

ΑΘΗΝΑ, Α' Εξάμηνο 1996

# ΟΙ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ στην ΕΛΛΑΔΑ, τις Η.Π.Α. και τον ΚΟΣΜΟ

## Οι Δημόσιες Εγγραφές στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Σπυρίδων Ε. Βασιλείου  
Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης

[ Αναδημοσίευση Ειδικής Έρευνας, Α' Εξάμηνο 1996 ]

Στις Η.Π.Α., η έκδοση οποιουδήποτε χρεόγραφου γίνεται σύμφωνα με τους νόμους του 1933 και του 1934, οι οποίοι επιπλέον ελέγχουν τη λειτουργία των χρηματιστηρίων, καθώς και τα χρεόγραφα (μετοχές και ομόλογα) που ήδη διαπραγματεύονται.

Η είσοδος στην Κεφαλαιαγορά με Δημόσια Εγγραφή (Δ.Ε.), δηλαδή προσφορά των τίτλων της υπό εισαγωγή εταιρίας στο ευρύ επενδυτικό κοινό ακολουθεί τα εξής βήματα :

1. Η διεύθυνση (Management) της εταιρίας που εκδίδει τις μετοχές οφείλει να αποσπάσει την έγκριση από το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.). Σε ορισμένες περιπτώσεις, όταν ο αριθμός των εγγεγραμμένων μετοχών (Authorized Shares) πρέπει να αυξηθεί, απαιτείται επιπρόσθετα η ψήφος των μετόχων.
2. Η εταιρία πρέπει να ετοιμάσει τη Δήλωση Εγγραφής (Registration Statement) και να την υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities & Exchange Commission – S.E.C.). Η Δήλωση Εγγραφής είναι υποχρεωτική για όλες τις Δ.Ε. με δύο μόνο εξαιρέσεις:

(α) Δάνεια που λήγουν σε 9 μήνες.

(β) Εγγραφές τίτλων με αξία μικρότερη των 1,5 εκατ. δολαρίων.

Η περίπτωση της δεύτερης εξαίρεσης είναι γνωστή ως Εξαίρεση Μικρών

Εκδόσεων (Small-Issues Exception) και απαιτεί μία σύντομη δήλωση για την προσφορά τίτλων. Σε κάθε άλλη περίπτωση, η Δήλωση Εγγραφής είναι ένα λεπτομερές έντυπο με έκταση που ξεπερνά συνήθως τις 50 σελίδες, και περιέχει πληροφορίες όπως: (α) τις δραστηριότητες της επιχείρησης, (β) τα ονόματα και τις διευθύνσεις των διευθυντικών στελεχών, το μισθό τους, καθώς και την επιχειρηματική τους ιστορία κατά τα τελευταία 5 χρόνια, (γ) το ποσοστό (και ποσό) ιδιοκτησίας των ανωτέρω στελεχών, (δ) την κεφαλαιοποίηση της εταιρίας και την περιγραφή για τον τρόπο με τον οποίο θα χρησιμοποιηθούν τα έσοδα από την έκδοση, και (ε) την ενδεχόμενη νομική υπόθεση στην οποία είναι αναμειγμένη η επιχείρηση.

**3.** Καθώς η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξετάζει τη Δήλωση Εγγραφής, η εταιρία μπορεί να διανείμει στους υποψήφιους επενδυτές ένα προσπέκτους (Prospectus). Το έντυπο αυτό, που δεν αποτελεί το τελικό προσπέκτους, περιέχει τις πληροφορίες που συμπεριλήφθηκαν στη Δήλωση Εγγραφής. Το προκαταρκτικό προσπέκτους ονομάζεται μερικές φορές Red Herring, επειδή το εξώφυλλο είναι τυπωμένο με κόκκινους χαρακτήρες. Η Δήλωση Εγγραφής λαμβάνει ισχύ την 20η ημέρα μετά την υποβολή της, εκτός εάν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποστείλει στην εταιρία γράμμα με σχόλια (Letter of Comments) προτείνοντας αλλαγές. Εφόσον πραγματοποιηθούν οι αλλαγές, η εικοσαήμερη περίοδος αρχίζει εκ νέου. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά την εξέταση της Δήλωσης έχει ως κύριο μέλημα της να διασφαλίσει την τήρηση των νόμων και των κανονισμών που διέπουν την εγγραφή και την εισαγωγή της εταιρίας στο Χρηματιστήριο. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν είναι επιφορτισμένη με τον έλεγχο της ακρίβειας και εγκυρότητας των πληροφοριών του προσπέκτους. Να σημειωθεί επίσης ότι η αρχική Δήλωση δεν αναφέρει την τιμή της έκδοσης. Συμπληρωματική δήλωση της τιμής έκδοσης υποβάλλεται στο τέλος της εικοσαήμερης αναμονής.

**4.** Η εταιρία δεν μπορεί να πωλήσει τίτλους κατά την περίοδο αναμονής της έγκρισης της Δήλωσης Εγγραφής. Όμως, προφορικές προσφορές τίτλων μπορούν να γίνουν.

**5.** Την ημέρα που η Δήλωση Εγγραφής λαμβάνει ισχύ, προσδιορίζεται η τιμή και αρχίζει η διαδικασία πώλησης των τίτλων. Την παράδοση (ή βεβαίωση αγοράς) των τίτλων συνοδεύει ένα τελικό προσπέκτους.

**Διαφήμιση.** Κατά τη διάρκεια της περιόδου αναμονής αλλά και μετά την έγκριση, οι ανάδοχοι της έκδοσης διαφημίζουν την πώληση των τίτλων με αγγελία που ονομάζεται Tombstone. Η αγγελία αυτή περιέχει το όνομα της εκδότριας εταιρίας, τον αριθμό των υπό έκδοση τίτλων, τους αναδόχους και την τιμή (αν βέβαια έχει προσδιοριστεί).

Οι ανάδοχοι (επενδυτικές τράπεζες) είναι χωρισμένοι σε ομάδες (Brackets) ανάλογα με τη συμμετοχή τους στην έκδοση. Τα ονόματά τους σε κάθε ομάδα τοποθετούνται αλφαβητικά, ενώ η διάταξη από πάνω προς τα κάτω φανερώνει το «πρεστίτζ» του κάθε αναδόχου.

**Προσφορά Μετοχών με Μετρητά (Cash Offer).** Όταν η προσφορά μετοχών γίνεται με μετρητά, τότε απαιτείται η ανάμιξη των αναδόχων. Οι ανάδοχοι έκδοσης μετοχών παρέχουν τις παρακάτω υπηρεσίες:

1. Αποφασίζουν τη μέθοδο έκδοσης.
2. Τιμολογούν τις μετοχές.
3. Πωλούν τις μετοχές στο επενδυτικό κοινό.

Τυπικά, ο ανάδοχος αγοράζει τις μετοχές σε τιμή χαμηλότερη της προσφερόμενης (Offering Price), αναλαμβάνοντας την προσπάθεια (και τον κίνδυνο) να τις πωλήσει. Ακριβώς λόγω της ύπαρξης σημαντικού ρίσκου, πολλοί ανάδοχοι μαζί συγκροτούν μια ομάδα (Syndicate), ώστε να μοιραστούν την προσπάθεια πώλησης τίτλων αλλά και το ρίσκο. Στην ομάδα αυτή, είναι δυνατό ένας ή περισσότεροι ανάδοχοι να συμπράξουν και να αναλάβουν τη διεύθυνση της έκδοσης, δηλαδή την τιμολόγηση των μετοχών. Ο (Οι) ανάδοχος (-οι) αυτός (-οί) ονομάζεται Κύριος Ανάδοχος (Lead ή Principal Manager). Οι υπόλοιποι ανάδοχοι της ομάδας αναλαμβάνουν την διανομή των μετοχών.

Η διαφορά μεταξύ της τιμής που πληρώνει ο ανάδοχος στην εκδότρια εταιρία και της προσφερόμενης τιμής ονομάζεται Spread ή Discount (έκπτωση). Αυτή είναι και η βασική αμοιβή του αναδόχου. Αρκετές φορές όμως, ο ανάδοχος λαμβάνει πέραν του Spread και άλλα είδη αμοιβών όπως Warrants ή μετοχές.

**Η Αμοιβή των Αναδόχων.** Η αμοιβή των αναδόχων προερχόμενη από το Spread διακρίνεται στις εξής κατηγορίες:

1. **Αμοιβή του Κύριου Αναδόχου** (Lead Manager's Fee) για τις διαπραγματεύσεις και τη διεύθυνση της έκδοσης.
2. **Αμοιβή των Αναδόχων** (Underwriting Fee), η οποία πηγαίνει στον Κύριο Ανάδοχο και στα υπόλοιπα μέλη του γκρουπ (Syndicate) ως ανταμοιβή ανάληψης ρίσκου κατά την αγορά των μετοχών από την εκδότρια εταιρία.
3. **Αμοιβή Πώλησης** (Selling Concession), η οποία πηγαίνει στον Κύριο Ανάδοχο και στα υπόλοιπα μέλη του γκρουπ (Syndicate) ως ανταμοιβή για την πώληση των μετοχών στους επενδυτές.

Η συνολική αμοιβή μοιράζεται ως εξής:

Αμοιβή Κύριου Αναδόχου	10% - 20% του Spread
Αμοιβή όλων των Αναδόχων	20% - 30% του Spread
Αμοιβή Πώλησης	50% - 60% του Spread

**Επιλογή του Ανάδοχου.** Μία εταιρία που διενεργεί Δ.Ε. μπορεί να πωλήσει τις νέες μετοχές είτε στον ανάδοχο με την υψηλότερη τιμή προσφοράς σε μια διαδικασία ανταγωνιστικής δημοπρασίας (Competitive Offer) είτε να διαπραγματευτεί απευθείας την τιμή με κάποιον ανάδοχο. Με εξαίρεση τις μεγάλες εταιρίες, οι περισσότερες προσφορές μετοχών πραγματοποιούνται με διαδικασία διαπραγμάτευσης (Negotiated Offer). Στην εξαίρεση συγκαταλέγονται οι επιχειρήσεις ηλεκτρισμού και φυσικού αερίου, οι οποίες υποχρεώνονται από το νόμο να χρησιμοποιήσουν ανταγωνιστική δημοπρασία. Τέλος, υπάρχουν σοβαρές ενδείξεις ότι η πώληση μετοχών με ανταγωνιστική δημοπρασία κοστίζει στις εκδότες εταιρίες λιγότερο (δηλαδή αποκομίζουν περισσότερα έσοδα από την εγγραφή) από ότι η διαδικασία διαπραγμάτευσης.

**Είδη Εγγραφών.** Στις Η.Π.Α., κατά την έκδοση νέων μετοχών με Δ.Ε. χρησιμοποιούνται δύο βασικά είδη εγγραφών: 1) το Firm Commitment Underwriting, και 2) το Best Efforts Underwriting.

**1) Firm Commitment Underwriting.** Σύμφωνα με την πρακτική αυτήν, η εταιρία που εκδίδει τις μετοχές πωλεί το σύνολο των τίτλων στον ανάδοχο, ο οποίος με τη σειρά του επιχειρεί να τους μεταπωλήσει στους επενδυτές πελάτες του. Η πρακτική αυτή είναι η πιο συνηθισμένη στις Η.Π.Α. (για το 65% των Δ.Ε.<sup>1</sup>). Επειδή όμως η προσφερόμενη τιμή μετοχής δεν προσδιορίζεται μέχρι τη στιγμή που ο ανάδοχος έχει ερευνήσει τη δεκτικότητα της αγοράς για την έκδοση, ο κίνδυνος είναι περιορισμένος (για τον ανάδοχο). Επίσης, καθώς η τελική προσφερόμενη τιμή δεν προσδιορίζεται παρά μόνο λίγες ώρες πριν την έναρξη διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο, η εταιρία που διενεργεί τη Δ.Ε. δεν γνωρίζει το ποσό των εσόδων της έκδοσης. Στις Η.Π.Α., όταν ακολουθείται η πρακτική του “firm commitment”, η τιμή δεν προσδιορίζεται παρά μόνο όταν οι πληροφορίες για το επίπεδο της ζήτησης τίτλων είναι πειστικές. Αντίθετα, στις περισσότερες χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης, πρώτα προσδιορίζεται η προσφερόμενη τιμή. Το γεγονός αυτό μπορεί να εξηγηθεί κυρίως από την ηλικιακή δομή των εταιριών που διενεργούν Δ.Ε. αλλά και από τη συχνότητα των Δ.Ε..

**2) Best Efforts Underwriting.** Οι πιο νέες σε ηλικία εταιρίες είναι εκείνες που διενεργούν Δ.Ε. χρησιμοποιώντας την πρακτική του “best efforts underwriting”. Σύμφωνα με αυτήν, η ανάδοχος τράπεζα ενεργεί ως πράκτορας προώθησης των μετοχικών τίτλων για λογαριασμό της εταιρίας έναντι προμήθειας, χωρίς όμως να εγγυηθεί στην εκδότες εταιρία το ποσό που θα εισπραχθεί από την έκδοση. Αντί ο ανάδοχος να προ-αγοράσει το σύνολο των μετοχών (όπως στην πρακτική “firm commitment”), έχει το δικαίωμα να αγοράσει μετοχές σε προκαθορισμένη τιμή και επίσης τη δικαιοδοσία να τις πουλήσει στους πελάτες του (εισπράττοντας ως αμοιβή το “spread”), ενώ η εταιρία εισπράττει το υπόλοιπο ποσό. Η συμφωνία συνήθως προσδιορίζει έναν ελάχιστο αριθμό τίτλων που πρέπει να πωληθούν σε

καθορισμένο χρονικό διάστημα. Αν ο συμφωνηθείς αριθμός μετοχών δεν πωληθεί στο διάστημα αυτό, ο ανάδοχος ακυρώνει την έκδοση και δεν εισπράττει καμία αμοιβή. Στην περίπτωση αυτήν, η Δ.Ε. μπορεί να τιμολογηθεί εκ νέου και να προσφερθεί στην αγορά σε αργότερη ημερομηνία.

**Green Shoe Provision.** Πολλά συμβόλαια έκδοσης μετοχών περιέχουν τη λεγόμενη Green Shoe<sup>ii</sup> πρόβλεψη (που πολλές φορές καλείται δικαίωμα υπέρ - κατανομής μετοχών - over-allotment option), η οποία δίνει το δικαίωμα στα μέλη του γκρουπ των αναδόχων να αγοράσουν επιπλέον μετοχές από την εκδότρια εταιρία στην προσφερόμενη τιμή. Η κύρια αιτία για έκδοση περισσότερων μετοχών είναι η ανταπόκριση των αναδόχων στην αυξημένη ζήτηση και την υπερκάλυψη της Δ.Ε.. Το παραπάνω δικαίωμα διαρκεί για 30 ημέρες και αφορά 15% των νέων μετοχών. Αξίζει να αναφερθεί τέλος, ότι το δικαίωμα έκδοσης επιπλέον μετοχών ωφελεί τους αναδόχους, ενώ από την άλλη αποτελεί κόστος για την εκδότρια εταιρία. Αν η τιμή της μετοχής στην αγορά βρεθεί σε επίπεδα υψηλότερα από αυτά της προσφερόμενης τιμής κατά τη διάρκεια αυτών των 30 ημερών, το δικαίωμα δίνει στον ανάδοχο τη δυνατότητα να αγοράσει τις μετοχές από την εκδότρια εταιρία και να τις πουλήσει στο επενδυτικό κοινό, κερδίζοντας τη διαφορά.

**Στήριξη της Τιμής Μετοχής.** Στις περισσότερες εκδόσεις νέων μετοχών με Δ.Ε., ο Κύριος Ανάδοχος δέχεται να διατηρεί μία δευτερογενή αγορά για τις νεοκδοθείσες μετοχές. Στην περίπτωση επιτυχών εκδόσεων, υπάρχει ήδη αρκετή ζήτηση στο Χρηματιστήριο και δεν απαιτείται σταθεροποίηση της τιμής της μετοχής. Υπάρχουν όμως περιπτώσεις Δ.Ε. στις οποίες ο Κύριος Ανάδοχος θα πρέπει να παρέμβει για να σταθεροποιήσει την τιμή της μετοχής και να αποτρέψει την πτώση της κάτω από την προσφερόμενη τιμή. Στις Η.Π.Α. υπάρχει ένα ολόκληρο νομοθετικό πλαίσιο<sup>iii</sup> που προσδιορίζει το τί θεωρείται σταθεροποίηση και το τί θεωρείται δόλια μεταχείριση (χειραγώγιση) της τιμής (Market Manipulation). Ο Κύριος Ανάδοχος μπορεί να πραγματοποιεί προσφορές αγοράς (Bids) σε επίπεδα τιμών που δεν ανταποκρίνονται στην προσφορά και τη ζήτηση εκείνη τη χρονική στιγμή, αλλά ταυτόχρονα δεν ξεπερνούν την προσφερόμενη τιμή της Δ.Ε.. Επιπρόσθετα, ο Κύριος Ανάδοχος δεν μπορεί να πραγματοποιήσει προσφορές αγοράς μετοχών σε επίπεδα υψηλότερα από αυτά ενός ανεξάρτητου Market Maker<sup>iv</sup>, ούτε μπορεί να αγοράσει τις μετοχές της εν λόγω Δ.Ε. νωρίτερα από τον Market Maker.

[ Τέλος Αναδημοσίευσης ]

---

<sup>i</sup> J. Ritter, 1987, “The Costs of Going Public”, Journal of Financial Economics 19, 269-281.

<sup>ii</sup> Ο όρος Green Shoe προέρχεται από την εταιρία Green Shoe Company, η οποία υπήρξε η πρώτη που παραχώρησε στους αναδόχους τέτοιου είδους δικαίωμα.

<sup>iii</sup> Ο κανόνας 10b-7 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διέπει την εν λόγω περίπτωση.

<sup>iv</sup> Ο Market Maker είναι ο ντήλερ της αγοράς over-the-counter, ο οποίος διατηρεί σταθερές (άνευ διακυμάνσεων) τιμές αγοράς και πώλησης μιας μετοχής και είναι έτοιμος να αγοράσει ή να πωλήσει “στρογγυλό” αριθμό μετοχών (round lots).