

Brigham, Ehrhardt & Fox

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ**

ΑΠΟ ΤΗ ΘΕΩΡΙΑ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 18

Δημόσια και Ιδιωτική Χρηματοδότηση: Αρχική Δημόσια Προσφορά και Εποχικές Προσφορές, Επενδυτικές Τράπεζες



Θέματα Κεφαλαίου

- Αρχική Δημόσια Προσφορά
- Επενδυτικές Τράπεζες και Κανονισμοί
- Η διάρθρωση του χρέους
- Διαδικασίες αναχρηματοδότησης
- Οι κίνδυνοι του χρέους

Πως Χρηματοδοτούνται Συνήθως οι Νεοφυείς Εταιρίες;

- Από πόρους των ιδρυτών
- Από επενδυτές - αγγέλους
- Από κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών
 - Μεγάλο μέρος της χρηματοδότησης προέρχεται από θεσμικούς επενδυτές
 - Οι διευθυντές των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών καλούνται πάροχοι επιχειρηματικών κεφαλαίων (venture capitalists)
 - Οι πάροχοι αυτοί συμμετέχουν στα Διοικητικά Συμβούλια των χρηματοδοτούμενων εταιρών

Διαφοροποίηση μεταξύ της Ιδιωτικής Τοποθέτησης και της Δημόσιας Προσφοράς.

- Σε μια ιδιωτική τοποθέτηση, όπως σε επενδυτές – αγγέλους ή παρόχους επιχειρηματικών συμμετοχών οι τίτλοι πωλούνται σε λίγους επενδυτές αντί στο ευρύτερο κοινό.
- Σε μια Δημόσια Προσφορά, οι τίτλοι προσφέρονται στο κοινό και πρέπει να καταχωρηθούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

(Συνεχίζεται...)

Διαφοροποίηση μεταξύ της Ιδιωτικής Τοποθέτησης και της Δημόσιας Προσφοράς.

- Οι τίτλοι σε ιδιωτική τοποθέτηση δεν είναι καταχωρημένοι και επομένως οι πωλήσεις πρέπει να γίνονται σε διαπιστευμένους (*accredited*) επενδυτές, δηλ. επενδυτές με μεγάλη περιουσία - καθαρή θέση.
 - Αποστέλλεται «μνημόνιο προσφοράς» 20-30 σελίδων με δεδομένα και πληροφορίες που έχει συνταχθεί από εξειδικευμένα νομικά γραφεία.
 - Οι αγοραστές βεβαιώνουν ότι καλύπτουν τις απαιτήσεις της μεγάλης περιουσίας/καθαρής θέσης και ότι δεν θα πουλήσουν σε μη- διαπιστευμένους επενδυτές.

Οι Λόγοι που μια Εταιρία Εισέρχεται στο Χρηματιστήριο

- Πλεονεκτήματα της εισόδου
 - Επιτρέπει την διαφοροποίηση των υφιστάμενων επενδυτών.
 - Αυξάνει την ρευστότητα.
 - Διευκολύνει την άντληση νέων επιχειρηματικών κεφαλαίων στο μέλλον.
 - Καθιερώνει μίαν αξία για την εταιρία.
 - Καθιστά ευκολότερη τη χρήση μετοχών ως κίνητρο για τους εργαζόμενους.
 - Αυξάνει την αναγνώριση της από την πελατεία.
(Συνεχίζεται...)

Μειονεκτήματα της Εισαγωγής

- Αυξάνει το κόστος με την υποβολή συχνών αναφορών.
- Δημοσιοποίηση λειτουργικών δεδομένων.
- Τα διοικητικά στελέχη πρέπει να γνωστοποιήσουν μετοχές που τυχόν κατέχουν.
- Καθίστανται δυσχερείς οι ειδικές διαπραγματεύσεις για κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών (*insiders*).
- Μια νέα μικρή έκδοση μπορεί να μην διαπραγματεύεται συχνά και επομένως η τιμή που καθορίζει η αγορά να μην κατοπτρίζει την πραγματική αξία της εταιρίας.
- Αυξάνει τον χρόνο που δαπανάται σε δημόσιες σχέσεις με τους επενδυτές.

Διαδικασία της Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς

- Επιλογή επενδυτικής τράπεζας
- Εγγυημένη ή παραγγελιοδοχική αναδοχή
- Μια τράπεζα ή Κοινοπραξία
- Επιλογή εύρους τιμών για το προσωρινό Ενημερωτικό Δελτίο (“red herring” prospectus)
- Δημόσιες παρουσιάσεις (roadshows)
- Καθορισμός τελικής τιμής προσφοράς στο οριστικό Ενημερωτικό Δελτίο

Με ποια Κριτήρια Επιλέγεται μια Επενδυτική Τράπεζα;

- Η φήμη και η εμπειρία της επενδυτικής τράπεζας στον κλάδο που δραστηριοποιείται η εταιρία.
- Ύπαρξη μίγματος θεσμικών και μεμονωμένων επενδυτών.
- Στήριξη της μετοχής σε μια δευτερογενή αγορά μετά την αρχική προσφορά
 - Εμπειρία αναλυτή της τράπεζας μετά την έκδοση των μετοχών

Οι προς Εισαγωγή Εταιρίες Χρησιμοποιούν μια Διαπραγματεύσιμη Συμφωνία ή Ανταγωνιστικές/Μειοδοτικές Προσφορές;

- Διαπραγματεύσιμη Συμφωνία.
 - Η διαδικασία λήψης ανταγωνιστικών προσφορών είναι εφικτή μόνο για μεγάλες εκδόσεις από σημαντικές εταιρίες. Ακόμα και στην περίπτωση αυτή, η χρήση μειοδοτικών προσφορών είναι σπάνια.
 - Το κόστος γνωριμίας των επενδυτικών τραπεζών με την εταιρία προκειμένου να υποβάλλουν μια ανταγωνιστική προσφορά είναι πολύ μεγάλο.

Πως Διαμορφώνεται η Πώληση Μετοχών κάτω από μια Εγγυημένη ή κάτω από μια Παραγγελιοδοχική (απλή) Αναδοχή;

- Οι περισσότερες εκδόσεις είναι εγγυημένες.
- Στις πολύ μικρές, επικίνδυνες εκδόσεις, η επενδυτική τράπεζα μπορεί να επιμείνει παραγγελιοδοχική (απλή) αναδοχή.
- Στην περίπτωση της εγγυημένης αναδοχής, η τιμή δεν καθορίζεται μέχρις ότου
 - Επιβεβαιωθεί το ενδιαφέρον των επενδυτών.
 - Επιτευχθούν προφορικές δεσμεύσεις.

Περιγραφή της Τιμολόγησης Αρχικών Δημόσιων Προσφορών

- Εκτίμηση της αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων πριν από την προσφορά:
 - Υπόδειγμα αποτίμησης ελευθέρων ταμιακών ροών
 - Συγκριτική ανάλυση:
 - Δείκτης Τιμής/Κέρδους
 - Δείκτης Τιμής προς ταμειακές ροές
 - Δείκτης τιμής προς πωλήσεις
 - Αριθμός επισκέψεων στις ιστοσελίδες

(Συνεχίζεται...)

Περιγραφή της Τιμολόγησης Αρχικών Δημόσιων Προσφορών

- Λήψη απόφασης επί:
 - Το ποσό των χρήματων που χρειάζεται η εταιρία (εκτός του κόστους έκδοσης)
 - Του ποσοστού της εταιρίας που θέλουν να κρατήσουν οι ιδιοκτήτες

Περιγραφή της Τιμολόγησης Αρχικών Δημόσιων Προσφορών

■ Λήψη απόφασης επί των εξής:

$$\% \text{ μετοχών για τους νέους επενδυτές} = \frac{AR}{(1 - S_p)AR + V_{\text{Pre-IPO}}} \quad 18-1$$

όπου AR = το ποσό που θα αντληθεί, S_p = το περιθώριο της επενδυτικής τράπεζας και $V_{\text{Pre-IPO}}$ = αξία της εταιρίας πριν από την Αρχική Δημόσια Προσφορά.

π.χ., Άντληση €10 εκατομμυρίων από μια εταιρία που έχει αξία €50 εκατομμυρίων με κόστος 7%.

$$\% \text{ μετοχών για τους νέους επενδυτές} = \frac{€10}{(1 - 0,07)€10 + €50} = 16,86\% \quad 18-2$$

Τι είναι οι Δημόσιες Παρουσιάσεις της Έκδοσης;

- Η βασική διευθυντική ομάδα, η επενδυτική τράπεζα και οι δικηγόροι της εταιρίας ξεκινούν μια σειρά από δημόσιες παρουσιάσεις σε δυνητικούς επενδυτές
- Μια τυπική δημόσια παρουσίαση μπορεί να διαρκέσει 10 με 14 ημέρες και να καλύψει 10 έως 20 διαφορετικές πόλεις.
- Οι διευθυντές της εταιρίας δεν μπορούν να δώσουν απαντήσεις παρά μόνο σχετικά με τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στην δήλωση εγγραφής, λόγω των διατάξεων περί «της περιόδου μη-ανακοινώσεων» (*quiet period*)

Τι είναι το Βιβλίο Προσφορών;

- Η επενδυτική τράπεζα καταγράφει τον αριθμό των μετοχών που δηλώνει ότι προτίθεται να αγοράσει κάθε επενδυτής σε ένα «βιβλίο».
- Η επενδυτική τράπεζα ελπίζει σε υπερκάλυψη της έκδοσης.
- Με βάση τη ζήτηση, η επενδυτική τράπεζα καθορίζει την τελική τιμή μια ημέρα πριν την έναρξη της Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς.

Ποιες είναι οι Αποδόσεις την πρώτη ημέρα της Διαπραγμάτευσης;

- Για το 75% περίπου των Αρχικών Δημόσιων Προσφορών, η τιμή των μετοχών αυξήθηκε την πρώτη ημέρα.
- Η μέση απόδοση της πρώτης ημέρας ήταν 16.8%.
- Για το 10% περίπου των ΑΔΠ η απόδοση της πρώτης ημέρας υπερέβη το 30%.
- Σε ορισμένες εταιρίες η απόδοση της πρώτης ημέρας υπερέβη το 100%.

Που οφείλονται οι Αποδόσεις της πρώτης Ημέρας;

- Υπάρχει μια εγγενής σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ της εταιρίας και της επενδυτικής τράπεζας, επειδή η τράπεζα έχει κίνητρο να καθορίσει μια χαμηλή τιμή:
 - Για να ικανοποιήσει τους χρηματιστές- πελάτες της.
 - Για να διευκολύνει την πώληση της έκδοσης.
- Η εταιρία θα ήθελε μίαν υψηλή τιμή..
- Σημειώνεται ότι οι αρχικοί μέτοχοι πωλούν γενικά ένα μικρό μέρος των μετοχών τους και επομένως επωφελοούνται με την αύξηση των τιμών.
- Αν η πρώτη έκδοση εξελιχθεί καλά, οι επόμενες θα είναι πιο εύκολες.

Ποιες είναι οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των Επενδυτών σε μια Αρχική Δημόσια Προσφορά;

- Μέσα στα επόμενα δύο χρόνια οι αποδόσεις θα είναι μικρότερες εκείνων ενός χαρτοφυλακίου παρόμοιων μετοχών που δεν πουλήθηκαν σε Αρχικές Δημόσιες Προσφορές.
- Η τιμή της Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς είναι χαμηλή κατά μέσον όρο και η πωλήσεις της πολύ υψηλές.

Ποια είναι τα Άμεσα Κόστη της Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς;

- Οι επενδυτικές τράπεζες χρεώνουν ένα περιθώριο της τάξης του 7% μεταξύ της τιμής που πληρώνουν στην εκδότρια εταιρία και της τιμής στην οποία πουλούν τις μετοχές στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό.
- Οι αμοιβές δικηγόρων και ελεγκτών – λογιστών, η εκτύπωση του ενημερωτικού δελτίου μπορούν να υπερβούν το ποσό των €400.000.

Ποια είναι τα Άμεσα Κόστη της Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς;

- Χρήματα που «έμειναν στο τραπέζι» (δηλ. χάθηκαν)
 - (Τελική τιμή πρώτης ημέρας – Τιμή προσφοράς) x Αριθμό μετοχών
- Η προετοιμασία μιας Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς απαιτεί ένα μεγάλο μέρος της προσοχής των διευθυντικών στελεχών τους μήνες που προηγούνται της προσφοράς.

Τι είναι η Απόσχιση Κλάδου;

- Η **απόσχιση κλάδου** (*equity carve-out* ή *spin-out*) είναι μια ειδική Αρχική Δημόσια Προσφορά με βάση την οποία μια εισηγμένη εταιρία μετατρέπεται σε θυγατρική σε μια ξεχωριστή εισηγμένη εταιρία πουλώντας μετοχές της σε επενδυτές.
- Η μητρική εταιρία διατηρεί τυπικά ένα ποσοστό ελέγχου στην θυγατρική.

Άλλοι τρόποι Άντλησης Κεφαλαίων από τις Κεφαλαιαγορές

- Εποχικές ή Δευτερογενείς προσφορές
 - Στο κοινό
 - Με ιδιωτική τοποθέτηση (Private placement of public equity - PIPE)
- Ιδιωτικές τοποθετήσεις
- Τιτλοποιήσεις απαιτήσεων

Η σημασία της Δευτερογενούς Αγοράς σε μια Αρχική Δημόσια Προσφορά

- 1. *Μετασχηματισμός χρονικής διάρκειας*. Επένδυση για μικρό χρονικό διάστημα.
- 2. *Μετασχηματισμός κινδύνου*. Μόνο μία μετοχή.
- 3. *Ρευστότητα*. Χωρίς μια αγορά για την πώληση μετοχών, οι επενδύσεις στις εταιρίες δεν θα ήταν ελκυστικές .
- 4. *Αποτίμηση*. Η αγορά μετοχικών τίτλων μοιάζει με ένα μεγάλο μηχανισμό αποτίμησης, ο οποίος αποφασίζει ποιες επενδύσεις είναι επικερδείς και ποιες αποτυγχάνουν.

Ρύθμιση της Δευτερογενούς Αγοράς (το παράδειγμα των ΗΠΑ)

- 1. Χρηματιστήρια.
- 2. Εσωτερική διαπραγμάτευση.
- 3. Χειραγώγηση της αγοράς.
- 4. Πληρεξούσια. τον έλεγχο των πληρεξουσιοδοτήσεων των μετόχων
- Και άλλα... Στο Ηνωμένο Βασίλειο υπάρχει η Financial Services Authority

Άλλοι τρόποι Άντλησης Κεφαλαίων από τις Κεφαλαιαγορές

- Εποχιακές ή Δευτερογενείς Προσφορές
– Πρόσθετες μετοχές
- Στην Μεγάλη Βρετανία, η διαδικασία αυτή καλείται προσφορά δικαιωμάτων (*rights issue*) ή προσφορά δικαιωμάτων προτίμησης (*pre - emptive rights issue*).

Άλλοι τρόποι Άντλησης Κεφαλαίων από τις Κεφαλαιαγορές

Έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης στην Βρετανία

$$\text{θεωρητική τιμή μετά την έκδοση δικαιωμάτων} = \frac{n_o P_o + n_1 P_1}{n_o + n_1}$$

$$£1,9 = \frac{100.000 \times 2 + 50.000 \times 1,7}{150.000}$$

$$\text{αξία δικαιώματος ανά νέα μετοχή} = P_t - P_i$$

$$£0,20 = £1,9 - £1,7$$

18-3

όπου

n_o = ο αριθμός των παλαιών μετοχών ($n_{\text{old shares}}$)

P_o = η τιμή των παλαιών μετοχών ($P_{\text{old price}}$)

n_1 = ο αριθμός των νέων μετοχών ($n_{\text{new shares}}$)

P_1 = η τιμή των νέων μετοχών ($P_{\text{new price}}$)

P_t = η θεωρητική τιμή μετά την έκδοση των δικαιωμάτων ($P_{\text{theoretical ex-rights}}$)

P_i = η τιμή της νέας έκδοσης ($P_{\text{issue price}}$)

Άλλοι τρόποι Άντλησης Κεφαλαίων από τις Κεφαλαιαγορές

- Προσφορά δικαιωμάτων στην Μεγάλη Βρετανία
- Ιδιωτική τοποθέτηση μετοχών
- Ιδιωτική τοποθέτηση χρέους
- Τιτλοποίηση απαιτήσεων: η CIT Group παρέχει χρηματοδοτικές μισθώσεις εξοπλισμού (ο ιδιοκτήτης ενός περιουσιακού στοιχείου δένει σε ένα τρίτο πρόσωπο το δικαίωμα χρήσης του στοιχείου αυτού με καταβολή μισθώματος). Το 2009, η CIT πούλησε γραμμάτια ύψους \$954 εκατομμυρίων που ήταν τιτλοποιημένα με συμβόλαια μίσθωσης εξοπλισμού.

Η Απόφαση της Εκούσιας Αποχώρησης από το Χρηματιστήριο

- **Μοχλευμένη εξαγορά** (*leveraged buy-out*). (άντληση μεγάλης χρηματοδότησης για την αγορά της εταιρίας π.χ., αγορά της Manchester United από την οικογένεια Glazer)
- **Εξαγορά από τη διοίκηση της εταιρίας** (*management buy-out*)

Βασικά Πλεονεκτήματα της Εκούσιας Διαγραφής

- (1) Μείωση του κόστους διαχείρισης,
- (2) Αυξημένα κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη,
- (3) Αύξηση της ευελιξίας της διοίκησης,
- (4) Αυξημένη επίβλεψη και συμμετοχή των μετόχων
- (5) Αυξημένη χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης

Διαχείριση των Κινδύνων του Χρέους Μέσω της Χρηματοδότησης Έργου

- Το 1299, το Αγγλικό Στέμμα διαπραγματεύτηκε ένα δάνειο με έναν έμπορο της Φλωρεντίας, το οποίο συμφωνήθηκε να αποπληρωθεί σε ένα έτος από τα κέρδη των μεταλλείων ασημιού του Devon.
- Οι χρηματοδότες του έργου δεν έχουν δικαίωμα αναγωγής (*recourse*) εναντίον των αναδόχων που σχηματίζουν μίαν Εταιρία Ειδικού Σκοπού: με άλλα λόγια οι χρηματοδότες πρέπει να πληρωθούν από τις ταμειακές ροές/έσοδα του έργου και από τα ίδια κεφάλαια των αναδόχων στο έργο, επειδή δεν έχουν αξιώσεις επί των περιουσιακών στοιχείων των αναδόχων.