

Η πτώση της απόδοσης μίας μετοχής ως επιχείρημα για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης ενώπιον της Επιτροπής Ανταγωνισμού*

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΦΩΤΗ, Δρ. Οικονομολόγου, Ειδικού Επιστήμονα στην Επιτροπή Ανταγωνισμού
 ΜΙΧΑΗΛ ΠΟΛΕΜΗ, Δρ. Οικονομολόγου, Ειδικού Επιστήμονα στην Επιτροπή Ανταγωνισμού
 ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΖΕΥΓΩΛΗ, ΔΝ, Δικηγόρου, Ειδικού Επιστήμονα στην Επιτροπή Ανταγωνισμού

Η παρούσα μελέτη επιχειρεί να εξετάσει την επίδραση της χορήγησης άδειας αίτησης παρέκκλισης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού στην απόδοση της μετοχής των συμμετεχουσών εταιριών. Για το σκοπό αυτό, εξετάζονται 48 εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι οποίες εμπλέκονται σε 32 γνωστοποιήσεις αιτήσεων άδειας παρέκκλισης στο σύνολο των 53 αιτήσεων που υποβλήθηκαν στην Επιτροπή Ανταγωνισμού το χρονικό διάστημα 1995-2008. Με βάση τα αποτελέσματα, διαπιστώνεται ότι το επιχείρημα που εγείρουν οι αιτούσες την άδεια παρέκκλισης εταιρίες περί «πιθανολογούμενης» πτώσης της απόδοσης της μετοχής τους κατά το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την ημερομηνία κατάθεσης της αίτησης μέχρι και την έκδοση της σχετικής απόφασης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού δεν επιβεβαιώνεται από τη στατιστική ανάλυση. Αντίθετα, η μέση απόδοση των μετοχών των εταιριών που αιτούνται χορήγηση παρέκκλισης εμφανίζεται να αυξάνεται.

I. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Ένα εξαιρετικά ενδιαφέρον ζήτημα στο πεδίο των γνωστοποιήσεων συγκεντρώσεων είναι αυτό του αιτήματος παρέκκλισης¹ που σε ορισμένες περιπτώσεις τα συμβαλλόμενα (γνωστοποιούνται) μέρη υποβάλουν στην Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού (ΕπΑνταγ), προκειμένου να επιτύχουν την κατ'εξαίρεση άμεση υλοποίηση της συγκέντρωσης. Ένα από τα βασικότερα επιχειρήματα που προβάλλουν οι γνωστοποιούσες επιχειρήσεις είναι η πιθανολογούμενη αρνητική επίδραση στην απόδοση μίας μετοχής, στην περίπτωση εκείνη που για το αίτημα παρέκκλισης καθυστερήσει να εκδοθεί απόφαση ή τελικά δεν εγκριθεί από την ΕπΑνταγ. Η παρούσα μελέτη, αξιολογώντας αιτήματα παρέκκλισης υποβληθέντα στην ΕπΑνταγ τον περίοδο 1995-2008 τόσο κατά τη χρονική περίοδο από την υπογραφή της γνωστοποιηθείσας συμφωνίας μέχρι και την έκδοση απόφασης από την ΕπΑνταγ, όσο και κατά το διάστημα που μεσολαβεί από την υπογραφή του προσυμφώνου της συγκέντρωσης μέχρι και την κατάθεση της αίτησης χορήγησης άδειας παρέκκλισης, επιχειρεί να αποσαφηνίσει σε ποιο βαθμό το ως άνω αναφερόμενο επιχείρημα είναι εύλογο ή προσχηματικό, προκειμένου να επιτευχθεί η επιθυμητή από τα συμβαλλόμενα μέρη άδεια παρέκκλισης.

II. Ρυθμιστικό πλαίσιο/πρακτική

A. Κοινοτική νομοθεσία

Από πλευράς κοινοτικού δικαίου, πρόβλεψη για το ζήτημα της άδειας παρέκκλισης υπάρχει στη διάταξη του άρθρου 7

* Οι απόψεις στο συγκεκριμένο άρθρο είναι αυστηρά προσωπικές και σε καμία περίπτωση δεν δεσμεύουν την Επιτροπή Ανταγωνισμού.

1. Εξ όσων οι γράφοντες είναι σε θέση να γνωρίζουν, τόσο στην αλλοδαπή όσο και (πολλώ δε μάλλον) στην ελληνική βιβλιογραφία μελέτη για το συγκεκριμένο ζήτημα δεν έχει μέχρι σήμερα εκπονηθεί.

παρ. 3 του Κανονισμού 139/2004². Σύμφωνα με τη διάταξη αυτή, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή «μπορεί, μετά από αίτηση, να χορηγήσει απαλλαγή από τις υποχρεώσεις που επιβάλλουν οι παρ. 1³ ή 2⁴. Η αίτηση για χορήγηση απαλλαγής πρέπει να είναι αιτιολογημένη. Για την απόφασή της αυτή, η Επιτροπή λαμβάνει υπόψη, μεταξύ άλλων, τις επιπτώσεις της αναστολής σε μία ή περισσότερες από τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν στη συγκέντρωση ή σε τρίτους, καθώς και την απειλή που συνιστά η εν λόγω συγκέντρωση για τον ανταγωνισμό. Η εν λόγω απαλλαγή μπορεί να συνοδεύεται από όρους και υποχρεώσεις με σκοπό να εξασφαλίζονται συνθήκες αποτελεσματικού ανταγωνισμού. Η απαλλαγή είναι δυνατόν να ζητείται ή να παρέχεται οποτεδήποτε, είτε πριν από την κοινοποίηση, είτε μετά τη συναλλαγή».

Όπως συνάγεται από την ανωτέρω διατύπωση, πρόκειται για μία γενικότερης μορφής εξαίρεση στον κανόνα της υποχρέω-

2. ΕΕ L 24/1, της 29.1.2004.

3. «Μια συγκέντρωση με κοινοτική διάσταση, όπως ορίζεται στο άρθρο 1, ή που θα εξετασθεί από την Επιτροπή σύμφωνα με το άρθρο 4 παρ. 5, δεν πραγματοποιείται πριν από την κοινοποίησή της ούτε πριν να κηρυχθεί συμβατή με την κοινή αγορά κατόπιν απόφασης βάσει του άρθρου 6 παρ. 1 στοιχείο β), ή του άρθρου 8 παρ. 1 ή 2 ή με βάση το τεκμήριο του άρθρου 10 παρ. 6».

4. «Η παρ. 1 δεν αποκλείει την πραγματοποίηση δημόσιας προσφοράς εξαγοράς ή μια σειρά συναλλαγών σε τίτλους, συμπεριλαμβανομένων των μετατρέψιμων σε άλλους τίτλους εισηγμένους σε αγορά, όπως η χρηματιστηριακή, μέσω των οποίων αποκτάται έλεγχος κατά την έννοια του άρθρου 3 από τους διάφορους πωλητές, υπό την προϋπόθεση ότι:

α) η συγκέντρωση κοινοποιείται αμελλητί στην Επιτροπή σύμφωνα με το άρθρο 4 και

β) ο αποκτών δεν ασκεί τα δικαιώματα ψήφου που απορρέουν από τους εν λόγω τίτλους ή τα ασκεί μόνο για να διατηρήσει την πλήρη αξία της επένδυσής του βάσει παρεκκλίσεως που παρέχει η Επιτροπή σύμφωνα με την παράγραφο 3». Βλέπε σχετικά V. Korah, An Introductory Guide to EC Competition Law and Practice, 9th ed., Hart Publishing, 2007, σελ. 396.

σης για αναστολή υλοποίησης της συγκέντρωσης: η εξαιρέση χορηγείται μετά από απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία λαμβάνεται κατόπιν αίτησης των συμμετεχουσών στη συγκέντρωση επιχειρήσεων ή ακόμη και τρίτων ενδιαφερομένων⁵ προς αποτροπή βλάβης των συμφερόντων τους⁶. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, προκειμένου να αποφανθεί αν θα επιτρέψει ή όχι την υλοποίηση της συγκέντρωσης, υποχρεούται να σταθμίσει όχι μόνο το συμφέρον των συμμετεχουσών στη συγκέντρωση επιχειρήσεων και των τρίτων ενδιαφερομένων⁷, αλλά και τον ενδεχόμενο κίνδυνο που συνεπάγεται για τον ανταγωνισμό η κατ' εξαιρέση άμεση υλοποίηση της συγκέντρωσης⁸. Για το λόγο τούτο, η σχετική απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δύναται να συνοδεύεται από όρους και προϋποθέσεις⁹.

Β. Εθνική νομοθεσία

Από πλευράς εθνικού δικαίου, πρόβλεψη για το ζήτημα της άδειας παρέκκλισης υπάρχει στη διάταξη του άρθρου 4ε παρ. 3 του Ν 703/1977, ως ισχύει. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη διάταξη, «η Επιτροπή Ανταγωνισμού μπορεί, ύστερα από αίτηση των ενδιαφερομένων, να επιτρέψει παρέκκλιση από τις υποχρεώσεις που ορίζονται στις παρ. 1¹⁰ και 2¹¹, προκειμένου να αποφευχθούν σοβαρές ζημιές σε βάρος μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων τις οποίες αφορά η πράξη συγκέντρωσης ή σε βάρος τρίτου. Στην απόφαση που επιτρέπει την παρέκκλιση, μπορεί να τίθενται όροι και υποχρεώσεις για την εξασφάλιση συνθηκών αποτελεσματικού ανταγωνισμού και την αποτροπή καταστάσεων που θα μπορούσαν να δυσχεράνουν την εκτέλεση τυχόν απαγορευτικής οριστικής

5. Τρίτοι ενδιαφερόμενοι δύναται να θεωρηθούν, για παράδειγμα, πιστωτές, μισθωτοί ή εργαζόμενοι εν γένει.

6. Βλέπε Γ. Καρύδη, Ευρωπαϊκό Δίκαιο Επιχειρήσεων και Ανταγωνισμού, 2004, σελ. 282.

7. Ο.π.

8. Βλέπε Καρύδη, ό.π., σελ. 282-283.

9. Για το συγκεκριμένο ζήτημα, βλέπε G. Karydis, Le contrôle des concentrations entre entreprises en vertu du règlement 4064/89 et la protection des intérêts légitimes des tiers, Cahiers de droit européen 1997, No 1-2, σελ. 81 επ. και ιδίως σελ. 92, σημ. 24.

10. «1. Με την επιφύλαξη των διατάξεων των επόμενων παρ. 2 και 3, απαγορεύεται η πραγματοποίηση της συγκέντρωσης μέχρι την έκδοση μιας από τις αποφάσεις που προβλέπονται στις παρ. 2, 3 και 6 του άρθρου 4δ. Η απαγόρευση αυτή ισχύει και για τις συγκεντρώσεις που δεν γνωστοποιήθηκαν σύμφωνα με όσα ορίζονται στην παρ. 1 του άρθρου 4β.

Σε περίπτωση υπαίτιας παράβασης της απαγόρευσης αυτής, επιβάλλεται από την Επιτροπή, σε όσους υπέχουν την υποχρέωση γνωστοποίησης, κατά την παρ. 3 του άρθρου 4β, πρόστιμο τουλάχιστον τριάντα χιλιάδων (30.000) ευρώ, το οποίο σε κάθε περίπτωση δεν μπορεί να υπερβαίνει το δεκαπέντε τοις εκατό (15%) του συνολικού κύκλου εργασιών, όπως αυτός ορίζεται στο άρθρο 4στ».

11. «2. Οι διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου δεν παρακωλύουν την πραγματοποίηση δημόσιας προσφοράς, αγοράς ή ανταλλαγής ή την απόκτηση, στα πλαίσια χρηματιστηριακών συναλλαγών, συμμετοχής που εξασφαλίζει τον έλεγχο μιας επιχείρησης, εφόσον οι πράξεις αυτές έχουν γνωστοποιηθεί στην αρμόδια για τον ανταγωνισμό υπηρεσία, μέσα στην προθεσμία που προβλέπεται στην παρ. 1 του άρθρου 4β και υπό τον όρο ότι ο αποκτών δεν ασκεί τα δικαιώματα ψήφου που συνδέονται με τους συγκεκριμένους τίτλους ή τα ασκεί μόνο για να διατηρήσει την πλήρη αξία της επένδυσής του και βάσει ειδικής άδειας, η οποία παρέχεται από την Επιτροπή Ανταγωνισμού σύμφωνα με την επόμενη παρ. 3».

απόφασης. Η άδεια παρέκκλισης μπορεί να ζητείται και να παρέχεται οποτεδήποτε είτε πριν από τη γνωστοποίηση είτε μετά τη συναλλαγή. Η απόφαση που επιτρέπει την παρέκκλιση, μπορεί να ανακληθεί από την Επιτροπή Ανταγωνισμού, αν συντρέχει κάποιος από τους λόγους που αναφέρονται στην παρ. 12 του άρθρου 4δ¹²».

Η εμπειρία καταδεικνύει ότι ένα από τα βασικότερα και συνθηότερα επιχειρήματα που επικαλούνται οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις, προκειμένου να επιτύχουν την κατ' εξαιρέση άμεση υλοποίηση της συγκέντρωσης (παρέκκλιση δηλαδή από τον κανόνα της αναστολής υλοποίησης της συγκέντρωσης) είναι η πτώση της απόδοσης της μετοχής είτε της εξαγοράζουσας είτε της εξαγοραζόμενης επιχείρησης¹³.

Γ. Η συνήθης πρακτική της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

Παρατηρείται ότι στο διάστημα από τις 21.09.1990 μέχρι τις 20.09.2008 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει εκδώσει 100 αποφάσεις για αιτήσεις άδειας παρέκκλισης του άρθρου 7 παρ. 4 του προηγούμενου Κανονισμού 4064/1989¹⁴.

Αν και η πρακτική της Ευρωπαϊκής Επιτροπής είναι να παραχωρεί άδειες παρέκκλισης στο πλαίσιο του άρθρου 7 παρ. 3 του Κανονισμού 139/2004 μόνο σε εξαιρετικές περιστάσεις, εντούτοις άδειες παρέκκλισης έχουν χορηγηθεί για μία ποικιλία λόγων που συνήθως προβάλλουν οι ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις¹⁵. Λόγου χάριν, υπήρξαν περιπτώσεις κατά τις οποίες η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έδωσε άδεια παρέκκλισης είτε λόγω του φόβου διάλυσης κοινής επιχείρησης (joint venture)¹⁶, είτε λόγω φόβου αποδυνάμωσης του ενεργητικού που θα απαιτηθεί για δεσμεύσεις¹⁷, είτε λόγω της δημιουργίας ενός νέου

12. «12. Οι αποφάσεις που εκδίδονται σύμφωνα με τις προηγούμενες παρ. 2, 3 και 6 μπορούν να ανακληθούν από το όργανο που τις εξέδωσε στις ακόλουθες περιπτώσεις:

α) αν η έκδοσή τους στηρίχθηκε σε ανακριβή και παραπλανητικά στοιχεία,

β) αν οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις παραβούν οποιονδήποτε όρο ή υποχρέωση που καθορίζονται με την απόφαση.

Αν ανακληθεί η απόφαση στις πιο πάνω περιπτώσεις, επιτρέπεται η έκδοση νέας απόφασης, χωρίς την τήρηση των προθεσμιών που προβλέπονται στο άρθρο αυτό».

13. Χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιων περιπτώσεων θα αναφερθούν στο κεφάλαιο με τίτλο «Η πρακτική της Ελληνικής Επιτροπής Ανταγωνισμού».

14. Βλέπε σχετικά <http://ec.europa.eu/comm/competition/mergers/statistics.pdf>

15. Για το ζήτημα των παρεκκλίσεων, βλέπε Ortiz Blanco (Eds), EC Competition Procedure, 2nd edition, ΟΥΠ, 2006, paras 16.07-16.09 και Nicholas Levy, The Control of Concentrations between Undertakings, Matthew Bender, 2002, para 5.13.

16. Χαρακτηριστικό παράδειγμα η υπ' αριθμ. COMP/M.1358 υπόθεση In Philips/Lucent Technologies (Deconcentration), της 06.01.1999: Στη συγκεκριμένη περίπτωση τα ενδιαφερόμενα μέρη επαν-απέκτησαν τις επιχειρήσεις που είχαν αρχικά συνεισφέρει στο JV. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παραχώρησε παρέκκλιση από την υποχρέωση να διακοπεί το όλο εγχείρημα δεδομένης της εξαιρετικής φύσης της υπόθεσης ("exceptional nature of the case"), καθιστώντας δυνατό για τα μέρη να απεμπλακούν από το joint venture χωρίς καθυστέρηση [παρ. 7].

17. Στις 2.2.2000, με την υπ' αριθμ. COMP/M.1820 απόφασή της (BP/JV Dissolution, παρ. 2) και την υπ' αριθμ. COMP/M.1822 απόφασή της (Mobil/JV Dissolution, παρ. 2) η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρα-

ανταγωνιστή στη σχετική αγορά¹⁸, είτε λόγω της δύσκολης οικονομικής κατάστασης της εταιρίας στόχου, είτε λόγω της ανάγκης να γίνει μία ανεπιφύλακτη προσφορά για την απόκτηση της εταιρίας στόχου¹⁹. Παρατηρείται ότι τουλάχιστον εξ όσων είναι σε θέση να γνωρίζουν οι γράφοντες, άδεια παρέκκλισης λόγω πτώσης απόδοσης μετοχής δεν έχει χορηγηθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και σε κάθε περίπτωση, ακόμη κι αν έχουν υπάρξει περιπτώσεις χορήγησης άδειας παρέκκλισης εκ μέρους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το συγκεκριμένο λόγο, αυτές θα πρέπει να είναι μάλλον ελάχιστες²⁰. Οι γράφοντες πάντως δεν έχουν εντοπίσει κάποια τέτοια περίπτωση.

Δ. Η πρακτική της Ελληνικής Επιτροπής Ανταγωνισμού

Η παρούσα μελέτη εξετάζει τις 53 αιτήσεις άδειας παρέκκλισης που υποβλήθηκαν στην ΕπΑνταγ από το 1995 έως το 2008. Ειδικότερα, επισημαίνονται οι εξής περιπτώσεις:

Σε μία περίπτωση το βασικό επιχείρημα για την αίτηση άδειας παρέκκλισης ήταν η (σε περίπτωση μη χορήγησης) καθυστέρηση του προγράμματος αναδιάρθρωσης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης²¹. Επιπλέον, σε μία περίπτωση²² η μη βιωσιμότητα της εξαγοραζόμενης αποτέλεσε το βασικό επιχείρημα για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης, ενώ σε άλλη περίπτωση περισσότερο πρόσφατη το βασικό επιχείρημα ήταν η μη αποδοτική λειτουργία της εξαγοραζόμενης²³. Επιπροσθέτως, εντοπίζεται μία πρόσφατη περίπτωση²⁴, κατά την οποία το βασικό επιχείρημα αποτέλεσε η άσκηση δικαιωμάτων ψήφου στην εξαγοραζόμενη, ενώ σε μία ακόμη πιο πρόσφατη περίπτωση²⁵, βασικό επιχείρημα ήταν η οικονομική κρίση - οικονομική ύφεση.

Επίσης, σε μία περίπτωση²⁶ το βασικό επιχείρημα ήταν η έγκυρη συμμετοχή σε γενική συνέλευση, ενώ εντοπίζονται και δύο περιπτώσεις, κατά τις οποίες το συγκεκριμένο επιχείρημα συνδυάστηκε με το επιχείρημα της μείωσης της χρη-

ματιστηριακής αξίας²⁷ των συμμετεχουσών εταιριών στην συγκέντρωση.

Ακόμη, εντοπίζονται δύο περιπτώσεις κατά τις οποίες το βασικό επιχείρημα αποτέλεσε η απειλή πτώχευσης της εξαγοραζόμενης²⁸, αν και στην πρώτη εκ των δύο²⁹ ο κίνδυνος πτώχευσης συνδυάστηκε και με τη ρύθμιση χρεών. Η ρύθμιση χρεών αποτέλεσε βασικό επιχείρημα για την αίτηση άδειας παρέκκλισης και σε μία ακόμη απόφαση της ΕπΑνταγ³⁰.

Ο κίνδυνος μη ολοκλήρωσης της επένδυσης συνιστά βασικό επιχείρημα για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης σε δύο περιπτώσεις³¹.

Η μη χορήγηση δανείου από το κράτος ως επιχείρημα για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης εντοπίζεται σε μία περίπτωση³².

Η μη αποδοτική λειτουργία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης εμφανίζεται να αποτελεί ένα από τα συνήθη επιχειρήματα για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης, καθώς εντοπίζεται σε πέντε περιπτώσεις³³. Σημειώνεται πάντως ότι σε μία εξ αυτών των περιπτώσεων η απόφαση της ΕπΑνταγ ήταν απορριπτική³⁴. Ακόμη, η μη αποδοτική λειτουργία όχι μόνο της εξαγοραζόμενης, αλλά όλων των συμμετεχουσών επιχειρήσεων εντοπίζεται ως επιχείρημα για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης σε δύο περιπτώσεις³⁵.

Παρατηρείται ότι η *πτώση της απόδοσης μίας μετοχής ως επιχείρημα για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης εντοπίζεται στη συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων στο διάστημα που εξετάζει η παρούσα μελέτη (1995-2008)*, ήτοι σε 26 περιπτώσεις στο σύνολο των 53 αιτήσεων άδειας παρέκκλισης (49%). Υπογραμμίζεται ότι σε τρεις μόνο από αυτές η απόφαση της ΕπΑνταγ ήταν απορριπτική³⁶. Αντίθετα, σε όλες τις υπόλοιπες περιπτώσεις η απόφαση της ΕπΑνταγ ήταν θετική. Επίσης, μεταξύ των 26 συνολικά περιπτώσεων εντοπίζονται 11 περιπτώσεις, κατά τις οποίες ως επιχείρημα (είτε μεταξύ άλλων είτε ως βασικό) για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης εντοπίζεται η μείωση της χρηματιστηριακής αξίας της εξαγοραζόμενης επιχείρησης³⁷, ενώ σε δύο περιπτώσεις προβλή-

χώρησε άδεια παρέκκλισης, καθώς η αναστολή του BP/Mobil joint venture ήταν μία δέσμευση που η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είχε επιβάλει, προκειμένου να εγκρίνει τη συγχώνευση Exxon/Mobil [πρόκειται για την υπ' αριθμ. COMP/M.1383 απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της 29.09.1999]. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή όρισε ότι η ταχεία μεταβίβαση ελέγχου του joint venture ήταν ο αποτελεσματικότερος τρόπος, για να πραγματοποιηθούν οι δεσμεύσεις.

18. Βλέπε την υπ' αριθμ. COMP/M.1667 απόφασή της [BBL/BT/ISP Belgium, 23.09.1999], καθώς και τις υπ' αριθμ. IV/J.V.2 [ENEL/FT/DT, της 22.06.1998, παρ. 8] και IV/M.538 [OMNITEL, της 27.03.1995, παρ. 6] αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

19. Βλέπε σχετικά την υπ' αριθμ. COMP/M.3007 απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής [E.ON/TXU Europe Group, της 18.12.2002, παρ. 2] και επίσης την υπ' αριθμ. COMP/M.2777 απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής [Cinven Limited/Angel Street Holdings, της 08.05.2002, παρ. 2].

20. Αν υπάρχουν τέτοιες.

21. Βλέπε την υπ' αριθμ. 70/97 απόφαση της ΕπΑνταγ.

22. Βλέπε την υπ' αριθμ. 31/II/1999 απόφαση της ΕπΑνταγ.

23. Πρόκειται για αδημοσίευτη απόφαση της ΕπΑνταγ του έτους 2007.

24. Πρόκειται για μία δεύτερη αδημοσίευτη απόφαση της ΕπΑνταγ για το έτος 2007.

25. Πρόκειται για αδημοσίευτη απόφαση της ΕπΑνταγ για το έτος 2008.

26. Βλέπε την υπ' αριθμ. 1/II/1998 απόφαση της ΕπΑνταγ.

27. Βλέπε τις υπ' αριθμ. 53/II/1999, 82/II/1999.

28. Βλέπε τις υπ' αριθμ. 32/96, 69/II/1999 αποφάσεις της ΕπΑνταγ.

29. Δηλαδή την υπ' αριθμ. 32/96.

30. Βλέπε την υπ' αριθμ. 65/97 απόφαση της ΕπΑνταγ.

31. Βλέπε τις υπ' αριθμ. 44/96, 68/97 αποφάσεις της ΕπΑνταγ. Διευκρινίζεται ότι στην τελευταία περίπτωση (68/97) ο κίνδυνος μη ολοκλήρωσης της επένδυσης έχει την ίδια έννοια, κατά τους γράφοντες, με την επιχειρηματική αβεβαιότητα.

32. Βλέπε την υπ' αριθμ. 33/II/1999 απόφαση της ΕπΑνταγ.

33. Βλέπε τις υπ' αριθμ. 27/II/1998, 52/II/1999, 104/II/2000, 165/II/2000 αποφάσεις της ΕπΑνταγ. Σε αυτές επίσης περιλαμβάνεται και μία πρόσφατη και ως εκ τούτου αδημοσίευτη απόφαση της ΕπΑνταγ.

34. Βλέπε την υπ' αριθμ. 165/II/2000 απόφαση της ΕπΑνταγ.

35. Βλέπε τις υπ' αριθμ. 182/II/2001 και 223/III/2002 αποφάσεις της ΕπΑνταγ.

36. Στις υπ' αριθμ. 117A/II/2000, 196B/III/2001, καθώς και στην ως άνω αναφερθείσα πρόσφατη και ως εκ τούτου αδημοσίευτη απόφαση της ΕπΑνταγ. Στην τελευταία αυτή περίπτωση η συγκέντρωση τέθηκε στο αρχείο.

37. Βλέπε τις υπ' αριθμ. 48/97, 121/98, 73/II/1999, 77/II/1999, 83/II/1999, 85/II/1999, 113/II/2000, 117A/II/2000 (απορριπτική), 196B/III/2001 (απορριπτική), 329/V/2007 αποφάσεις της

θηκε ως επιχείρημα η μείωση της χρηματιστηριακής αξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης³⁸.

Επιπλέον, εντοπίζονται 13 περιπτώσεις³⁹, κατά τις οποίες είτε μεταξύ άλλων είτε ως βασικό επιχείρημα προβλήθηκε ο κίνδυνος της χρηματιστηριακής μείωσης της αξίας των μετοχών των συμμετεχουσών επιχειρήσεων, στην περίπτωση που δεν χορηγηθεί άδεια παρέκκλισης: και στις 13 αυτές περιπτώσεις η άδεια της ΕπΑνταγ ήταν θετική.

Η ανάλυση που θα ακολουθήσει έχει ως στόχο να αναδείξει σε ποιο βαθμό πραγματικά είναι πιθανή η πτώση της απόδοσης μίας μετοχής, καθώς η πιθανολογούμενη αυτή πτώση συνιστά σε συντριπτικό βαθμό το συνηθέστερο επιχείρημα για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης ενώπιον της Επιτροπής Ανταγωνισμού, τουλάχιστον κατά το διάστημα που εξετάζει η παρούσα μελέτη.

III. Μεθοδολογική ανάλυση

Η ανάλυση γεγονότων (event study) διερευνά την αποδοτικότητα μιας μετοχής κατά την περίοδο εμφάνισης ενός γεγονότος⁴⁰. Κατά τη διερεύνηση αυτή ο αναλυτής χρησιμοποιεί τόσο στατιστικά όσο και οικονομετρικά εργαλεία με απώτερο σκοπό την ανάλυση της επίδρασης του γεγονότος στην απόδοση της μετοχής^{41, 42}.

ΕπΑνταγ. Επίσης, σε αυτές εντάσσεται και η ανωτέρω αναφερθείσα αδημοσίευτη απόφαση της ΕπΑνταγ.

38. Βλέπε τις υπ' αριθμ. 55/II/1999, 62/II/1999 αποφάσεις της ΕπΑνταγ.

39. Βλέπε τις υπ' αριθμ. 67/1997, 87/1997, 122/1998, 22/II/1998, 23/II/1998, 28/II/1998, 42/II/1998, 43/II/1999, 48/II/1999, 53/II/1999, 82/II/1999, 96/II/1999, 192/II/2001 αποφάσεις της ΕπΑνταγ.

40. Π.χ. η ημερομηνία υπογραφής προσυμφώνου εξαγοράς ή σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, η ημερομηνία γνωστοποίησης μιας συγκέντρωσης ή άδειας αίτησης παρέκκλισης, η ημερομηνία απόδοσης μερίσματος ή ανακοίνωσης μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο κ.ά.

41. Βλέπε μεταξύ άλλων *Brown S., Warner J.*, (1980), «Measuring Security price performance», *Journal of Financial Economics*, 8, σελ. 205-258, *Bradley M., Desai A., Kim H., E.*, (1982), «Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their division between the stockholders of Target and Acquiring firm», *Journal of Financial Economics*, 21, pp. 3-40, *Bradley M., Desai A., Kim H., E.*, (1983), «The rationale behind Interfirm Tender offers: information or synergy?», *Journal of Financial Economics*, 11, σελ. 183-206, *Eckbo E., B.*, (1983), «Horizontal mergers, Collusion and Stockholder wealth», *Journal of Financial Economics*, 11, σελ. 241-273, *Brown S., Warner J.*, (1985), «Using Daily stock returns: The case of Event studies», *Journal of Financial Economics*, 14, σελ. 3-31, *Travlos Nicholas G.*, (1987), «Corporate takeover Bids, Methods of Payments and Bidding firm's stock returns», *Journal of Finance*, 42, σελ. 943-963, *Wenston F., J., Chung K., S., Siu J., A.*, (1997), «Takeovers, Restructuring and Corporate Governance» Second Edition, Prentice Hall, Houlahan (1997), *Mergerstat Review*, Los Angeles, CA, *Yamori N., Komyayashi T.*, (2002), 'Do Japanese insurers benefit from a catastrophic event?', *Journal of Japanese and International Economies*, 16, σελ.92-108, *Φώτη Ν.Π.*, (2005), «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Θεωρία Ολιγοπωλίων, Πολιτική Ανταγωνισμού και Εμπειρικές Εφαρμογές για την Ελλάδα», Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Διδακτορική διατριβή, Βιβλιοθήκη ΟΠΑ, κεφ. ΙΙ. Δ.

42. Η παρούσα μελέτη βασίζεται σε δημοσιευμένα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ΧΑΑ που αφορούν τις μετοχές των υπό ανάλυση εταιριών.

Κατά την παρούσα μελέτη επιχειρείται η χρήση στατιστικής ανάλυσης έτσι ώστε να μελετηθεί κατά κύριο λόγο η επίδραση της χορήγησης άδειας αίτησης παρέκκλισης από την ΕπΑνταγ στην απόδοση της μετοχής των εμπλεκόμενων εταιριών σε αυτήν. Για το σκοπό αυτό εξετάζονται 48 εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), οι οποίες εμπλέκονται σε τριάντα δύο (32) γνωστοποιήσεις αιτήσεων άδειας παρέκκλισης στο σύνολο των 53 αιτήσεων που υποβλήθηκαν στην ΕπΑνταγ το χρονικό διάστημα 1995-2008 (60,38% επί του συνόλου)⁴³. Σε 15 από αυτές⁴⁴ (ποσοστό 28,30%) οι εμπλεκόμενες εταιρίες είναι στην πλειοψηφία τους αλλοδαπές μη εισηγμένες στο ΧΑΑ, ενώ μόνο σε 6 εταιρίες⁴⁵ (ποσοστό 11,32%) δεν κατέστη δυνατό να βρεθούν ιστορικά στοιχεία. Εξαιτίας του γεγονότος ότι οι προαναφερθείσες 15 αιτήσεις δεν αποτελούν στοιχείο της παρούσας μελέτης, το δείγμα της τελευταίας αποτελεί το 84,21% του πληθυσμού των αιτήσεων άδειας παρέκκλισης στις οποίες οι εταιρίες που εμπλέκονται είναι ελληνικές και παράλληλα εισηγμένες στο ΧΑΑ.

Στη συνέχεια, για κάθε μια εταιρία που περιλαμβάνεται στο δείγμα υπολογίστηκε η απόδοση της μετοχής⁴⁶ τόσο κατά την περίοδο από την υπογραφή του προσυμφώνου εξαγοράς ή σχεδίου συγχώνευσης έως και μια ημέρα πριν τη γνωστοποίηση της αίτησης (ήτοι 1η περίοδος), όσο και κατά την περίοδο από τη γνωστοποίηση της αίτησης άδειας παρέκκλισης έως και την ημέρα συνεδρίασης της ΕπΑνταγ για την έκδοση απόφασης επί της αίτησης (ήτοι 2η περίοδος). Κατόπιν ανάλυσης των στοιχείων αποκλείστηκαν από την περαιτέρω εξέταση των στατιστικών παραμέτρων 10 εταιρίες⁴⁷. Ο λόγος του αποκλεισμού τους είναι η εμφάνιση του φαινομένου της αδράνειας των συναλλαγών^{48, 49} και το γεγονός ότι στις αιτή-

43. Τα στοιχεία της στατιστικής ανάλυσης μπορεί να παραχωρηθούν στους ενδιαφερόμενους κατόπιν σχετικού αιτήματος.

44. Βλέπε τις υπ' αριθμ. 32/1996, 48/1997, 56/1997, 67/1997, 68/1997, 69/1997, 87/1997, 121/1998, 122/1998, 55/II/1999, 59/II/1999, 85/II/1999, 88/II/1999, 182/II/2001, 223/III/2002 αποφάσεις της ΕπΑνταγ.

45. Βλέπε τις υπ' αριθμ. 65/1997, 70/1997, 31/II/1999, 52/II/1999, 71/II/1999 αποφάσεις της ΕπΑνταγ και αδημοσίευτη απόφαση του έτους 2007.

46. Η απόδοση μιας μετοχής χωρίς τον υπολογισμό των μερισμάτων, δίνεται από τον τύπο $A_t = (P_t - P_{t-1} / P_{t-1}) \cdot 100$, όπου A_t απόδοση της μετοχής την περίοδο t , P_t η τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά την περίοδο P_{t-1} και η τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά την περίοδο $t-1$.

47. 4 και 6 εταιρίες από την πρώτη και δεύτερη περίοδο ανάλυσης αντίστοιχα.

48. Βλέπε Αποφάσεις ΕπΑνταγ Αρ. 23/II/1998 (τόσο για την εξαγοράζουσα, όσο και για την εξαγοραζόμενη εταιρία) και μία αδημοσίευτη απόφαση του έτους 2007 (για την εξαγοραζόμενη εταιρία).

49. Το φαινόμενο της αδράνειας εμφανίζεται όταν οι μετοχές σε ένα χρηματιστήριο δεν διακινούνται καθημερινά. Σε μια τέτοια περίπτωση, οι εκτιμημένες διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων των μετοχών θα συσχετίζονται θετικά με την συχνότητα εμπορευσιμότητας τους. Βλ. *Φώτης Π.* (2005), σελ. 310-312, όπως επίσης και *Scholes & Williams* (1977), 'Estimating Betas from non nonsynchronous data', *Journal of Financial Economics*, 5, σελ. 309-327, *Dimson E.*, (1979), 'Risk Measurement when shares are subject to infrequent trading', *Journal of Financial Economics*, 7, σελ. 197-226, *Καραθανάση Α. Γ.* (1994), «Αξιολόγηση Επενδύσεων Χρηματοδοτήσεις και Χρηματιστηριακές αγορές», Τόμος Γ, Κεφ. 24, σελ. 556-567, *Καραθανάση Γ., Πάτσιο Κ.*, (1994), 'Σφάλματα εξειδίκευσης και ετεροσκεδαστικότητα στο υπόδειγμα της αγοράς:

σεις που εμπλέκονται οι εν λόγω εταιρίες η χρονική περίοδος εξέτασης της αίτησης από την ΕπΑνταγ είναι πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με την πλειοψηφία των αιτήσεων όπου η χρονική περίοδος εξέτασης της αίτησης κυμαίνεται περίπου στα ίδια επίπεδα⁵⁰.

Επιπλέον, για κάθε μια από τις μετοχές των εταιριών του δείγματος υπολογίζεται η μέση απόδοση και ο συντελεστής μεταβλητότητας⁵¹ και για τις δύο περιόδους ανάλυσης⁵². Με αυτό τον τρόπο, εξάγονται συμπεράσματα ως προς την επίδραση της διάρκειας των δύο περιόδων ανάλυσης στην απόδοση της μετοχής των εταιριών, ενώ παράλληλα διαπιστώνεται η μεταβολή της τιμής της μετοχής γύρω από τη μέση τιμή της. Υψηλές μεταβολές της τιμής αποδεικνύουν κερδοσκοπικές τάσεις επί της υπό ανάλυση μετοχής, ενώ οι χαμηλές μεταβολές αυτής αποδεικνύουν μη κερδοσκοπικές τάσεις επί της υπό ανάλυση μετοχής.

Τέλος, βάσει στατιστικών εφαρμογών (ελέγχων) διερευνάται η επίδραση της χρονικής διάρκειας έκδοσης απόφασης από την ΕπΑνταγ, τόσο ως προς τη μέση απόδοση, όσο και ως προς τον συντελεστή μεταβλητότητας των μετοχών των εταιριών υπό ανάλυση⁵³.

IV. Αποτελέσματα μεθοδολογικής ανάλυσης

Στη συγκεκριμένη ενότητα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης που περιγράφηκε διεξοδικά στην Ενότητα III.

Ειδικότερα, στον Πίνακα 1, η χρονική περίοδος περιλαμβάνει το διάστημα⁵⁴ από τη γνωστοποίηση της αίτησης της άδειας παρέκκλισης μέχρι και την έκδοση της σχετικής απόφασης από την ΕπΑνταγ. Προκειμένου να αξιολογηθούν τα αποτελέσματα σε μεγαλύτερο εύρος ανάλυσης με σκοπό την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων ως προς τον έλεγχο της υπόθεσης περί πτώσης της απόδοσης της μετοχής εάν δεν χορηγηθεί η άδεια αίτησης παρέκκλισης ή καθυστερήσει η

χορήγηση αυτής από την ΕπΑνταγ, υπολογίστηκε η μέση απόδοση της μετοχής των εταιριών του δείγματος ξεχωριστά σε τρεις υποπεριόδους. Η πρώτη υποπερίοδος, αφορά στο χρονικό διάστημα τριών ημερών γύρω από την αίτηση της άδειας παρέκκλισης (μία ημέρα πριν Π_{t-1} , η τρέχουσα ημέρα Π_t και μία ημέρα μετά από τη σχετική αίτηση Π_{t+1}). Η δεύτερη υποπερίοδος, καλύπτει το χρονικό διάστημα τριών ημερών από την απόφαση της ΕπΑνταγ επί της σχετικής άδειας (μία ημέρα πριν A_{t-1} , η τρέχουσα ημέρα A_t και μία ημέρα μετά από τη σχετική απόφαση A_{t+1}). Τέλος, στην τρίτη υποπερίοδο, η απόδοση της μετοχής των εταιριών του δείγματος, προέκυψε από τον αριθμητικό μέσο όρο τριών ημερών που καλύπτει τη γνωστοποίηση της συγκέντρωσης στην ΕπΑνταγ (μία ημέρα πριν Σ_{t-1} , η τρέχουσα ημέρα Σ_t και μία ημέρα μετά από τη σχετική αίτηση Σ_{t+1}). Εκτός όμως από τη χρονική περίοδο, η μέση απόδοση των μετοχών των εταιριών υπολογίστηκε τόσο ως προς το σύνολο του δείγματος (δύοτηρη στήλη), όσο και ως προς τα επιμέρους δείγματα. Ειδικότερα, το στατιστικό δείγμα τροποποιήθηκε καταλλήλως έτσι ώστε να περιλαμβάνει: α) τις εξαγοράζουσες εταιρίες (τρίτη στήλη), β) τις εξαγοραζόμενες εταιρίες (τέταρτη στήλη), γ) τις εταιρίες για τις οποίες υπήρξε θετική απόφαση από την ΕπΑνταγ (πέμπτη στήλη) και τέλος δ) τις εταιρίες στις οποίες δεν δόθηκε η αίτηση της άδειας παρέκκλισης από την Επιτροπή Ανταγωνισμού (έκτη στήλη).

Πίνακας 1: Μέση απόδοση, συντελεστής μεταβλητότητας και αριθμός ημερών από την αίτηση της άδειας παρέκκλισης μέχρι και την έκδοση της σχετικής απόφασης από την ΕπΑνταγ*

Χρονική περίοδος	Σύνολο Εταιριών (n=44)	Εξαγοράζουσες (n=27)	Εξαγοραζόμενες (n=17)	Θετική Απόφαση Ε.Α (n=36)	Αρνητική Απόφαση Ε.Α (n=8)
Απόδοση μετοχής (%)					
Σύνολο	0.40	0.14	0.82	0.39	0.46
$[\Pi_{t-1}, \Pi_t, \Pi_{t+1}]$	0.87	0.30	1.77	1.03	0.11
$[A_{t-1}, A_t, A_{t+1}]$	-0.42	-0.69	-0.01	-0.45	-0.30
$[\Sigma_{t-1}, \Sigma_t, \Sigma_{t+1}]$	0.45	0.06	1.06	0.69	-0.58
Συντελεστής μεταβλητότητας (%)					
Σύνολο	5.62	4.42	7.56	5.74	5.12
Αριθμός ημερών**					
Σύνολο	12	15	13	12	14

Π= Αίτηση άδειας παρέκκλισης, Α= Απόφαση ΕπΑνταγ επί της άδειας παρέκκλισης και Σ= Γνωστοποίηση συγκέντρωσης στην ΕπΑνταγ

(*) Από το συνολικό δείγμα έχουν εξαιρεθεί οι εταιρίες ΑΤΛΑΝΤΙΚ, ΑΘΗΝΑ, ΙΝΤΕΡΤΥΠ και ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ (βλ. Ενότητα III)

(**) Αριθμός χρηματιστηριακών ημερών από τη γνωστοποίηση της αίτησης έως την έκδοση απόφασης από την ΕπΑνταγ

Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων ΧΑΑ

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του σχετικού πίνακα και αναφορικά με το σύνολο των εταιριών του δείγματος (n = 44), προκύπτει ότι η μέση απόδοση της μετοχής των εταιριών κυμάνθηκε σε θετικά επίπεδα της τάξης του 0.4%. Αυτό σημαίνει ότι η απόδοση των μετοχών των εταιριών (μέσος όρος) για το κρίσιμο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την κατάθεση της αίτησης άδειας παρέκκλισης στην ΕπΑνταγ μέχρι και την

Αποτελέσματα από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών', Συριόπουλο Π. Κ., (1999), «Διεθνείς κεφαλαιαγορές», Τόμος Ι, Μέρος Γ., σελ. 247-294].

50. Οι λεγόμενοι "outliers" όπως ονομάζονται στη διεθνή βιβλιογραφία. Βλέπε Αποφάσεις ΕπΑνταγ Αρ. 196Β/III/01 (ΑΤΛΑΝΤΙΚ), 83/II/99 (ΑΝΕΚ), 37/II/99 (ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ - IDEAL) και 22/II/98 (ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ - ΣΑΡΑΝΤΗΣ - Κ.Α.Ε.).

51. Ο εν λόγω συντελεστής (τυπική απόκλιση/μέσο) έχει υπολογιστεί επί των τιμών κλεισίματος των μετοχών.

52. Όπως παρουσιάζεται και στην Ενότητα IV, ο υπολογισμός των στατιστικών παραμέτρων έχει γίνει τόσο ως προς το σύνολο του δείγματος, όσο και για διάφορες υποδιαιρέσεις αυτού (εξαγοράζουσες εταιρίες, εξαγοραζόμενες εταιρίες, εταιρίες με θετική απόφαση της ΕπΑνταγ επί της αιτήσεως και εταιρίες με αρνητική απόφαση της ΕπΑνταγ επί της αιτήσεως).

53. Για την εν λόγω στατιστική ανάλυση χρησιμοποιείται ο συντελεστής συσχέτισης του Pearson. Για μονόπλευρο έλεγχο του επιπέδου σημαντικότητας του συντελεστή χρησιμοποιήθηκε ως μηδενική υπόθεση η ύπαρξη μη συσχέτισης ($H_0: \rho = 0$) και ως εναλλακτική υπόθεση η ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης ($H_1: \rho < 0$). Βλέπε και Ενότητα IV Διάγραμμα 1.

54. Αριθμός χρηματιστηριακών ημερών.

έκδοση της σχετικής απόφασης δεν είναι αρνητική. Με άλλα λόγια, η αξία της τιμής της μετοχής (απόδοση) των εμπλεκόμενων εταιριών, όπως αυτή αποτιμάται καθημερινά στο ΧΑΑ, φαίνεται να παραμένει κατά μέσο όρο ανεπηρέαστη το εν λόγω κρίσιμο χρονικό διάστημα.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η εξέταση του δείγματος των εξαγοραζουσών εταιριών, στο οποίο για τους σκοπούς της ανάλυσης περιλαμβάνονται 27 εταιρίες. Πιο συγκεκριμένα, η μέση απόδοση της μετοχής των εν λόγω εταιριών είναι ίση με + 0.14%. Υψηλότερη μέση απόδοση της τάξης του 0.8% καταγράφεται όταν το δείγμα περιοριστεί στις εξαγοραζόμενες εταιρίες (n = 17)⁵⁵. Από τη συνδυασμένη εξέταση των ανωτέρω αποτελεσμάτων προκύπτει το συμπέρασμα ότι η μέση απόδοση της μετοχής των εταιριών, αφενός δεν επηρεάστηκε αρνητικά μέχρι την έκδοση της απόφασης της ΕπΑνταγ, αφετέρου δεν εξαρτάται από το ρόλο της ίδιας της εταιρίας, εάν δηλαδή είναι εξαγοράζουσα ή εξαγοραζόμενη. Τέλος, η μέση απόδοση της μετοχής επηρεάζεται θετικά (+ 0.4%) τόσο όταν το δείγμα περιοριστεί στις εταιρίες για τις οποίες δόθηκε η άδεια παρέκκλισης από την ΕπΑνταγ (n = 36), όσο και όταν η σχετική απόφαση ήταν αρνητική (+0.5%).

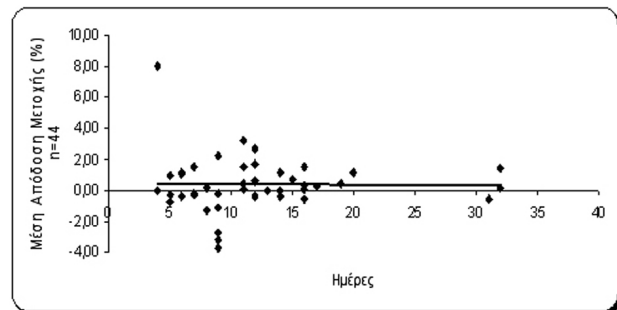
Τα ανωτέρω αποτελέσματα δεν διαφοροποιούνται σημαντικά εάν το δείγμα διαχωριστεί σε τρεις χρονικές υποπεριόδους. Πιο συγκεκριμένα, με εξαίρεση στο τρίημερο που αφορά στην έκδοση της απόφασης της ΕπΑνταγ επί της αίτησης άδειας παρέκκλισης (A_{t-1} , A_t , A_{t+1}), η μέση απόδοση των μετοχών στις άλλες δύο υποπεριόδους εμφανίζεται με θετικό πρόσημο (0.87% και 0.45% αντίστοιχα). Η μέση απόδοση των μετοχών μειώνεται χωρίς ωστόσο να γίνεται αρνητική όταν το δείγμα περιοριστεί μόνο στις εξαγοραζόμενες εταιρίες (0.30% και 0.06% αντίστοιχα). Αξίζει να σημειωθεί ότι όταν η ανάλυση εστιαστεί στις εξαγοραζόμενες εταιρίες (n = 17), η μέση απόδοση των μετοχών τους κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα τόσο σε σχέση με το σύνολο των εταιριών, όσο και όταν το δείγμα περιοριστεί στις εξαγοράζουσες εταιρίες αποκλειστικά (1.77% και 1.06% αντίστοιχα). Με άλλα λόγια, το επιχείρημα που προβάλλουν οι εταιρίες στις σχετικές άδειες παρέκκλισης και αφορά σε ενδεχόμενη μείωση της απόδοσης των μετοχών ειδικά ως προς τις εξαγοραζόμενες εταιρίες δεν επιβεβαιώνεται από τη στατιστική ανάλυση. Τέλος, σημειώνεται ότι στις περιπτώσεις για τις οποίες η Επιτροπή Ανταγωνισμού αποφάσισε αρνητικά ως προς τη χορήγηση της άδειας παρέκκλισης (n = 8), η μέση απόδοση της μετοχής εμφανίζεται με αρνητικό πρόσημο σε δύο επιμέρους δείγματα (δευτέρα και τρίτη υπό-περίοδος αντίστοιχα). Αυτό όμως είναι αναμενόμενο δεδομένου ότι η αγορά έχει προεξοφλήσει όχι τόσο το αποτέλεσμα της αιτήσεως άδειας παρέκκλισης, αλλά περισσότερο τα ανταγωνιστικά οφέλη τα οποία προκύπτουν από την πραγματοποίηση της συγκέντρωσης για την οποία οι συμμετέχουσες εταιρίες έχουν αιτηθεί την άδεια.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα επιβεβαιώνονται και από την εφαρμοσμένη στατιστική ανάλυση (έλεγχος υποθέσεων). Υπενθυμίζεται ότι σύμφωνα με τους ελέγχους υποθέσεων, διερευνάται η βασιμότητα του επιχειρήματος που εγείρουν στην

πλειονότητά τους οι αιτούσες εταιρίες εάν δηλαδή η απόδοση των μετοχών τους επηρεάζεται αρνητικά από τη μη χορήγηση άδειας παρέκκλισης από την ΕπΑνταγ. Από την ανάλυση των σχετικών αποτελεσμάτων, προέκυψε ότι η εναλλακτική υπόθεση (H_1), η οποία ισοδυναμεί με την παραδοχή ότι η απόδοση των μετοχών επηρεάζεται δυσμενώς (αρνητική επίδραση) από τη μη χορήγηση άδειας παρέκκλισης δεν μπορεί να γίνει δεκτή⁵⁶. Αυτό σημαίνει ότι στο κρίσιμο διάστημα που μεσολαβεί από την αίτηση της άδειας παρέκκλισης μέχρι και την έκδοση της απόφασης από την ΕπΑνταγ, η απόδοση της μετοχής των αιτουσών εταιριών (εξαγοράζουσες και εξαγοραζόμενες) δεν επηρεάζεται αρνητικά. Η ανωτέρω διαπίστωση δεν διαφοροποιείται, όταν η ανάλυση εστιάσει στα τέσσερα επιμέρους δείγματα (εξαγοράζουσες, εξαγοραζόμενες, θετική και αρνητική απόφαση).

Προς επαλήθευση της παραπάνω διαπίστωσης διερευνάται η συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των χρηματιστηριακών ημερών που μεσολαβούν από την ημερομηνία γνωστοποίησης της αίτησης μέχρι την έκδοση απόφασης από την ΕπΑνταγ και της μέσης απόδοσης των μετοχών (Διάγραμμα 1).

Διάγραμμα 1: Αριθμός χρηματιστηριακών ημερών και μέση απόδοση μετοχών κατά την περίοδο από τη γνωστοποίηση της αίτησης έως και την έκδοση της απόφασης από την ΕπΑνταγ.



Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων ΧΑΑ

Από την εξέταση του Διαγράμματος 1, στο οποίο ο αριθμός των ημερών (οριζόντιος άξονας) εκφράζεται σαν συνάρτηση της μέσης απόδοσης μετοχών (κάθετος άξονας) για κάθε μία από τις εταιρίες που περιλαμβάνονται στο δείγμα (n = 44) προκύπτει το συμπέρασμα ότι δεν παρατηρείται συστηματική σχέση (θετική ή αρνητική) ανάμεσα στην καθυστέρηση ή μη της χορήγησης της άδειας παρέκκλισης και της μέσης απόδοσης των μετοχών. Ο συντελεστής συσχέτισης υπολογίστηκε σε -0.02 και δεν είναι στατιστικά σημαντικός⁵⁷. Αυτό σημαίνει ότι, η μέση απόδοση των μετοχών δεν επηρεάζεται από την αύξηση ή τη μείωση του αριθμού των ημερών που μεσολαβούν κατά το κρίσιμο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα. Ως εκ τούτου, η επίκληση του κατεπείγοντος εκ μέρους των εταιριών που αιτούνται την άδεια παρέκκλισης, δεν φαίνεται να βρίσκει επιστημονικό έρεισμα.

Αναφορικά με τη μεταβλητότητα (volatility) που εμφανίζει η τιμή κλεισίματος των μετοχών, όπως αυτή αποτιμάται καθημερινά στο ΧΑΑ, τονίζεται ότι κατά μέσο όρο η μεγαλύτερη τιμή καταγράφεται στο δείγμα των εξαγοραζόμενων εταιριών (+7.56% - βλ. Πίνακα 1). Επιπλέον, στο σύνολο του δείγματος,

55. Αυτό αποτελεί και βασικό αποτέλεσμα της παρούσας ανάλυσης, δεδομένου ότι το επιχείρημα που εγείρουν οι εταιρίες για αρνητική απόδοση των μετοχών από τη μη ή καθυστερημένη έκδοση απόφασης της ΕπΑνταγ επί της αιτήσεως, εστιάζεται κυρίως στις εξαγοραζόμενες εταιρίες.

56. Σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha = 0,05$.

57. Σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha = 0,05$.

ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ του συντελεστή μεταβλητότητας και της μέσης χρονικής περιόδου δώδεκα (12) ημερών μέχρι την έκδοση απόφασης από την ΕπΑνταγ (0,45) βρέθηκε να είναι στατιστικά σημαντικός⁵⁸. Το γεγονός αυτό, αποδεικνύει ότι παρόλο που ο συγκεκριμένος συντελεστής δεν είναι αρκετά υψηλός, εντούτοις, παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ της καθυστέρησης έκδοσης της απόφασης από την ΕπΑνταγ και των κερδοσκοπικών τάσεων επί της μετοχής. Αντίθετα, στο σύνολο του δείγματος αν ο μέσος όρος των ημερών από την κατάθεση της αίτησης μέχρι την έκδοση της απόφασης από την ΕπΑνταγ μειωθεί σε 11 ημέρες⁵⁹, ο αντίστοιχος συντελεστής συσχέτισης (+0,23) δεν είναι στατιστικά σημαντικός⁶⁰.

Σε ανάλογο αποτέλεσμα καταλήγει η μελέτη αν εξετασθεί η συσχέτιση μεταξύ του συντελεστή μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιριών και της χρονικής περιόδου μέχρι την έκδοση της απόφασης από την ΕπΑνταγ. Πιο συγκεκριμένα, ο συντελεστής συσχέτισης δεν είναι στατιστικά σημαντικός⁶¹ με την τιμή του να υπολογίζεται σε 0,48. Με άλλα λόγια, για τις εξαγοραζόμενες εταιρίες (n=16) δεν επιβεβαιώνεται στατιστικά το επιχείρημα που εγείρουν για εμφάνιση κερδοσκοπικών τάσεων επί της αξίας των μετοχών τους.

Τέλος, στο σύνολο του δείγματος, αλλά και στο υποσύνολο αυτού που αφορά θετικές αποφάσεις της ΕπΑνταγ, ο μέσος αριθμός (χρηματιστηριακών) ημερών που μεσολαβούν από τη γνωστοποίηση της αίτησης μέχρι και την ημέρα έκδοσης της απόφασης από την ΕπΑνταγ διαμορφώνεται σε δώδεκα. Τονίζεται ότι ο μέσος αριθμός των ημερών αυξάνεται σε δεκαπέντε όταν το δείγμα περιλαμβάνει μόνο τις εξαγοραζόμενες εταιρίες, 13 όταν το δείγμα περιορίζεται στις εξαγοραζόμενες εταιρίες και 14 όταν στο δείγμα περιληφθούν μόνο οι αρνητικές αποφάσεις της ΕπΑνταγ.

Πίνακας 2: Μέση απόδοση, συντελεστής μεταβλητότητας και αριθμός ημερών από την υπογραφή του προσυμφώνου μέχρι και μια ημέρα πριν την γνωστοποίηση της αίτησης της άδειας παρέκκλισης στην ΕπΑνταγ*

Χρονική περίοδος	Σύνολο Εταιριών (n=42)	Εξαγοραζόμενες (n=25)	Εξαγοραζόμενες (n=17)
Απόδοση μετοχής (%)			
Σύνολο	0.33	0.89	-0.05
Συντελεστής μεταβλητότητας (%)			
Σύνολο	5.75	6.07	5.55
Αριθμός ημερών**			
Σύνολο	10	10	10

(*) Από το συνολικό δείγμα έχουν εξαιρεθεί οι εταιρίες ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ, Κ.Α.Ε, ΣΑΡΑΝΤΗΣ, ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ, IDEAL, και ANEK (βλ. Ενότητα ΙΙΙ)

(**) Αριθμός χρηματιστηριακών ημερών από την υπογραφή του προσυμφώνου μέχρι και μια ημέρα πριν τη γνωστοποίηση της αίτησης της άδειας παρέκκλισης στην ΕπΑνταγ.

Πηγή: Επεξεργασία ιστορικών στοιχείων ΧΑΑ

58. Ο.π. $\alpha = 0,01$ (Μονόπλευρος έλεγχος).

59. Υπάρχουν αποφάσεις που εκδικάστηκαν σε 4 χρηματιστηριακές ημέρες από τη γνωστοποίηση της αίτησης (βλ. Απ. ΕπΑνταγ Αρ. 1/ ΙΙ/98) και αποφάσεις που εκδικάστηκαν σε 20 χρηματιστηριακές ημέρες (βλ. Απ. ΕπΑνταγ Αρ. 69/ΙΙ/99).

60. Σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha = 0,01$.

61. Στην προκειμένη περίπτωση η ανάλυση αφορά δίπλευρο έλεγχο όπου η εναλλακτική υπόθεση είναι η μη εμφάνιση συσχέτισης (θετικής ή αρνητικής).

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η εξέταση της περιόδου που περιλαμβάνει το διάστημα που μεσολαβεί από την υπογραφή του προσυμφώνου μεταξύ των συμμετεχουσών εταιριών έως και την προηγούμενη ημέρα από την κατάθεση της άδειας παρέκκλισης στην ΕπΑνταγ (βλ. Πίνακα 2).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του ανωτέρω πίνακα στο σύνολο των εταιριών του δείγματος (n = 42), προκύπτει ότι η μέση απόδοση της μετοχής των εταιριών κυμάνθηκε σε οριακά θετικά επίπεδα της τάξης του 0.3%. Αυτό σημαίνει, ότι η απόδοση των μετοχών των εταιριών (μέσος όρος) για το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την υπογραφή του προσυμφώνου ανταλλαγής ή αγοραπωλησίας μετοχών βάσει του οποίου εξασφαλίζεται ο έλεγχος μέχρι και την προηγούμενη ημέρα από την κατάθεση της άδειας παρέκκλισης στην Επιτροπή Ανταγωνισμού δεν επηρεάζεται αρνητικά.

Η μέση απόδοση της μετοχής παρουσιάζεται ιδιαίτερα αυξημένη όταν στο δείγμα περιληφθούν μόνο οι εξαγοραζόμενες εταιρίες (n = 25). Ειδικότερα, η μέση απόδοση της μετοχής των εν λόγω εταιριών είναι ίση με +0.89%. Αυτό σημαίνει ότι κατά μέσο όρο η απόδοση της μετοχής των εν λόγω εταιριών (εξαγοραζουσών) δεν επηρεάστηκε αρνητικά το κρίσιμο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την υπογραφή του προσυμφώνου συγκέντρωσης μέχρι και την προηγούμενη ημέρα από την κατάθεση της άδειας παρέκκλισης στην ΕπΑνταγ. Αντιθέτως, διαφορετικά αποτελέσματα καταγράφονται όταν το δείγμα περιοριστεί μόνο στις εξαγοραζόμενες εταιρίες (n = 17), όπου η μέση απόδοση είναι αρνητική (-0,05%). Όπως όμως προκύπτει και από την εφαρμογή των στατιστικών ελέγχων, το αποτέλεσμα του αρνητικού πρόσημου της μέσης απόδοσης δεν είναι στατιστικά σημαντικό⁶².

Τα ανωτέρω αποτελέσματα επιβεβαιώνονται και από την εφαρμογή των στατιστικών ελέγχων υποθέσεων. Από την ανάλυση των σχετικών αποτελεσμάτων, προέκυψε ότι η εναλλακτική υπόθεση (H_1) δεν μπορεί να γίνει δεκτή⁶³. Αυτό σημαίνει ότι κατά τη διάρκεια του εξεταζόμενου διαστήματος που μεσολαβεί από την υπογραφή του προσυμφώνου έως και την προηγούμενη ημέρα από τη γνωστοποίηση της αίτησης της άδειας παρέκκλισης στην ΕπΑνταγ, η απόδοση της μετοχής των εταιριών δεν επηρεάζεται αρνητικά.

Αναφορικά με τη μεταβλητότητα (volatility) που εμφανίζει η απόδοση των μετοχών, τονίζεται ότι κατά μέσο όρο η μεγαλύτερη τιμή καταγράφεται στο δείγμα των εταιριών που έλαβαν την άδεια παρέκκλισης από την ΕπΑνταγ (+7.0%).

Τέλος, στο σύνολο του δείγματος, ο μέσος αριθμός (χρηματιστηριακών) ημερών που μεσολαβούν από την υπογραφή του προσυμφώνου αγοραπωλησίας μέχρι και την ημέρα πριν

62. Η συγκεκριμένη μέση απόδοση των μετοχών αντικατοπτρίζει την αντίδραση της αγοράς στην υπογραφή του προσυμφώνου της συγκέντρωσης και όχι στην γνωστοποίηση της άδειας αίτησης παρέκκλισης. Στη διεθνή βιβλιογραφία, [βλ. *Φώτη Π.* (2005), Παράρτημα Ενότητας ΙΙ.Δ.2, σελ. 279-280, με σχετικές παραπομπές], κατά μέσο όρο η απόδοση των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιριών μειώνεται από την εμφάνιση του γεγονότος (π.χ. γνωστοποίηση συγκέντρωσης, υπογραφή προσυμφώνου, απόφαση κ.α.). Σε σχέση με την επίδραση της συγκέντρωσης στην απόδοση των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιριών στην Ελλάδα, βλ. *Φώτη Π.* (2005), σελ. 252.

63. Σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha = 0,05$.

τη γνωστοποίηση της αίτησης της άδειας παρέκκλισης στην ΕπΑνταγ, διαμορφώνεται σε δέκα. Τονίζεται ότι ο μέσος αριθμός των ημερών αυξάνεται σε δώδεκα όταν το δείγμα αφορά μόνο αρνητικές αποφάσεις⁶⁴.

V. Συμπεράσματα

Κατά τη χορήγηση άδειας αίτησης παρέκκλισης από την ΕπΑνταγ, ένα από τα κύρια επιχειρήματα των εταιριών για την κατά το δυνατόν γρηγορότερη έκδοση απόφασης επί της σχετικής αιτήσεως είναι η αποφυγή πτώσης της αξίας της μετοχής και η εξάλειψη κερδοσκοπικών τάσεων επί των μετοχών τους.

Η παρούσα μελέτη, χρησιμοποιώντας τα κατάλληλα στατιστικά εργαλεία, διερεύνησε τη βασιμότητα του παραπάνω ισχυρισμού και κατέληξε στα ακόλουθα συμπεράσματα:

α) Η μέση απόδοση των μετοχών των εταιριών που αιτούνται χορήγηση παρέκκλισης σύμφωνα με τις παρ. 1 & 2 του άρθρου 4ε του Ν 703/1977, όπως ισχύει, όχι μόνο δεν μειώνεται, αλλά αυξάνεται, κατά την περίοδο έκδοσης της απόφασης κατά 0,40%.

β) Η καθυστέρηση ή η μη χορήγηση άδειας παρέκκλισης δεν επηρεάζει αρνητικά ή θετικά τη μέση απόδοση των μετοχών (καθώς δεν βρέθηκε να υπάρχει συστηματική σχέση). Ως εκ τούτου, ένα από τα βασικά επιχειρήματα των αιτούμενων παρέκκλισης εταιριών περί «πιθανολογούμενης» πτώσης της απόδοσης της μετοχής, δεν επιβεβαιώνεται με βάση την ανωτέρω ανάλυση.

γ) Τα αποτελέσματα της μελέτης αποδεικνύουν ότι υπάρχει συστηματική σχέση μεταξύ της χρονικής περιόδου που μεσολαβεί μέχρι την έκδοση απόφασης από την ΕπΑνταγ και της

απόκλισης της τιμής της μετοχής σε σχέση με τη μέση τιμή της (συντελεστής μεταβλητότητας). Εντούτοις, ο συγκεκριμένος συντελεστής δεν είναι αρκετά υψηλός. Μάλιστα, στην περίπτωση που η μέση χρονική διάρκεια μέχρι την έκδοση της αποφάσεως μειωθεί από δώδεκα σε έντεκα χρηματιστηριακές ημέρες, η συστηματική σχέση δεν υφίσταται. Παράλληλα, η εν λόγω συστηματική σχέση δεν υφίσταται ούτε και στην περίπτωση των εξαγοραζόμενων εταιριών.

δ) Η μέση χρονική περίοδος από την αίτηση της άδειας παρέκκλισης μέχρι και την έκδοση της απόφασης της ΕπΑνταγ υπολογίζεται σε δώδεκα χρηματιστηριακές ημέρες στο σύνολο του δείγματος, ενώ αυξάνεται σε δεκατέσσερις ημέρες όταν η απόφαση είναι αρνητική.

ε) Κατά την περίοδο από την υπογραφή του προσυμφώνου της συγκέντρωσης μέχρι και την κατάθεση της αίτησης χορήγησης άδειας παρέκκλισης, τα αποτελέσματα δεν αλλάζουν σε σημαντικό βαθμό. Η μέση απόδοση των μετοχών στο σύνολό τους κυμαίνεται σε θετικά επίπεδα (0,33%). Επίσης, ο συντελεστής μεταβλητότητας κυμαίνεται περίπου στα ίδια επίπεδα με αυτά της περιόδου από τη γνωστοποίηση της αίτησης μέχρι και την έκδοση της απόφασης (5,75% και 5,62% αντίστοιχα). Η αρνητική μέση απόδοση των εξαγοραζόμενων εταιριών δεν επιβεβαιώνεται από τους στατιστικούς ελέγχους, παρά τους περί αντιθέτου ισχυρισμούς των αιτούμενων επιχειρήσεων. Από την ανωτέρω ανάλυση, δεν διαπιστώνεται αρνητική συστηματική σχέση μεταξύ της μέσης απόδοσης των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιριών και της περιόδου που μεσολαβεί μέχρι την κατάθεση της αίτησης άδειας παρέκκλισης.

Επομένως, με βάση τα ανωτέρω συνάγεται ότι η πτώση της απόδοσης μίας μετοχής ως επιχείρημα για τη χορήγηση άδειας παρέκκλισης ενώπιον της Επιτροπής Ανταγωνισμού δεν επιβεβαιώνεται από τη στατιστική ανάλυση. Υπογραμμίζεται όμως ότι είναι αδύνατον για την Επιτροπή Ανταγωνισμού να γνωρίζει τη μελλοντική απόδοση της μετοχής, δεδομένης της ανάγκης για άμεση έκδοση απόφασης στις περιπτώσεις αίτησης άδειας παρέκκλισης.

64. Βλ. *Fotis P., Polemis M., Zevgolis N.*, (2009), «Stock Price Performance as an Argument for Derogation From Suspension of Concentration: Reality of Myth?», *European Competition Law Review*, Issue 5, σελ. 216-222.