που παρατίθεται στην παρούσα έκθεση.

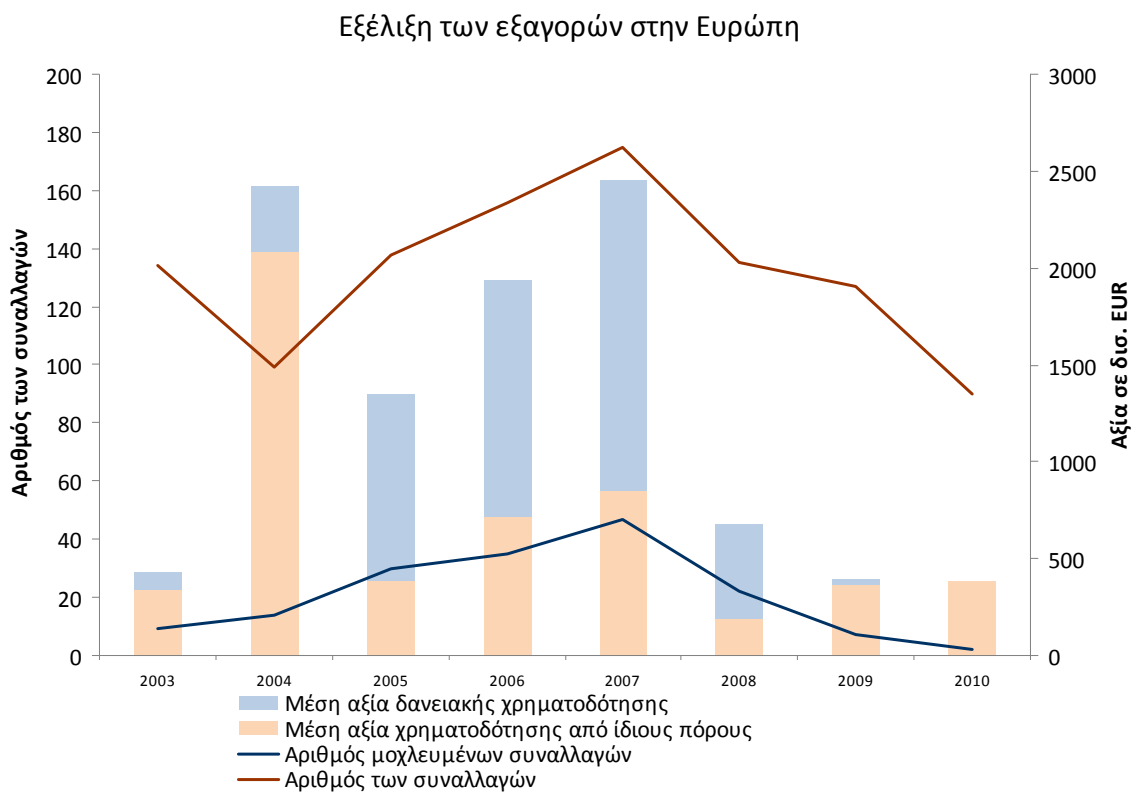
---

<sup>41</sup> Βλέπε άρθρο 3 παράγραφος 1 στοιχείο β), άρθρο 6, παράγραφος 3 θ), ιβ) και ιγ) και άρθρο 9 παράγραφος 5 της οδηγίας.

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΤΗΣ ΕΚΘΕΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΩΝ**

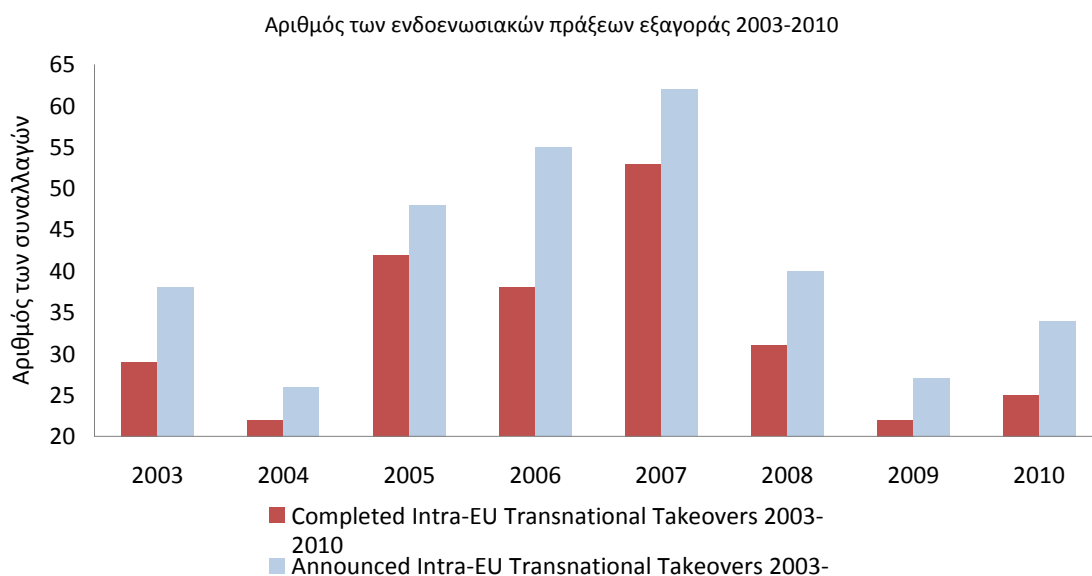
**Εφαρμογή της οδηγίας 2004/25/ΕΚ για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς**

Διάγραμμα 1: Εξέλιξη των εξαγορών στην Ευρώπη



Πηγή: Εξωτερική μελέτη, σ. 284

Διάγραμμα 2: Αριθμός των ενδοενοωσιακών πράξεων εξαγοράς 2003-2010



Ολοκληρωθείσες ενδοενοωσιακές διεθνείς εξαγορές 2003-2010

Αναγγελθείσες ενδοενοωσιακές διεθνείς εξαγορές 2003-2010

Πηγή: Εξωτερική μελέτη, σ. 285

Διάγραμμα 3: Επιπτώσεις των ρυθμίσεων για τις εξαγορές ( $\pm$  σχέση και ένταση)

	Όγκος των εξαγορών		Προστασία (μειοψηφούντων) των μετόχων		Δυσαναλογία μεταξύ συμμετοχής και ελέγχου	
	ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΜΕΝΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	ΔΙΕΣΠΑΡΜΕΝΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΜΕΝΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	ΔΙΕΣΠΑΡΜΕΝΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΜΕΝΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	ΔΙΕΣΠΑΡΜΕΝΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ
Κανόνας υποχρεωτικής προσφοράς	-	--	++	+	+	++
Διαφάνεια συμμετοχών	+	++	+	++	-	-
	-	--				
Κανόνας squeeze-out	++	+	-	-	+	+
Κανόνας sell-out	--	-	++	+	--	-
Κανόνας breakthrough	++	+	++	+	++	+
Κανόνας ουδετερότητας του συμβουλίου	++	+	+	-	+	++

Πηγή: Εξωτερική μελέτη, σ. 29

Διάγραμμα 4: Εμπόδια στις εξαγορές μη καλυπτόμενα από την οδηγία για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς. Εκατοστιαίο ποσοστό των εταιρειών οι οποίες έχουν πυραμιδικές διαρθρώσεις ή σταυροειδείς συμμετοχές στο μετοχικό κεφάλαιο.

Πυραμίδες		
Στο σύνολο	Πρόσφατα εισαχθείσες	Σύνολο
18.1%	27.5%	20.5%

Σταυροειδείς συμμετοχές		
Στο σύνολο	Πρόσφατα εισαχθείσες	Σύνολο
3.5%	0%	2.6%

Πηγή: Εξωτερική μελέτη, σ. 48