

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΚΙΝΗΤΡΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.	10
3.1 Ιστορική Αναδρομή – Περιβάλλον Ελληνικού Χρηματιστηρίου.....	10
3.2 Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Αγορά Αξιών.....	13
3.2.1 Κριτήρια Ένταξης Μετοχών Νεοεισερχομένων Εταιρειών στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.....	13
3.2.2 Κριτήρια Ένταξης Μετοχών Νεοεισερχομένων Εταιρειών στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης.....	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΝΕΟΕΙΣΑΧΘΕΙΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α. ΜΕ ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΣΦΟΡΑ.....	22
4.1 Προετοιμασία Φακέλου Αίτησης Εισαγωγής.....	22
4.1.1 Ενημερωτικό Δελτίο	23
4.2 Στάδιο Αξιολόγησης Αίτησης Εισαγωγής.....	25
4.2.1 Διαδικασία Διενέργειας Δημόσιας Προσφοράς.....	26
4.2.2 Προσδιορισμός Τιμής Διάθεσης.....	28
4.2.1 Διαδικασίες Κατανομής Μετοχών.....	29
4.3 Στάδιο Έγκρισης Εισαγωγής.....	31
4.4 Στάδιο Έναρξης Διαπραγμάτευσης.....	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΝΕΟΕΙΣΕΡΧΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α. ΚΑΙ ΚΟΣΤΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ.....	34
5.1 Υποχρεώσεις Νεοεισερχομένων Εταιρειών στο Χ.Α.	34
5.1.1 Υποχρεώσεις Τακτικής Ενημέρωσης ή Περιοδικής Ενημέρωσης.....	35
5.1.2 Υποχρεώσεις Έκτακτης Ενημέρωσης.....	36
5.2 Κόστη Εισαγωγής Νεοεισερχομένων Εταιρειών στο Χ.Α.	39
5.2.1 Διοικητικές Δαπάνες.....	39
5.2.2 Οικονομικές Υποχρεώσεις.....	39

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ - Η ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗΣ.....	42
6.1 Θεωρίες και Βιβλιογραφία Υποτίμησης Αρχικών Εισαγωγών με Δημόσια Προσφορά.....	44
6.1.1 Υπόθεση Ύπαρξης Συνθηκών Τέλειας Πληροφόρησης.....	45
6.1.1.α Θεωρίες Μείωσης Κινδύνου Αναδοχής.....	45
6.1.1.β Θεωρίες Εξασφάλισης Έναντι Νομικών Κινδύνων.....	46
6.1.1.γ Θεωρίες Υπερκάλυψης – Ρευστότητας – Διασποράς.....	46
6.1.2 Υπόθεση Ύπαρξης Συνθηκών Ατελούς Πληροφόρησης.....	47
6.1.2.α Θεωρίες Σήμανσης.....	47
6.1.2.β Θεωρίες Ασυμμετρίας Πληροφοριών Αναδόχου.....	48
6.1.2.γ Θεωρίες Ασυμμετρίας Πληροφοριών Επενδυτών.....	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	54
7.1 Περιγραφή Δείγματος - Στοιχεία Εισαγωγής 2003 – 2006.....	54
7.2 Μεθοδολογία.....	62
7.2.1 Απλές Αποδόσεις.....	63
7.2.2 Επιπλέον ή Υπερβάλλουσες Αποδόσεις.....	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	65
8.1 Συγκεντρωτικά Αποτελέσματα.....	65
8.2 Αποτελέσματα ανά Αγορά – Κατηγορία Εισαγωγής.....	68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	74
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	77
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 : ΔΙΚΑΙΟΛΟΓΗΤΙΚΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΓΙΑ ΠΡΩΤΗ ΦΟΡΑ ΣΤΟ Χ.Α.	81

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ - ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1	: Μέση Υποτιμολόγηση Αρχικών Εισαγωγών 38 Χωρών.....	43
ΠΙΝΑΚΑΣ 2	: Μέση Αρχική Απόδοση Αρχικών Εισαγωγών στο Χ.Α.	44
ΠΙΝΑΚΑΣ 3	: Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α. και Γ.Δ., 2000-2006.....	55
ΠΙΝΑΚΑΣ 4	: Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α., 2003-2006.....	56
ΠΙΝΑΚΑΣ 5	: Εκδόσεις Μετοχικών Τίτλων με Δημόσια Εγγραφή στο Χ.Α. ανά Αγορά, 2001-2006.....	61
ΠΙΝΑΚΑΣ 6	: Εκδόσεις Μετοχικών Τίτλων με Δημόσια Εγγραφή στο Χ.Α., 2000-2006	61
ΠΙΝΑΚΑΣ 7	: Απλές και Επιπλέον – Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Μετοχών Νεοεισαχθεισών Εταιρειών με Δημόσια Εγγραφή στο Χ.Α., 2003-2006.....	66
ΠΙΝΑΚΑΣ 8	: Απλές και Επιπλέον – Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Μετοχών Νεοεισαχθεισών Εταιρειών με Δημόσια Εγγραφή στην Κύρια Αγορά του Χ.Α., 2003-2006.....	69
ΠΙΝΑΚΑΣ 9	: Απλές και Επιπλέον – Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Μετοχών Νεοεισαχθεισών Εταιρειών με Δημόσια Εγγραφή στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α., 2003-2006.....	71
ΠΙΝΑΚΑΣ 10	: Απλές και Επιπλέον – Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Μετοχών Νεοεισαχθεισών Εταιρειών με Δημόσια Εγγραφή στη ΝΕ.Χ.Α. του Χ.Α., 2003-2006	72
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1	: Αντληθέντα Κεφάλαια από Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α., 1996-2006.....	60

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Χρηματιστηριακή Αγορά αποτελεί ένα από τα αποτελεσματικότερα μέσα για να αντλήσουν οι επιχειρήσεις τα απαραίτητα κεφάλαια, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους προγράμματα και να επεκταθούν σε νέες αγορές. Η εισαγωγή μίας εταιρείας στο Χρηματιστήριο της παρέχει τη δυνατότητα ανάπτυξης των εργασιών της, βελτίωσης της ανταγωνιστικότητάς της και ισχυροποίησης της θέσης της στην Αγορά.

Προκειμένου να ενταχθεί μία εταιρεία στο Χρηματιστήριο θα πρέπει να ακολουθήσει μία διαδικασία κατά την οποία το ευρύ επενδυτικό κοινό συμμετέχει σ' αυτή, μέσω της Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς (Initial Public Offering, IPO). Ειδικότερα για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών θα πρέπει να πληροί μία σειρά από προϋποθέσεις που συνθέτουν το θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργούν οι αγορές του Χ.Α. Με την πρόσφατη αναδιάρθρωση του ελληνικού Χρηματιστηρίου και των αγορών του το Νοέμβριο του 2005, διαμορφώθηκε ένα νέο θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας του, εκφρασμένο με το νέο Κανονισμό του που αξίζει να μελετηθεί.

Η πληρότητα των κριτηρίων ένταξης μίας εταιρείας στις Κατηγορίες διαπραγμάτευσης του Χ.Α., σε συνδυασμό με ένα διαδικαστικό πλαίσιο που πρέπει να ακολουθηθεί, αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την εισαγωγή των μετοχών της, αλλά δεν τη διασφαλίζει. Η επιτυχία μιας αρχικής Δημόσιας Προσφοράς, εξαρτάται μεταξύ άλλων και από την ορθή αποτίμηση της εσωτερικής αξίας της μετοχής της επιχείρησης, τέτοια που να αντικατοπτρίζεται στον καθορισμό της τιμής εισαγωγής της. Ο καθορισμός της τιμής διάθεσης ανατίθεται στους Συμβούλους και Αναδόχους της έκδοσης, προκειμένου για τον ορθότερο υπολογισμό της και την αποφυγή κινδύνου υπερτιμολόγησης ή υποτιμολόγησης των μετοχικών τίτλων, φαινόμενα που οδηγούν αφενός στη μη διάθεση του πλήθους των μετοχών ή στην υπερκάλυψη της έκδοσης αντιστοίχως και αφετέρου στην μετακύλιση του πλούτου και του διαχειριστικού ελέγχου από τους νέους στους παλαιούς μετόχους και αντίστροφα.

Η συμπεριφορά των τιμών των νεοεισερχομένων εταιρειών είναι ένα ιδιαίτερα δημοφιλές θέμα προς εξέταση, ενώ τα αποτελέσματα θεωρητικών και εμπειρικών

μελετών και η βιβλιογραφία διεθνώς, παρουσιάζουν το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των αρχικών Δημοσίων Προσφορών ως κοινό χαρακτηριστικό των νεοεισαγόμενων μετοχών τόσο στην ελληνική όσο και στη διεθνή χρηματιστηριακή αγορά. Η ύπαρξη του φαινομένου και οι αιτίες εισαγωγής των μετοχικών τίτλων σε τιμές χαμηλότερες απ' αυτές που διαμορφώνονται κατά τη διάρκεια της διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο, αποτελούν αντικείμενο ανάλυσης πλήθους θεωριών.

Η εργασία αυτή έχει σκοπό να εξετάσει την εισαγωγή των εταιρειών και την πορεία των μετοχών τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών για πρώτη φορά με Δημόσια Προσφορά κατά τη χρονική περίοδο 2003–2006 (30/06/06). Πιο συγκεκριμένα εξετάζονται οι νέες συνθήκες εισαγωγής στην ενιαία αγορά του Χρηματιστηρίου, όπως αυτή διαμορφώθηκε μετά την αλλαγή του Κανονισμού του στις 25 Νοεμβρίου 2005.

Αντικείμενο μελέτης αποτελούν επίσης η εξέταση του φαινομένου της υποτιμολόγησης των Δημοσίων Προσφορών των μετοχών των νεοεισαχθεισών εταιρειών και η απόδοση των τιμών των μετοχών αυτών, από την ημερομηνία εισαγωγής τους και κατά την πρώτη ημέρα, τον πρώτο και δεύτερο μήνα και ένα έτος αργότερα από την έναρξη διαπραγμάτευσής τους.

Συγκεκριμένα η εργασία αναπτύσσεται ως εξής: Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα κίνητρα που έχει μία εταιρεία προκειμένου για την εισαγωγή των μετοχών της στο Χ.Α. Στο τρίτο κεφάλαιο περιγράφονται οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί μία εταιρεία προκειμένου να αιτηθεί την εισαγωγή της, όπως αυτές διαμορφώνονται με το νέο Κανονισμό του Χ.Α. Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται η διαδικασία εισαγωγής με Δημόσια Προσφορά. Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι υποχρεώσεις και τα κόστη εισαγωγής και διαπραγμάτευσης των νεοεισαχθεισών εταιρειών στο Χ.Α. Στο έκτο κεφάλαιο γίνεται μία συνοπτική παρουσίαση των μελετών και θεωριών που έχουν αναπτυχθεί σχετικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των αρχικών εισαγωγών με Δημόσια Προσφορά. Στο έβδομο κεφάλαιο παρουσιάζεται το εξεταζόμενο δείγμα των τιμών των μετοχών που εισήχθησαν στο Χ.Α. κατά την περίοδο 2003–2006 με Δημόσια Προσφορά και η μεθοδολογία αποτίμησης των αποδόσεών τους. Στο όγδοο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της ανάλυσης του δείγματος. Τέλος, στο ένατο κεφάλαιο αναλύονται τα συμπεράσματα που διεξάγονται από τη μελέτη των στοιχείων αυτών και η επικρατούσα κατάσταση στο Χ.Α. την εξεταζόμενη περίοδο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΚΙΝΗΤΡΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.

Μία εταιρεία που αποφασίζει να προβεί στην αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με Δημόσια Εγγραφή και την εισαγωγή της στη Χρηματιστηριακή Αγορά στοχεύει κυρίως στην άντληση κεφαλαίων για τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής της θέσης και την υλοποίηση των επενδυτικών της σχεδίων. Αναλυτικότερα, τα κίνητρα μιας εταιρείας για τη διάθεση μέρους των μετοχών της στο ευρύ επενδυτικό κοινό και την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο είναι τα εξής:

A. Αύξηση Ρευστότητας Επένδυσης και Διαφοροποίηση Κινδύνου. Η ανάπτυξη μιας επιχείρησης απαιτεί την τοποθέτηση μεγάλων κεφαλαίων των ιδιοκτητών στην επιχείρηση. Οι μετοχές μιας εταιρείας μη εισηγμένης στο Χρηματιστήριο έχουν πολύ περιορισμένη δυνατότητα ρευστοποίησης και κατά συνέπεια οι μέτοχοι που επιθυμούν να ρευστοποιήσουν τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει σ'αυτήν είτε αδυνατούν να βρουν αγοραστή, είτε έχουν δυσκολία καθορισμού μιας κοινώς αποδεκτής τιμής συναλλαγής. Κατά συνέπεια οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερη απόδοση από μετοχές με χαμηλή σε σχέση με μετοχές με υψηλή ρευστότητα, τις οποίες μπορούν να ρευστοποιήσουν όποτε επιθυμούν. Με την εισαγωγή της επιχείρησης στη Χρηματιστηριακή Αγορά καθορίζεται αντικειμενικά μέσω της προσφοράς και της ζήτησης η αγοραστική αξία των μετοχών και επιτυγχάνεται η αύξηση του βαθμού ρευστότητάς τους, με αποτέλεσμα να μειώνεται σημαντικά το κόστος κεφαλαίων της επιχείρησης.

Συνάμα οι ιδιοκτήτες έχουν τη δυνατότητα αποφυγής της τοποθέτησης όλων των κεφαλαίων τους σε μία μόνο επιχείρηση και τη διασπορά του επιχειρηματικού τους κινδύνου με αποτέλεσμα την καλύτερη διαχείριση του επενδυτικού κεφαλαίου, τη μείωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης και την κατανομή των κεφαλαίων της σε πιο αναπτυξιακά και αποδοτικά επενδυτικά σχέδια.

B. Δυνατότητα Άντλησης Νέων Κεφαλαίων από την Κεφαλαιαγορά. Μία αναπτυσσόμενη επιχείρηση, προκειμένου να αναπτύξει τα επιχειρηματικά της σχέδια, έχει ανάγκη από νέα κεφάλαια. Επειδή τα κεφαλαιακά αποθέματα των υφιστάμενων

μετόχων μπορεί είτε να βρίσκονται σε στενότητα, είτε να μην είναι διαθέσιμα λόγω του μεγάλου επενδυτικού κινδύνου που θα πρέπει να αναλάβουν οι μέτοχοι αυξάνοντας τη συμμετοχή τους στην ίδια επιχείρηση, δεν μπορούν να εγγυηθούν την κάλυψη των διαρκώς αυξανόμενων αναγκών χρηματοδότησης. Παράλληλα η διαφυγή σε τραπεζικό δανεισμό ενέχει μεγάλο κόστος και περιορισμένη δυνατότητα χορήγησης μεγάλων κεφαλαίων για την κάλυψη αναπτυξιακών επενδυτικών σχεδίων.

Έτσι καθίσταται αναγκαία η άντληση μετοχικού κεφαλαίου από νέους μετόχους, που όμως είναι σχεδόν αδύνατη η προσέλκυσή τους, όσο οι υφιστάμενοι μέτοχοι διατηρούν υψηλό βαθμό διαχειριστικού και διοικητικού ελέγχου της επιχείρησης δημιουργώντας ένα απαγορευτικό κλίμα ανασφάλειας και λήψης μεγάλου κινδύνου στους νέους επενδυτές. Με την εισαγωγή της η εταιρεία στη Χρηματιστηριακή Αγορά με Δημόσια Προσφορά νέων μετοχών αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο και εκχωρεί μέρος του διαχειριστικού της ελέγχου σε μεγάλο αριθμό μετόχων, που μπορούν να καλύψουν τις ανάγκες άντλησης νέων κεφαλαίων της επιχείρησης. Η πληρότητα των προϋποθέσεων για την εισαγωγή μίας εταιρείας στο Χρηματιστήριο και οι διαρκείς έλεγχοι και εποπτεία κατά τη διαπραγμάτευση των μετοχών της από τις χρηματιστηριακές αρχές προσδίδει μια επιβεβαίωση εμπιστοσύνης των διοικητικών στελεχών της επιχείρησης για το μέλλον της.

Η εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο συνοδεύεται επίσης με τη δημοσιοποίηση αρκετών πληροφοριακών εγγράφων και στοιχείων, δίνοντας έτσι τη δυνατότητα στους ενδιαφερόμενους επενδυτές να παρακολουθούν όλες τις δραστηριότητες της επιχείρησης.

Συνεπώς η εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στο Χρηματιστήριο επηρεάζει θετικά τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού σχετικά με τη μελλοντική πορεία της, αυξάνει το κύρος της εξασφαλίζοντας έτσι υψηλότερη αγοραία μετοχική αξία και προσελκύει διαρκώς νέους επενδυτές. Μ' αυτόν τον τρόπο δημιουργείται για την εισηγμένη εταιρεία μία πηγή διαρκούς άντλησης νέων κεφαλαίων.

Γ. Αποτίμηση της εταιρείας βάσει των κριτηρίων της Αγοράς και αύξηση της αξίας της. Η εισαγωγή μίας εταιρείας στο Χρηματιστήριο συνεπάγεται τη συνεχή αξιολόγηση των μετοχών της και επομένως οι επιχειρηματικές της αποφάσεις παρακολουθούνται άγρυπνα και αξιολογούνται συνεχώς από το επενδυτικό κοινό, επιτυγχάνοντας έτσι τον διαρκή επανακαθορισμό της αγοραστικής αξίας των μετοχών της, κατόπιν των

συνεχών διαπραγματεύσεων που πραγματοποιούνται στα πλαίσια της αγοράς. Η διαρκής αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης της δίνει τη δυνατότητα να διαπραγματευτεί ευκολότερα σε συμφωνίες για συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες καθίστανται πλέον αναγκαίες, προκειμένου να αναπτυχθεί και να αντεπεξεχθεί στον ανταγωνισμό. Έτσι η εταιρεία μπορεί να επιτύχει ισχυρές συμμαχίες με θεσμικούς επενδυτές, με απώτερο σκοπό την επίτευξη στρατηγικών κινήσεων για την ανάπτυξή της.

Παράλληλα με την αδιάκοπη αποτίμηση των μετοχών της εισηγμένης εταιρείας προωθείται η καθιέρωση των δεσμών σύνδεσης της αμοιβής των διοικητικών στελεχών με την πορεία της μετοχής της εταιρείας. Οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών συχνά συνδέουν τον μισθό τους με παροχές σε μετοχές της επιχείρησης, γεγονός που συνδέει άμεσα το μέγεθος της αμοιβής τους με την πορεία της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της εταιρείας, ενώ προσελκύει στελέχη με έντονα στοιχεία δημιουργικότητας, υποκίνησης και επιχειρηματικότητας με διάθεση ανάληψης και υλοποίησης μακροπρόθεσμων οικονομικών στόχων. Παρομοίως, συχνά η συμμετοχή των εργαζομένων της εισηγμένης εταιρείας στο μετοχικό της κεφάλαιο, συνδέει την παραγωγικότητά τους με την τιμή της μετοχής και τη χρηματιστηριακή της αξία και κατά συνέπεια τις απολαβές τους από την κατοχή ή την πώλησή τους. Έτσι η εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο μπορεί να βελτιώσει την αποδοτικότητα της Διοίκησης και των εργαζομένων της.

Επιπροσθέτως η εισαγωγή των μετοχών μίας εταιρείας στο Χρηματιστήριο παρέχει φορολογικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τη φορολογική επιβάρυνση των κερδών και των μερισμάτων, από αυτή των μη εισηγμένων. Τέλος προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες φορολογικών ελαφρύνσεων σε μεγάλη μάζα επενδυτών, στελεχών και εργαζομένων.

Δ. Ισχυροποίηση της θέσης της εταιρείας στην Αγορά. Με την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο μία εταιρεία απολαμβάνει δωρεάν διαφήμιση από τον οικονομικό τύπο και τα λοιπά μέσα μαζικής ενημέρωσης που παρακολουθούν τις χρηματιστηριακές εξελίξεις, με αποτέλεσμα την αύξηση του κύρους της εταιρείας και τον αντίκτυπό της στην τιμή των μετοχών της. Έτσι η επιχείρηση μπορεί να διαφημίζει το επιχειρηματικό της προφίλ κατά τέτοιο τρόπο, ώστε η μετοχή της να κεντρίζει το ενδιαφέρον των επενδυτών, οι οποίοι ανταποκρίνονται ευνοϊκά στην αυξημένη

πληροφόρηση, τη μεγαλύτερη ρευστότητα και το υψηλότερο γόητρο. Αναβαθμίζοντας το κύρος της, η εταιρεία μπορεί να εξασφαλίσει οικονομικές συμφωνίες με δανειστές, προμηθευτές, εργαζομένους, πελάτες, επενδυτές και μετόχους σε κάθε επίπεδο, μειώνοντας έτσι τα κόστη κεφαλαίου της. Ακόμα η εταιρεία και τα προϊόντα της γίνονται περισσότερο γνωστά στο ευρύτερο κοινό, γεγονός που αναπτύσσει τον κύκλο εργασιών της και εξασφαλίζει τη βιωσιμότητα της εταιρείας.

Η επιλογή εισαγωγής μίας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο, είναι μία χρηματοοικονομική απόφαση που συσταθμίζει πλεονεκτήματα αλλά και μειονεκτήματα. Έτσι η επιχείρηση κάνει την τελική της επιλογή για την εισαγωγή της, μόνο εφόσον βελτιστοποιήσει τη θέση της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.

Για την εισαγωγή των μετοχών μιας εταιρείας για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο με Δημόσια Προσφορά, θα πρέπει η εταιρεία να πληροί συγκεκριμένα κριτήρια τα οποία καθορίζονται κάθε φορά από την εκάστοτε νομοθεσία του Χρηματιστηρίου που ισχύει για την Αγορά στην οποία επιθυμεί να ενταχθεί. Προκειμένου να διαμορφωθεί μία πληρέστερη εικόνα για το ελληνικό Χρηματιστήριο, τις αγορές που λειτουργούν σ' αυτό και το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να ενταχθεί μία νεοεισαχθείσα εταιρεία, ακολουθεί ιστορική αναδρομή και παρουσίαση του περιβάλλοντος του ελληνικού Χρηματιστηρίου, οι προϋποθέσεις εισαγωγής και τα κριτήρια ένταξης στις διάφορες Κατηγορίες του.

3.1 Ιστορική Αναδρομή – Περιβάλλον Ελληνικού Χρηματιστηρίου

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) ιδρύθηκε το 1876 ως κανονιστικά αυτόνομος δημόσιος φορέας και αποτέλεσε την κύρια αγορά κινητών αξιών στην Ελλάδα. Επίσημα άρχισε να λειτουργεί το 1880 όπου και εκλέχτηκε η πρώτη Διοικούσα Επιτροπή. Ως πρώτα αντικείμενα διαπραγμάτευσης ήταν οι μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων.

Το 1909 ορίστηκε με βασιλικό διάταγμα ως ο πρώτος οργανωμένος χώρος εκτέλεσης συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους του Δημοσίου, Τραπεζών και Ανωνύμων Εταιρειών. Το 1918 μετατράπηκε σε νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου εποπτευόμενο από το κράτος, ενώ από το 1928 με τον Νόμο 3632 ορίστηκαν σαφώς τα ως τότε απροσδιόριστα δικαιώματα και υποχρεώσεις των συναλλασσομένων μερών του.

Το Χ.Α.Α. εκσυγχρονίσθηκε το 1988 με τον Νόμο 1806, βάσει του οποίου έγιναν ουσιαστικές μεταρρυθμίσεις με την εισαγωγή νέων εννοιών και θεσμών στη λειτουργία της Χρηματιστηριακής Αγοράς και την εφαρμογή του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών. Το 1989 ιδρύθηκε μια δευτερεύουσα αγορά κινητών αξιών, η Παράλληλη Αγορά, στην οποία εισήχθησαν μετοχές μικρομεσαίων επιχειρήσεων και

το 1999 συστάθηκε η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά, στην οποία εισήχθησαν μετοχές μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων εταιρειών.

Το 1995 το Χ.Α.Α. απέκτησε νομική μορφή Ανώνυμης Εταιρείας με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο, ενώ από το 1997 τέθηκε το πλαίσιο ιδιωτικοποίησής του. Με την ίδρυση από τους μετόχους του, το 2000, της εταιρείας συμμετοχών «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών» (Ε.Χ.Α.Ε.), οι μετοχές του Χρηματιστηρίου εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση.

Το 2002 η «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.» (Χ.Α.Α.) και η «Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε.», αμφότερες θυγατρικές της Ε.Χ.Α.Ε., συγχωνεύτηκαν δημιουργώντας τη νέα εταιρεία με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.» (Χ.Α.).

Τέλος το 2005 έγιναν μια σειρά από ενέργειες προκειμένου να αναδιαρθρωθεί και να ολοκληρωθεί το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο που ρυθμίζει τον τρόπο λειτουργίας του, κάτω από το πρίσμα των εξελίξεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και την ανάπτυξη διεθνών συνεργασιών με σκοπό την ενίσχυση της θέσης της ελληνικής αγοράς. Έτσι, με τη θέσπιση του Νόμου 3371/05, διαμορφώθηκε ένα νέο βασικό θεσμικό πλαίσιο μέσω του οποίου το Χρηματιστήριο Αθηνών, σαν διαχειριστής οργανωμένης αγοράς, απέκτησε πλήρη ελευθερία στη διάρθρωση των αγορών που εξυπηρετεί.

Με την εκ νέου σύνταξη του κανονισμού του, που άλλαξε την κατηγοριοποίηση των εταιρειών, το ωράριο λειτουργίας και τους κανόνες διαπραγμάτευσης, το Χ.Α. εισήγαγε μία σειρά από νέα χαρακτηριστικά σχετικά με τη βελτίωση των συνθηκών λειτουργίας της Χρηματιστηριακής Αγοράς σε επίπεδο προϊόντων, υπηρεσιών, νομικού πλαισίου, τιμολογιακής πολιτικής και επενδυτικής δραστηριότητας.

Σύμφωνα με τον νέο κανονισμό στο Χ.Α. λειτουργούν δύο αγορές, η Αγορά Αξιών και η Αγορά Παραγώγων. Με την κατάργηση των υφιστάμενων αγορών, όλες οι εισηγμένες μετοχές στην Αγορά Αξιών διαπραγματεύονται πλέον σε μία ενιαία αγορά, η οποία διακρίνεται σε πέντε Κατηγορίες.

Με κριτήρια την κεφαλαιοποίηση, την εμπορευσιμότητα, τη διασπορά και τη μεταβλητότητα των μετοχών τους η νέα κατηγοριοποίηση ισχύει και για τις ήδη εισηγμένες εταιρείες ως εξής:

➤ Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης

Στην Κατηγορία αυτή εντάχθηκαν όλες οι κατηγορίες μετοχών εκδοτριών εταιρειών που είχαν συνολική κεφαλαιοποίηση μεγαλύτερη από €100.000.000 με βάση το μέσο όρο του εξαμήνου 1-4-2005 έως 30-9-2005, και με την προϋπόθεση ότι δεν υπήρχε αντίθετο αίτημα της εκδότριας, το οποίο θα έπρεπε να είχε υποβληθεί στο Χ.Α. τουλάχιστον μέχρι τις 21 Νοεμβρίου 2005. Πρόκειται για 88 εισηγμένες εταιρείες (92 μετοχές κοινές και προνομιούχες).

➤ Κατηγορία Μεσαίας – Μικρής Κεφαλαιοποίησης

Στην Κατηγορία αυτή εντάχθηκαν 217 εισηγμένες εταιρείες (227 μετοχές κοινές και προνομιούχες), οι οποίες είχαν κεφαλαιοποίηση μικρότερη των €100.000.000 ή εταιρείες με μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση που δεν πληρούσαν τα πρόσθετα κριτήρια ένταξης στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης και δεν ανήκαν στις Κατηγορίες Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών και Επιτήρησης.

➤ Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών

Στην Κατηγορία αυτή εντάχθηκαν 5 εισηγμένες εταιρείες με αρνητικές εξελίξεις στην οικονομική τους πορεία καθώς και οι εταιρείες, οι οποίες ανήκαν στις υφιστάμενες Κατηγορίες, χαμηλής ρευστότητας και χαμηλής παραγωγικής δραστηριότητας.

➤ Κατηγορία Επιτήρησης

Στην Κατηγορία αυτή εντάχθηκαν 18 εισηγμένες εταιρείες (22 μετοχές κοινές και προνομιούχες), οι οποίες ανήκαν στην υφιστάμενη Κατηγορία υπό επιτήρηση.

➤ Κατηγορία Αξιών Σταθερού Εισοδήματος

Στην Κατηγορία αυτή εντάχθηκαν οι ομολογίες και οι λοιποί τίτλοι σταθερού εισοδήματος.

Εταιρείες υπό Αναστολή Διαπραγμάτευσης

Όσες κινητές αξίες τελούσαν υπό Αναστολή Διαπραγμάτευσης παραμένουν σε διαπραγμάτευση (34 εισηγμένες εταιρείες και 40 μετοχές).

Παρατήρηση:

Οι προνομιούχες μετοχές μιας εταιρείας εντάσσονται στην Κατηγορία στην οποία εντάσσονται οι κοινές μετοχές σύμφωνα με τα κριτήρια αξιολόγησης.

Οι κινητές αξίες που εισάγονται για πρώτη φορά στο Χ.Α. εντάσσονται σε μια από τις Κατηγορίες:

- ✓ Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (Big Cap)
- ✓ Μεσαίας – Μικρής Κεφαλαιοποίησης (Mid & Small Cap) και
- ✓ Αξιών Σταθερού Εισοδήματος.

3.2 Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Αγορά Αξιών

3.2.1 Κριτήρια ένταξης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.

Οι βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί μία νεοεισαχθείσα εταιρεία, προκειμένου να ενταχθεί κατά την εισαγωγή των κινητών αξιών της στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης, είναι οι εξής:

- Να διαθέτει, κατά την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων €15.000.000, υπολογιζόμενα σε ενοποιημένη βάση. Σε περίπτωση μη ενοποίησης άλλων εταιρειών το κριτήριο αυτό θα πρέπει να πληρείται από την ίδια την αιτούσα εταιρεία.
- Να έχει ύψος συνολικής κεφαλαιοποίησης τουλάχιστον €100.000.000, όπως διαμορφώνεται με βάση τη μικρότερη τιμή του εύρους τιμών της Δημόσιας

Προσφοράς επί τον αριθμό των μετοχών προς εισαγωγή, κατά τον χρόνο υποβολής της αίτησης.

- Να έχει δημοσιεύσει για 3 τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις πριν την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει.

Οι εν λόγω απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις πρέπει να έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει τόσο αυτές όσο και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να έχουν επίσης ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή.

Σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία έχει βραχύτερο βίο, η εισαγωγή της μπορεί να επιτραπεί με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η έγκριση αυτή μπορεί να δοθεί εφόσον κριθεί ότι μια τέτοια παρέκκλιση προβλέπεται από ειδικό νόμο ή επιβάλλεται από ειδικούς λόγους που αφορούν στην εταιρεία, ενώ παρέχεται στο επενδυτικό κοινό πλήρης και επαρκής πληροφόρηση για να σχηματίσει σαφή γνώμη τόσο για την εταιρεία, όσο και για τους τίτλους προς διαπραγμάτευση, τους οποίους αφορά η αίτηση εισαγωγής.

- Να εμφανίζει κατ' ελάχιστον κέρδη προ φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας τριετίας ύψους €12.000.000 και όχι λιγότερα από €3.000.000 ανά έτος ή EBITDA (κέρδη προ φόρων χρηματοδοτικών επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων) τριετίας τουλάχιστον €16.000.000 και όχι λιγότερο από €4.000.000 ανά έτος, υπολογιζόμενα σε ενοποιημένη βάση. Σε περίπτωση μη ενοποίησης άλλων εταιρειών το κριτήριο αυτό θα πρέπει να πληρείται από την ίδια την αιτούσα εταιρεία.

Η προϋπόθεση αυτή δεν απαιτείται σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία υποχρεούται λόγω ειδικών διατάξεων να υποβάλει αίτηση εισαγωγής στο Χ.Α. εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος ή έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για λιγότερες από 3 οικονομικές χρήσεις και λαμβάνει έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Δεν εφαρμόζεται επίσης αν η εταιρεία έχει κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση με το μέσο όρο της σταθμισμένης

κεφαλαιοποίησης των τριών εισηγμένων εταιρειών με τη μικρότερη συμμετοχή βάρους στο δείκτη FTSE ASE 20.

- Η διασπορά των μετοχών της στο κοινό να είναι επαρκής, το αργότερο κατά τον χρόνο λήψης της απόφασης εισαγωγής της στην Αγορά Αξιών. Ως εκ τούτου, οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής να είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας Κατηγορίας και σε τουλάχιστον 2.000 πρόσωπα, από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών αυτών. Επιπροσθέτως η διασπορά μπορεί να κριθεί από το Χ.Α. επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών αυτής της Κατηγορίας και της έκτασης διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερο από το ανωτέρω ποσοστό.

Σε περίπτωση που δεν έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών, επιτρέπεται κατ' εξαίρεση η εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών, εφόσον έχει επιτευχθεί διασπορά σε ποσοστό όχι κατώτερο του 5% και εφόσον για την επίτευξη της διασποράς μετά την εισαγωγή χρησιμοποιηθεί συγκεκριμένη διαδικασία-μέθοδος διαπραγμάτευσης.

- Οι χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής μετοχών της, για τις οποίες έχουν δημοσιευτεί οι απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις, να έχουν ελεγχθεί φορολογικά. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει να έχουν ελεγχθεί φορολογικά και οι αντίστοιχες χρήσεις των επιμέρους εταιρειών που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις.
- Να διαθέσει, με Δημόσια Προσφορά μετοχές συνολικής αξίας τουλάχιστον €2.000.000.
- Τόσο η νομική όσο και η οικονομική της κατάσταση, ο κλάδος που δραστηριοποιείται και η πορεία του, η διοίκηση και διαχείριση των εταιρικών της υποθέσεων και η ποιότητα των διαδικασιών της εταιρικής της διακυβέρνησης, να

προσδίδουν αξιοπιστία και καταλληλότητα στις προσφερόμενες για εισαγωγή μετοχές της στη συγκεκριμένη αγορά.

- Η νομική κατάσταση των μετοχών της, να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται. Οι μετοχές της να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες, τα κεφάλαιά της να μην είναι τοποθετημένα κατά κύριο λόγο σε άλλες εισηγμένες εταιρείες και στην αίτηση εισαγωγής της να συμπεριλαμβάνονται προς διαπραγμάτευση οι εκδοθείσες μετοχές της ίδιας Κατηγορίας.

Πρόσθετες προϋποθέσεις πρέπει να ισχύουν για τις ασφαλιστικές, κατασκευαστικές, ακτοπλοϊκές, θαλάσσιας περιήγησης, εμπορίας αυτοκινήτων και ποντοπόρου ναυτιλίας εταιρείες.

Μία νεοεισερχόμενη εταιρεία της οποίας οι μετοχές εντάσσονται αρχικά στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης προκειμένου για την παραμονή της στην Κατηγορία αυτή, υπόκειται σε τακτική εξαμηνιαία αναθεώρηση η οποία γίνεται κατά την πρώτη συνεδρίαση του Δ.Σ. του Χ.Α. των μηνών Οκτωβρίου και Απριλίου, εκτός και αν το Δ.Σ. ανακοινώσει κάποια άλλη ημερομηνία. Εφόσον διαπιστωθεί ότι σε δύο διαδοχικές αναθεωρήσεις οι μετοχές της εταιρείας δεν πληρούσαν τουλάχιστον ένα από τα κριτήρια αναθεώρησης, διενεργείται η μεταφορά τους από την Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης. Η μεταφορά πραγματοποιείται ακόμη και αν το κριτήριο είναι διαφορετικό σε κάθε αναθεώρηση.

Σύμφωνα με τα κριτήρια αναθεώρησης η εταιρεία πρέπει να έχει συνολική κεφαλαιοποίηση μεγαλύτερη από €100.000.000, διασπορά μεγαλύτερη του 20% και εμπορευσιμότητα σε ετήσια βάση μεγαλύτερη του 15% ή εναλλακτικά του 10%, εφόσον έχει ετήσιο μέσο όρο του spread μικρότερο από 2%, να μην συμμετέχει στον Δείκτη Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας και να αποδέχεται τις αυξημένες υποχρεώσεις πληροφόρησης που προβλέπονται για αυτήν την Κατηγορία.

3.2.2 Κριτήρια ένταξης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών στην Κατηγορία Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης.

Μία εταιρεία της οποίας οι κινητές αξίες εντάσσονται για πρώτη φορά στο Χ.Α., προκειμένου οι μετοχές της να ενταχθούν στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης, πρέπει να πληροί τις εξής προϋποθέσεις:

- Να διαθέτει, κατά την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων €3.000.000 (ή τουλάχιστον €15.000.000 χωρίς Ειδικό Σύμβουλο), υπολογιζόμενα σε ενοποιημένη βάση. Σε περίπτωση μη ενοποίησης άλλων εταιρειών το κριτήριο αυτό θα πρέπει να πληρείται από την ίδια την αιτούσα εταιρεία.
- Να έχει ύψος συνολικής κεφαλαιοποίησης ακόμα και μικρότερη των €100.000.000, όπως διαμορφώνεται με βάση τη μικρότερη τιμή του εύρους τιμών της Δημόσιας Προσφοράς επί τον αριθμό των μετοχών προς εισαγωγή, κατά τον χρόνο υποβολής της αίτησης.
- Να έχει δημοσιεύσει για 3 τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις πριν την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει.

Οι εν λόγω απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις πρέπει να έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει τόσο αυτές όσο και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να έχουν επίσης ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή.

Σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία έχει βραχύτερο βίο, η εισαγωγή της μπορεί να επιτραπεί με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η έγκριση αυτή μπορεί να δοθεί εφόσον κριθεί ότι μια τέτοια παρέκκλιση προβλέπεται από ειδικό νόμο ή επιβάλλεται από ειδικούς λόγους που αφορούν στην εταιρεία, ενώ παρέχεται στο επενδυτικό κοινό πλήρης και επαρκής πληροφόρηση για να σχηματίσει σαφή γνώμη τόσο για την εταιρεία, όσο και για τους τίτλους προς διαπραγμάτευση, τους οποίους αφορά η αίτηση εισαγωγής.

- Να εμφανίζει κατ' ελάχιστον κέρδη προ φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας τριετίας ύψους €4.000.000 και όχι λιγότερα από €1.000.000 ανά έτος ή EBITDA (κέρδη προ φόρων χρηματοδοτικών επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων) τριετίας τουλάχιστον €6.000.000 και όχι λιγότερο από €1.500.000 ανά έτος, υπολογιζόμενα σε ενοποιημένη βάση. Σε περίπτωση μη ενοποίησης άλλων εταιρειών το κριτήριο αυτό θα πρέπει να πληρείται από την ίδια την αιτούσα εταιρεία.

Η προϋπόθεση αυτή δεν απαιτείται σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία υποχρεούται λόγω ειδικών διατάξεων να υποβάλει αίτηση εισαγωγής στο Χ.Α. εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος ή έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για λιγότερες από 3 οικονομικές χρήσεις και λαμβάνει έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Δεν εφαρμόζεται επίσης αν η εταιρεία έχει κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση με το μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης των τριών εισηγμένων εταιρειών με τη μικρότερη συμμετοχή βάρους στο δείκτη FTSE ASE 20.

- Η διασπορά των μετοχών της στο κοινό να είναι επαρκής, το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης εισαγωγής της στην Αγορά Αξιών. Ως εκ τούτου, οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής να είναι κατανομημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας Κατηγορίας και σε τουλάχιστον 2.000 πρόσωπα, από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών αυτών. Επιπροσθέτως η διασπορά μπορεί να κριθεί από το Χ.Α. επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών αυτής της Κατηγορίας και της έκτασης διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερα από το ανωτέρω ποσοστό.

Σε περίπτωση που δεν έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών επιτρέπεται κατ' εξαίρεση η εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών εφόσον έχει επιτευχθεί διασπορά σε ποσοστό όχι κατώτερο του 5% και εφόσον για την επίτευξη της διασποράς μετά την εισαγωγή, χρησιμοποιηθεί συγκεκριμένη διαδικασία-μέθοδος διαπραγμάτευσης.

- Οι χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής μετοχών της για τις οποίες έχουν δημοσιευτεί οι απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις, να έχουν ελεγχθεί φορολογικά. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει να έχουν ελεγχθεί φορολογικά και οι αντίστοιχες χρήσεις των επιμέρους εταιρειών που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις.
- Να εξασφαλίσει, πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής της, τη δέσμευση όλων των μετόχων της, που κατέχουν μετοχές, η ονομαστική αξία των οποίων αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 5% του μετοχικού της κεφαλαίου, ότι δεν θα διαθέσουν με οποιονδήποτε τρόπο το 25% των μετοχών τους, κατά το πρώτο έτος μετά την εισαγωγή. Καθ' όλη τη διάρκεια της παραπάνω δέσμευσης απαγορεύεται η διάθεση μετοχών, για τις οποίες οι μέτοχοι έχουν αναλάβει τη δέσμευση αυτή, εκτός και αν πρόκειται για μεταβίβαση λόγω κληρονομικής ή οιονεί καθολικής διαδοχής ή κληροδοσίας, μεταβίβαση μεταξύ δεσμευόντων μετόχων, μεταβίβαση πακέτου μετοχών σε στρατηγικό επενδυτή, ο οποίος αναλαμβάνει ρητώς την υποχρέωση της δέσμευσης ή για μεταβίβαση προς μέλος του Χρηματιστηρίου που ενεργεί ως Ειδικός Διαπραγματευτής.
- Να ορίσει μέλος του Χ.Α. με δικαίωμα παροχής υπηρεσιών αναδόχου σε Δημόσια Προσφορά, ως Ειδικό Σύμβουλό της (Sponsor) για τα δύο έτη που ακολουθούν την αρχική εισαγωγή της στο Χ.Α. Ο Ειδικός Σύμβουλος υπόκειται στις υποχρεώσεις του Ειδικού Διαπραγματευτή (Market Maker) εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά στον Κανονισμό. Έτσι, υποχρεούται να έχει λάβει άδεια Ειδικού Διαπραγματευτή για την εν λόγω κινητή αξία και να προβαίνει στην εισαγωγή ζεύγους εντολών αγοράς και πώλησης στο σύστημα συναλλαγών με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας της εταιρείας. Ο Ειδικός Σύμβουλος υποχρεούται να εκδώσει ανάλυση για την εταιρεία με τη συμπλήρωση δώδεκα μηνών διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α. και να προβεί σε δύο παρουσιάσεις της ετησίως σε επενδυτές στο Χρηματιστήριο.
- Να διαθέσει με Δημόσια Προσφορά μετοχές συνολικής αξίας τουλάχιστον €2.000.000.

- Τόσο η νομική όσο και η οικονομική της κατάσταση, ο κλάδος που δραστηριοποιείται και η πορεία του, η διοίκηση και διαχείριση των εταιρικών της υποθέσεων και η ποιότητα των διαδικασιών της εταιρικής της διακυβέρνησης, να προσδίδουν αξιοπιστία και καταλληλότητα στις προσφερόμενες για εισαγωγή μετοχές της στη συγκεκριμένη αγορά.
- Η νομική κατάσταση των μετοχών της να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται. Οι μετοχές της να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες, τα κεφάλαιά της να μην είναι τοποθετημένα κατά κύριο λόγο σε άλλες εισηγμένες εταιρείες και στην αίτηση εισαγωγής της να συμπεριλαμβάνονται προς διαπραγμάτευση οι εκδοθείσες μετοχές της ίδιας Κατηγορίας.

Μία νεοεισερχόμενη εταιρεία της οποίας οι μετοχές εντάσσονται αρχικά στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης, προκειμένου για την παραμονή της στην Κατηγορία αυτή, υπόκειται σε τακτική εξαμηνιαία αναθεώρηση, η οποία γίνεται κατά την πρώτη συνεδρίαση του Δ.Σ. του Χ.Α. των μηνών Οκτωβρίου και Απριλίου, εκτός και αν το Δ.Σ. ανακοινώσει κάποια άλλη ημερομηνία. Σύμφωνα με τα κριτήρια αναθεώρησης η εταιρεία πρέπει να έχει συνολική κεφαλαιοποίηση ακόμη και μικρότερη από €100.000.000, διασπορά μεγαλύτερη του 10%, εμπορευσιμότητα σε ετήσια βάση μεγαλύτερη του 5% και τιμή διαπραγμάτευσης μεγαλύτερη από €0,30.

Η μεταφορά μίας κινητής αξίας από την Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης διενεργείται κατά την πρώτη αναθεώρηση κατά την οποία διαπιστώνεται ότι οι κινητές αξίες πληρούν τα κριτήρια της Κατηγορίας Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.

Οι κινητές αξίες που μετά την εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών έχουν χαμηλή διασπορά, μικρότερη από το 10% των εισηγμένων τίτλων, εμπορευσιμότητα σε ετήσια βάση μικρότερη από 5% ή spread μεγαλύτερο από 6%, τιμή διαπραγμάτευσης μικρότερη από €0,30 και χαμηλή παραγωγική δραστηριότητα συνιστάμενη σε ετήσιο κύκλο εργασιών κάτω των €3.000.000, εντάσσονται στην Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών. Αντίστοιχα, στην Κατηγορία Επιτήρησης εντάσσονται οι κινητές αξίες που μετά την εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών έχουν

συσσωρευμένες ζημιές μεγαλύτερες από τα ίδια κεφάλαια, ίδια κεφάλαια σε επίπεδο μικρότερο από το 50% του μετοχικού κεφαλαίου, αρνητικό ΕΒΙΤΔΑ (κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών, αποτελεσμάτων και αποσβέσεων), σημαντικές ληξιπρόθεσμες οφειλές, κατάθεση αίτησης πτώχευσης, ασαφείς ή αρνητικές διατυπώσεις στο πιστοποιητικό του Ορκωτού Ελεγκτή εφόσον αυτό διαπιστωθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ανακοίνωση ή εμφάνιση γεγονότων που δημιουργούν σοβαρές αμφιβολίες ή αβεβαιότητα σχετικά με τη δυνατότητα της εταιρείας να συνεχίσει την επιχειρηματική της δραστηριότητα και τέλος, διαπίστωση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελλείψεων στις περιοδικές ή ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

Ο έλεγχος για την υπαγωγή των κινητών αξιών στις δύο αυτές Κατηγορίες, διενεργείται δύο φορές το χρόνο και μία φορά το χρόνο αντιστοίχως από το Δ.Σ. του Χ.Α. Εφόσον εκλείψουν οι λόγοι υπαγωγής τους σε αυτές τις Κατηγορίες το Χ.Α. τις εντάσσει στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής ή στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης. Σε περίπτωση που η διάρκεια παραμονής σε αυτές τις δύο Κατηγορίες θα πρέπει να υπερβεί το ένα έτος και δεν έχουν εκλείψει οι λόγοι υπαγωγής, οι μετοχές υπάγονται για τον υπόλοιπο χρόνο παραμονής τους σε ειδικό καθεστώς διαπραγμάτευσης, συνιστάμενο στη διενέργεια δημοπρασιών μία φορά την εβδομάδα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΝΕΟΕΙΣΑΧΘΕΙΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α. ΜΕ ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΣΦΟΡΑ

Η έγκριση για την εισαγωγή κινητών αξιών μιας εταιρείας για πρώτη φορά στην Αγορά Αξιών με Δημόσια Εγγραφή, εφόσον πληροί τις βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής, λαμβάνεται με έγκριση του Χρηματιστηρίου Αθηνών και προϋποθέτει μία διαδικασία η οποία ορίζεται από τον Κανονισμό και το θεσμικό πλαίσιο που διέπουν τη λειτουργία του.

Η διαδικασία αυτή αποτελείται από τρία στάδια όπως αναλύονται παρακάτω:

- Την αξιολόγηση της αίτησης εισαγωγής από το Χρηματιστήριο
- Την έγκριση εισαγωγής
- Την έναρξη διαπραγμάτευσης

4.1 Προετοιμασία Φακέλου Αίτησης Εισαγωγής

Η εταιρεία, μετά την απόφαση της Γενικής της Συνέλευσης για την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο, επιλέγει και απευθύνεται σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα το οποίο και ορίζει, με την υπογραφή σύμβασης, ως Σύμβουλο Έκδοσης (Issue Advisor). Ο ρόλος του είναι κυρίως να συμβουλέψει την εταιρεία σε θέματα άντλησης κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά και να αναλάβει εργασίες που αφορούν στην αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο και συγκεκριμένα την προετοιμασία του προγράμματος, την αποτίμηση, την οργάνωση και τα διαδικαστικά ζητήματα της εισαγωγής.

Ο Σύμβουλος Έκδοσης μπορεί να είναι ταυτόχρονα και Ανάδοχος της Έκδοσης, αφού η εταιρεία υποχρεούται να υπογράψει σύμβαση αναδοχής και με ένα πιστωτικό ίδρυμα ή με Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.), η οποία και θα αναλάβει ως Κύριος Ανάδοχος (Issue Underwriter).

Ο Σύμβουλος Έκδοσης από κοινού με τον Κύριο Ανάδοχο, οφείλουν να ενημερώσουν για την πρόθεση διεξαγωγής της Δημόσιας Προσφοράς και να διαπραγματευτούν με τους ομίλους τραπεζών και χρηματιστηριακών εταιρειών που ενδιαφέρονται για την ανάληψη αναδοχής. Η εταιρεία μπορεί να ορίσει περισσότερους του ενός Αναδόχους Έκδοσης, οι οποίοι είτε ευθύνονται εξολοκλήρου και αναλαμβάνουν την υποχρέωση να αγοράσουν οι ίδιοι στην τιμή έκδοσης, οποιαδήποτε ποσότητα μετοχών παραμένει αδιάθετη, οπότε και εγγυώνται την πώληση των χρεογράφων και κατά κανόνα επωμίζονται τους σχετικούς κινδύνους (hard underwriting), είτε αναλαμβάνουν μόνο τη διαδικασία διάθεσης των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό κατά την περίοδο διεξαγωγής της Δημόσιας Προσφοράς (soft underwriting). Με την υπογραφή των συμβάσεων αναδοχής του Σχήματος Αναδόχων καθορίζεται και ο αριθμός των μετοχών για τον οποίο θα εγγυηθεί-αναλάβει κάθε Ανάδοχος.

Μέσα σε τρεις ημέρες από την υπογραφή των συμβάσεων Αναδοχής και ως τη λήξη της Δημόσιας Προσφοράς, οι Ανάδοχοι και ο Σύμβουλος Έκδοσης οφείλουν να ενημερώσουν τον Κύριο Ανάδοχο και αυτός με τη σειρά του να κοινοποιήσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, κατάλογο με τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που συμμετέχουν με οποιαδήποτε ιδιότητα στη διαδικασία έκδοσης, διάθεσης και εισαγωγής. Τον κατάλογο αυτό οφείλουν να κρατούν συνεχώς ενήμερο.

4.1.1 Ενημερωτικό Δελτίο

Ο Κύριος Ανάδοχος σε συνεργασία με τον Σύμβουλο Έκδοσης αναθέτει τη διενέργεια νομικού και οικονομικού–λογιστικού ελέγχου της εταιρείας, σε ανεξάρτητους ελεγκτές και τους καθοδηγεί όσον αφορά στην έκταση και το περιεχόμενο των ελέγχων.

Κατόπιν ο Σύμβουλος Έκδοσης, υπό την επίβλεψη του Κυρίου Ανάδοχου, συντάσσει Ενημερωτικό Δελτίο (prospectus) το οποίο περιέχει όλες τις πληροφορίες για τον εκδότη και τις κινητές αξίες που πρόκειται να αποτελέσουν το αντικείμενο της Δημόσιας Προσφοράς και της εισαγωγής στο Χ.Α., προκειμένου οι επενδυτές να μπορούν με εμπειρισταωμένο τρόπο να αξιολογήσουν τα οικονομικά στοιχεία, τις υποχρεώσεις, την οικονομική κατάσταση, τους λόγους πραγματοποίησης της

προσφοράς, τον τρόπο διάθεσης των κεφαλαίων που πρόκειται να αντληθούν, τους παράγοντες κινδύνου και τις προοπτικές του εκδότη.

Συγκεκριμένα το Ενημερωτικό Δελτίο πρέπει να παρέχει χρηματοοικονομικές πληροφορίες για τα περιουσιακά στοιχεία, τις υποχρεώσεις και τη χρηματοοικονομική θέση και τα αποτελέσματα της εκδότριας εταιρείας, επισκόπηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρείας και του κλάδου και τους παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με την εταιρεία, τον κλάδο και την προσφορά. Παράλληλα πρέπει να παρέχει πληροφορίες για τα διοικητικά, διαχειριστικά, εποπτικά όργανα και τα ανώτερα διοικητικά στελέχη, το προσωπικό και τη μετοχική της σύνθεση και τη μερισματική πολιτική της εταιρείας. Επίσης πρέπει να πληροφορεί για τις τάσεις και προοπτικές της εταιρείας, το επενδυτικό πρόγραμμα, για τη διάθεση και τον προορισμό των αντληθέντων κεφαλαίων από τη Δημόσια Προσφορά.

Συνάμα το Ενημερωτικό Δελτίο μεταξύ άλλων, πρέπει να αναφέρει στοιχεία για την προσφορά και την εισαγωγή, όπως τη διαδικασία διάθεσης των μετοχών με Δημόσια Προσφορά, τον αριθμό και το ποσοστό των κινητών αξιών που διατίθενται, την τελική τιμή διάθεσης, τον τρόπο κατανομής τους στους επενδυτές, τη διασπορά, το προβλεπόμενο χρονοδιάγραμμα, την Κατηγορία αγοράς στην οποία πρόκειται να εισαχθούν, τους αναδόχους και συμβούλους, τα έξοδα έκδοσης καθώς και τους τελικούς όρους της προσφοράς και τα δικαιώματα των μετόχων. Αν η τελική τιμή διάθεσης και ο αριθμός των κινητών αξιών που προσφέρονται στο κοινό δεν μπορούν να περιληφθούν στο Ενημερωτικό Δελτίο, περιλαμβάνονται σ' αυτό τα κριτήρια και οι προϋποθέσεις σύμφωνα με τις οποίες θα καθοριστούν και οι τρόποι προσδιορισμού της τελικής τιμής διάθεσης, το εύρος τιμών, η ανώτατη τιμή διάθεσης και οι κατηγορίες επενδυτών που μπορούν να συμμετέχουν στη διαδικασία διαμόρφωσής της.

Η σύνταξη του Ενημερωτικού Δελτίου γίνεται βασιζόμενη σε συγκεκριμένο ερωτηματολόγιο που έχει απαντήσει η εταιρεία, ενώ την ευθύνη για την ακρίβεια και την πληρότητα των περιεχομένων του την έχουν η εκδότρια εταιρεία και ο Κύριος Ανάδοχος, οι οποίοι και το καταθέτουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μαζί με άλλα απαιτούμενα δικαιολογητικά για έγκριση. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κοινοποιεί την απόφασή της σχετικά με την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου εντός 20 εργάσιμων ημερών από την υποβολή του φακέλου. Σε περίπτωση που κρίνει ότι τα υποβληθέντα έγγραφα δεν είναι πλήρη ή ότι απαιτούνται συμπληρωματικές πληροφορίες ενημερώνει σχετικά τον Κύριο Ανάδοχο εντός 10 εργάσιμων ημερών από την

υποβολή της αίτησης. Το Ενημερωτικό Δελτίο δημοσιεύεται μόνο μετά από την έγκρισή του, οπότε και καθίσταται διαθέσιμο στο κοινό το αργότερο 6 ημέρες πριν τη λήξη της προσφοράς ενώ ο τρόπος και τόπος διάθεσής του ανακοινώνεται στον ημερήσιο τύπο και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α. Ισχύει για 12 μήνες από τη δημοσίευσή του, υπό την προϋπόθεση ότι συμπληρώνεται ανελλιπώς, εφόσον απαιτείται.

Στη φάση αυτή η εταιρεία, μέσω του Κύριου Ανάδοχου, υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της σε συγκεκριμένη Κατηγορία στην Αγορά Αξιών του Χ.Α., η οποία συνοδεύεται από συμπληρωμένο ερωτηματολόγιο καταλληλότητας, από το υπογεγραμμένο από την ίδια και τον Κύριο Ανάδοχο έντυπο εταιρικού προφίλ και από επιπλέον απαιτούμενα δικαιολογητικά, τα οποία καθορίζονται με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α. (βλ. παράρτημα 1). Σε περίπτωση που ο φάκελος εισαγωγής δεν είναι πλήρης, δεν γίνεται δεκτός και η συμπλήρωσή του απαιτεί νέα αίτηση.

4.2 Στάδιο Αξιολόγησης Αίτησης Εισαγωγής

Αρχικά, το Χ.Α. ελέγχει το φάκελο και την τήρηση των προϋποθέσεων που απαιτούνται και στη συνέχεια ελέγχει και εκτιμά τις βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής και αξιολόγησης της καταλληλότητας της εταιρείας. Ως εκ τούτου ενημερώνει εγγράφως την εταιρεία και τον Κύριο Ανάδοχο για τυχόν επιπρόσθετες προϋποθέσεις που τίθενται από το Χ.Α. προκειμένου να γίνει αποδεκτή η αίτηση εισαγωγής και λαμβάνει έγγραφη απάντηση από τον Κύριο Ανάδοχο. Ειδική μνεία γίνεται για την προϋπόθεση της επαρκούς διασποράς, η οποία μπορεί να επιτευχθεί μετά τη Δημόσια Προσφορά.

Η Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου μπορεί να απορρίψει την αίτηση εισαγωγής των μετοχών στην Αγορά Αξιών, αν κατά τη γνώμη της η κατάσταση του εκδότη είναι τέτοια ώστε η εισαγωγή να είναι αντίθετη προς το συμφέρον των επενδυτών.

Μετά από τη θετική αξιολόγηση της αίτησης εισαγωγής, το Χ.Α. ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προκειμένου να προχωρήσει στον έλεγχο του Ενημερωτικού Δελτίου και στην έγκριση χορήγησης άδειας διενέργειας Δημόσιας Προσφοράς, αίτηση την οποία έχει υποβάλλει ήδη η εταιρεία μέσω του Κύριου Αναδόχου της. Στη συνέχεια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κοινοποιεί την απόφασή της

στο Χ.Α. και χορηγεί στον Κύριο Ανάδοχο και στην εταιρεία, την άδεια για τη διενέργεια της Δημόσιας Προσφοράς.

Η απόφαση του Χρηματιστηρίου σχετικά με την αίτηση εισαγωγής κοινοποιείται στον αιτούντα μέσα σε έξι μήνες από την υποβολή της. Αν ζητηθούν μέσα σε αυτή την προθεσμία συμπληρωματικές πληροφορίες ή αποφασιστεί και γνωστοποιηθεί στον αιτούντα η αναβολή της έγκρισης του Ενημερωτικού Δελτίου, τότε η προθεσμία των έξι μηνών της κοινοποίησης της απόφασης από το Χ.Α. υπολογίζεται από την ημέρα που θα τακτοποιηθούν αυτές οι εκκρεμότητες. Αν παρά ταύτα δεν εκδοθεί απόφαση εντός αυτών των προθεσμιών, αυτό θεωρείται σιωπηρή απόφαση απόρριψης της αίτησης από τη Διοικούσα Επιτροπή του Χ.Α.

4.2.1 Διαδικασίες Διενέργειας Δημόσιας Προσφοράς

Οι Ανάδοχοι και ο Σύμβουλος οφείλουν να λαμβάνουν τα απαραίτητα μέτρα, έτσι ώστε κάθε διαφήμιση και γενικότερα κάθε ανακοίνωση με στόχο την προβολή της συγκεκριμένης έκδοσης, να είναι σύμφωνη με την κείμενη νομοθεσία και να μην είναι αθέμιτη ούτε παραπλανητική αλλά αντικειμενική. Τέσσερις ημέρες πριν και κατά τη διάρκεια της Δημόσιας Εγγραφής απαγορεύονται οι διαφημίσεις και επιτρέπονται μόνο ανακοινώσεις που σκοπούν στην ενημέρωση που είναι απαραίτητη για τη δημοσιοποίηση και προβολή του γεγονότος της έκδοσης, της διάθεσης ή εισαγωγής και στη γνωστοποίηση των όρων και της διαδικασίας συμμετοχής του επενδυτικού κοινού.

Στις περιπτώσεις που η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κρίνει ότι παραβιάζονται οι διατάξεις του κανονισμού, δύναται να παρέμβει άμεσα και να επιβάλλει στους Αναδόχους τη συμμόρφωση προς τις αρχές αυτές, ενώ μπορεί να επιβάλλει και χρηματικό πρόστιμο. Σε περίπτωση κατά την οποία η παραβίαση της νομοθεσίας ενδέχεται να προκαλέσει στρέβλωση στην τιμή της μετοχής της εκδότριας εταιρείας, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να αναστείλει ή να διακόψει τις διαδικασίες αναδοχής.

Προκειμένου για τη διενέργεια της Δημόσιας Εγγραφής μία από τις βασικότερες υποχρεώσεις του Κύριου Ανάδοχου, είναι ο καθορισμός της τιμής διάθεσης των προσφερόμενων μετοχών. Σε κάθε περίπτωση η τιμή διάθεσης θα οριστεί μεταξύ ενός ανώτατου και κατώτατου ορίου εύρους τιμών. Για τον προσδιορισμό του

δεσμευτικού αυτού εύρους τιμών ακολουθείται η διαδικασία Pre Marketing, κατά την οποία ο Κύριος Ανάδοχος λαμβάνει ενδεικτικές προσφορές από επαρκή αριθμό Ειδικών Επενδυτών οι οποίοι καλύπτουν σημαντικό τμήμα της αγοράς, ώστε να προσδιορίσει, σύμφωνα με επαγγελματικά κριτήρια, την τιμή που ανταποκρίνεται καλύτερα στις συνθήκες ζήτησης της αγοράς. Με αυτόν τον τρόπο ο Κύριος Ανάδοχος καθορίζει το εύρος τιμής διάθεσης των μετοχών και το κοινοποιεί το αργότερο πριν από την έναρξη της Δημόσιας Προσφοράς. Η ανώτατη τιμή του δεσμευτικού εύρους σε σχέση με την κατώτατη τιμή, δεν μπορεί να υπερβαίνει το ανώτατο επιτρεπόμενο ποσοστό του 20%.

Στη Δημόσια Προσφορά μπορούν να συμμετέχουν δύο κατηγορίες επενδυτών, οι Ειδικοί Επενδυτές (αμοιβαία κεφάλαια, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, Ε.Π.Ε.Υ., πιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία), που εγγράφονται για ίδιο λογαριασμό και οι Μη Ειδικοί Επενδυτές (φυσικά και νομικά πρόσωπα).

Οι εγγραφές για τις προσφερόμενες μετοχές των ενδιαφερομένων Μη Ειδικών Επενδυτών πραγματοποιούνται με την υποβολή της σχετικής αίτησης εγγραφής μέσω των Αναδόχων και του δικτύου τους. Η ημερομηνία υποβολής των αιτήσεων ανακοινώνεται από τον Κύριο Ανάδοχο και διαρκεί τρεις ημέρες. Για να συμμετάσχουν στη Δημόσια Προσφορά οι επενδυτές πρέπει να τηρούν Μερίδα Επενδυτή και λογαριασμό αξιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), που πρέπει να σημειώνονται στην αίτηση εγγραφής, προκειμένου να καταχωρηθούν οι μετοχές που θα αποκτήσουν.

Οι αιτήσεις συμμετοχής των Μη Ειδικών Επενδυτών γίνονται δεκτές, εφόσον είτε έχει καταβληθεί στους Αναδόχους σε μετρητά ή με τραπεζική επιταγή το ισόποσο της συμμετοχής, είτε έχει δεσμευθεί το ισόποσο της συμμετοχής σε πάσης φύσεως τραπεζικούς λογαριασμούς καταθέσεων του επενδυτή ή σε λογαριασμούς του άυλων τίτλων ομολόγων ή εντόκων γραμματίων, είτε τέλος, έχει δεσμευθεί το προϊόν συμφωνίας επαναγοράς φυσικών τίτλων. Οι αιτήσεις συμμετοχής θα γίνονται δεκτές μόνον εφ' όσον οι επενδυτές είναι δικαιούχοι ή συνδικαιούχοι των λογαριασμών βάσει των οποίων εγγράφονται. Οι Μη Ειδικοί Επενδυτές θα εγγράφονται στην ανώτατη τιμή του δεσμευτικού εύρους τιμών, και η αξία συμμετοχής τους ορίζεται ως ο αριθμός των απαιτούμενων προσφερόμενων μετοχών επί την ανώτατη τιμή του δεσμευτικού εύρους.

Προκειμένου να επιτευχθεί η επιθυμητή ευρεία διασπορά των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Προσφορά, κάθε επενδυτής μπορεί να εγγράφεται για μία τουλάχιστον μονάδα διαπραγμάτευσης, δηλαδή μία μετοχή, ή για ακέραιο αριθμό μετοχών. Εάν κατά τη διάρκεια της Δημόσιας Προσφοράς διαπιστωθούν περισσότερες της μίας εγγραφές των ίδιων φυσικών ή νομικών προσώπων το σύνολο των εγγραφών αυτών θα αντιμετωπίζεται ως μία ενιαία εγγραφή, ενώ το ανώτατο όριο εγγραφής ανά επενδυτή δεν μπορεί να υπερβαίνει την αξία του συνολικού αριθμού των προσφερόμενων μετοχών.

4.2.2 Προσδιορισμός Τιμής Διάθεσης

Οι προσφορές που θα υποβάλλουν οι Ειδικόι Επενδυτές θα συγκεντρώνονται κατά τη διάρκεια της διαδικασίας κατά την περίοδο που διενεργείται η Δημόσια Προσφορά στο Βιβλίο Προσφορών (Book Building) που θα διαχειρίζεται ο Κύριος Ανάδοχος. Καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας του Βιβλίου Προσφορών, οι Ειδικόι Επενδυτές θα μπορούν να τροποποιούν τις προσφορές τους και κάθε προσφορά θα ακυρώνει τις προηγούμενες. Οι προσφορές των Ειδικών Επενδυτών μπορεί να εξαρτώνται από τον αριθμό ή τη συνολική αξία των προσφερόμενων μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει, είτε από συνδυασμό και των δύο.

Η αξία της συμμετοχής για τους Ειδικούς Επενδυτές εξαρτάται από το είδος της προσφοράς που υποβάλλουν στο Βιβλίο Προσφορών. Συγκεκριμένα σε προσφορές που περιέχουν αριθμό μετοχών, ως αξία συμμετοχής νοείται το γινόμενο των αιτούμενων μετοχών επί την ανώτατη τιμή του ανακοινωθέντος εύρους τιμών. Σε προσφορές που περιέχουν συνολική αξία μετοχών, με ή χωρίς ανώτατη τιμή, ως αξία συμμετοχής νοείται η συνολική αξία των μετοχών.

Μέσω της διαδικασίας του Βιβλίου Προσφορών για τη Δημόσια Εγγραφή, η τιμή έκδοσης των μετοχών που είναι αντικείμενο της Δημόσιας Προσφοράς προκύπτει μέσω δημοπρασίας, ενσωματώνοντας έτσι τις τάσεις της αγοράς. Οι θεσμικοί επενδυτές λαμβάνοντας όλη τη δυνατή πληροφόρηση προτείνουν στον Κύριο Ανάδοχο μία δίκαιη τιμή που πρέπει να βρίσκεται εντός του προκαθορισμένου εύρους τιμής. Με αυτόν τον τρόπο ο Κύριος Ανάδοχος καθορίζει την τιμή διάθεσης – έκδοσης της μετοχής, την οποία θα γνωστοποιήσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, και θα δημοσιεύσει το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά την ολοκλήρωση της

Δημόσιας Προσφοράς. Ταυτόχρονα με τον καθορισμό της τιμής διάθεσης θα αποφασιστεί και η οριστική κατανομή των προσφερόμενων μετοχών, αφού η τιμή διάθεσης θα είναι κοινή για όλους τους επενδυτές.

4.2.3 Διαδικασίες κατανομής μετοχών

Η κατανομή των μετοχών πρέπει να ολοκληρωθεί εντός δύο ημερών από τη λήξη της Δημόσιας Προσφοράς και μπορεί να γίνει με τη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών. Τόσο το ποσοστό των μετοχών που αναλογεί στους Ειδικούς Επενδυτές, όσο και στους Μη Ειδικούς δεν μπορεί να είναι κατώτερο του 30% του συνόλου των προσφερόμενων μετοχών για κάθε κατηγορία επενδυτών. Εάν εν τω μεταξύ η ζήτηση σε μία από τις δύο κατηγορίες υπολείπεται της αντίστοιχης προσφοράς και δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως η ζήτηση στην άλλη κατηγορία, οι πλεονάζουσες μετοχές μεταφέρονται στην Κατηγορία με τη ζήτηση που δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως.

Η κατανομή των μετοχών στους Ειδικούς Επενδυτές που συμμετέχουν στο Βιβλίο Προσφορών γίνεται από τον Κύριο Ανάδοχο. Από την κατανομή αυτή εξαιρούνται οι Ανάδοχοι και ο Σύμβουλος της συγκεκριμένης προσφοράς καθώς και οι συνδεδεμένες με αυτούς επιχειρήσεις. Τα κριτήρια κατανομής που έχουν προκαθοριστεί από τον Κύριο Ανάδοχο και έχουν εκτεθεί στο Ενημερωτικό Δελτίο μπορεί να είναι ποσοτικού και ποιοτικού χαρακτήρα, ενώ το ποσοστό μετοχών που μπορεί να κατανεμηθεί σε κάθε Ειδικό Επενδυτή δεν μπορεί να υπερβεί το 4% του συνόλου των προσφερόμενων μετοχών και στο σύνολο των Ειδικών Επενδυτών από 30% έως 70% του συνόλου των προσφερομένων μετοχών. Επίσης ο Κύριος Ανάδοχος οφείλει να τηρεί εμπιστευτικά τα στοιχεία που περιέχονται στο Βιβλίο Προσφορών, μέχρι την ολοκλήρωση της κατανομής των μετοχών. Για τον σκοπό αυτό, προκαθορίζει περιορισμένο αριθμό προσώπων τα οποία έχουν πρόσβαση στα στοιχεία του Βιβλίου Προσφορών και γνωστοποιεί τα στοιχεία τους στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το αργότερο την προηγούμενη μέρα του ανοίγματος του Βιβλίου.

Σχετικά με την κατανομή των μετοχών στους Μη Ειδικούς Επενδυτές, ο συνολικός αριθμός των προσφερόμενων μετοχών για τα συνολικά έσοδα της προσφοράς που ανέρχονται έως €5.000 διαιρείται με τον αριθμό 1.000, για συνολικά έσοδα μεταξύ €5.000 και €15.000 διαιρείται με τον αριθμό 2.000, για €15.000 έως

€60.000 με τον αριθμό 5.000 και στην περίπτωση που τα συνολικά έσοδα της Δημόσιας Προσφοράς υπερβαίνουν τις €60.000 ο συνολικός αριθμός των προσφερόμενων μετοχών διαιρείται με τον αριθμό 5.000 ή μεγαλύτερο αριθμό, εάν το κρίνει ο Κύριος Ανάδοχος. Ας σημειωθεί εδώ, ότι τα συνολικά έσοδα της προσφοράς υπολογίζονται με βάση το κατώτατο όριο του εύρους τιμής και το πηλίκο της διαίρεσης στρογγυλοποιείται στο πλησιέστερο ακέραιο πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης. Έτσι ικανοποιούνται με προτεραιότητα οι εγγραφές για τον αριθμό μετοχών μέχρι τα υπολογισθέντα πηλικά. Εάν οι διαθέσιμες μετοχές δεν επαρκούν για την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα όλων των εγγραφών, οι μετοχές κατανέμονται από τον Κύριο Ανάδοχο με τα κριτήρια που έχει προκαθορίσει στο Ενημερωτικό Δελτίο. Στην περίπτωση που υπάρξουν αδιάθετες μετοχές, κατανέμονται στους επενδυτές που ενεγράφησαν για μεγαλύτερο αριθμό μετοχών. Τέλος, δεν μπορεί να κατανεμηθεί ποσοστό μετοχών μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των προσφερόμενων μετοχών.

Ο Κύριος Ανάδοχος δεσμεύεται για την επιτήρηση και πληρότητα των προϋποθέσεων και υποχρεώσεων που αφορούν στην εκδότρια εταιρεία, στα εμπλεκόμενα μέρη και στην όλη διαδικασία της Δημόσια Προσφοράς, της κατανομής των μετοχών και της εισαγωγής της εταιρείας στο Χ.Α. Ανάλογα, με την ολοκλήρωση και την κατανομή των μετοχών στους επενδυτές ο Κύριος Ανάδοχος ευθύνεται να παραθέσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα ακριβή και πλήρη στοιχεία ως προς την έκβαση της Δημόσια Προσφοράς, ιδιαίτερα ως προς το χρηματικό ποσό με το οποίο συμμετέχουν οι επενδυτές, τον αριθμό των επενδυτών και την κατηγορία τους, την τελική κατανομή των κινητών αξιών και την ποσοστιαία κατανομή των μετοχών σε κάθε κατηγορία επενδυτών.

Μετά την οριστικοποίηση του αριθμού των προσφερόμενων μετοχών που δικαιούται να αποκτήσει κάθε επενδυτής και της τιμής διάθεσης, θα αποδίδεται στον δικαιούχο το τυχόν καταβληθέν επιπλέον ποσό μετρητών και θα αποδεσμεύονται τα ποσά καταθέσεων ή οι άυλοι τίτλοι με ταυτόχρονη χρέωση του λογαριασμού καταθέσεων ή με ταυτόχρονη καταβολή του ισόποσου της αξίας των προσφερόμενων μετοχών, που κατανεμήθηκαν στον επενδυτή κατά περίπτωση από τα ίδια τα καταστήματα των Αναδόχων, στα οποία είχε υποβληθεί η αίτηση εγγραφής. Τα δεσμευθέντα ποσά καταθέσεων υπόκεινται στους όρους της αρχικής κατάθεσης (προθεσμία, επιτόκιο κ.λπ.) μέχρι την αποδέσμευσή τους καθώς επίσης και η

επιστροφή του τυχόν καταβληθέντος επιπλέον ποσού μετρητών θα γίνεται εντόκως (σύμφωνα με τα ισχύοντα επιτόκια ανά τράπεζα και κατηγορία καταθέσεων).

Παράλληλα, οι Ειδικοί Επενδυτές που θα λάβουν προσφερόμενες μετοχές θα καταβάλλουν το αντίτιμο των προσφερόμενων μετοχών που θα τους κατανεμηθούν, εντός της προθεσμίας που θα καθοριστεί από τους Αναδόχους.

Με την ολοκλήρωση αυτής της διαδικασίας οι Ανάδοχοι μεταβιβάζουν το αντίτιμο της Δημόσια Προσφοράς με τραπεζική επιταγή σε διαταγή του Κύριου Αναδόχου, αφού παρακρατήσουν το ποσό των προμηθειών τους.

Με τη λήξη της Δημόσιας Προσφοράς, τον προσδιορισμό της τιμής διάθεσης καθώς και την οριστικοποίηση της κατανομής, η εταιρεία και το σχήμα αναδόχων υπογράφουν αντίστοιχες συμβάσεις αναδοχής, βάσει των οποίων οι Ανάδοχοι αναλαμβάνουν τη διάθεση των προσφερόμενων μετοχών στην προσδιορισθείσα τιμή διάθεσης και την καταβολή κεφαλαίων από τους επενδυτές στην εταιρεία. Σημειώνεται δε, ότι σε περίπτωση που δεν υπάρχει ικανοποιητική ζήτηση με την οποία να καλύπτεται το σύνολο της προσφοράς η εταιρεία έχει τη δυνατότητα να ματαιώσει τη διαδικασία προσφοράς μετοχών και τα τυχόν δεσμευθέντα ή καταβληθέντα κεφάλαια αποδεσμεύονται και επιστρέφουν στους δικαιούχους. Οι Ανάδοχοι δε, δεν ευθύνονται εάν για οποιονδήποτε λόγο δεν καταστεί δυνατή η εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στην Αγορά Αξιών, είτε ο λόγος αφορά στην εταιρεία είτε όχι.

4.3 Στάδιο Έγκρισης Εισαγωγής

Προχωρώντας στο δεύτερο στάδιο της διαδικασίας εισαγωγής μετοχών εταιρείας για πρώτη φορά στο Χ.Α. με Δημόσια Εγγραφή, απαιτείται η έγκριση εισαγωγής μετά τη διενέργεια της Δημόσιας Προσφοράς. Εντός πέντε εργασίμων ημερών από το πέρας της Δημόσιας Προσφοράς, ο Κύριος Ανάδοχος υποβάλει στο Χ.Α. τα δικαιολογητικά που ορίζονται από το Χρηματιστήριο (βλ. παράρτημα 1) για τη λήψη της απόφασης για την εισαγωγή, αντίγραφο του εγκεκριμένου Ενημερωτικού Δελτίου σε έγχαρτη και ηλεκτρονική μορφή προκειμένου να δημοσιευθεί στην ηλεκτρονική σελίδα του Χ.Α. και την απόφαση για την εισαγωγή από το Χ.Α. Η Διοικούσα Επιτροπή του Χ.Α. εξετάζει συνάμα τις προϋποθέσεις για την επαρκή διασπορά όπως διαμορφώθηκε μετά τη Δημόσια Εγγραφή. Σε περίπτωση εισαγωγής

με εφαρμογή της εξαιρέσεως περί επαρκούς διασποράς απαιτείται επιπροσθέτως έγκριση εισαγωγής υπό τη διαλυτική αίρεση της μη επίτευξης διασποράς.

Η Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου μπορεί να εξαρτά την εισαγωγή των μετοχών στην Αγορά Αξιών από οποιοδήποτε ειδικό όρο που κρίνει αναγκαίο για την προστασία των επενδυτών και τον οποίο ανακοινώνει κατά τρόπο σαφή στην εκδότρια εταιρεία.

Η απόφαση για την εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στην Αγορά Αξιών εκδίδεται από το Χ.Α. το αργότερο μέσα σε ένα μήνα από την ολοκλήρωση της Δημόσιας Εγγραφής και δημοσιεύεται στο Δελτίο Τύπου του.

4.4 Στάδιο Έναρξης Διαπραγμάτευσης

Μετά και την έγκριση εισαγωγής, το μετοχολόγιο της εταιρείας μεταβιβάζεται μέσω του Κύριου Ανάδοχου, στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (Κ.Α.Α.) από το οποίο και πραγματοποιείται η χρηματιστηριακή συναλλαγή μεταβίβασης των προσφερομένων μετοχών στο επενδυτικό κοινό με την πίστωση των μετοχών στους λογαριασμούς αξιών των δικαιούχων. Προκειμένου για την πίστωση των τίτλων στη μερίδα του κάθε επενδυτή και την άμεση διάθεση των τίτλων από την εκδότρια εταιρεία, οι Ανάδοχοι οφείλουν να τη δεσμεύουν συμβατικώς.

Στο σημείο αυτό ο Κύριος Ανάδοχος υποβάλλει στο Χ.Α. τα δικαιολογητικά που απαιτούνται για τη λήψη της απόφασης για την εισαγωγή (βλ. παράρτημα 1). Στη συνέχεια πραγματοποιείται από το Χ.Α. ο έλεγχος της πληρότητας των δικαιολογητικών και εφόσον δοθεί η έγκριση έναρξης διαπραγμάτευσης, καθορίζεται η έναρξη της διαπραγμάτευσης των μετοχών της νεοεισαχθείσας εταιρείας στη συγκεκριμένη Κατηγορία της Αγοράς Αξιών. Η διαπραγμάτευση πρέπει να ξεκινήσει εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία εγκρίσεως από το Χρηματιστήριο της εισαγωγής των μετοχών.

Η αίτηση εισαγωγής μπορεί να απορριφθεί από τη Διοικούσα Επιτροπή του Χ.Α. αν δεν πληρούνται οι βασικές ή οι ειδικές προϋποθέσεις εισαγωγής. Για την απόρριψη της αίτησης, το Χ.Α. ενημερώνει σχετικά την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα το Δ.Σ. του Χ.Α. γνωστοποιεί την απόρριψη στην αιτούσα εταιρεία και τον Κύριο Ανάδοχο οι οποίοι μέσα στις επόμενες 10 ημέρες μπορούν να ζητήσουν την ανάκληση της απορριπτικής αποφάσεως, εκθέτοντας τους λόγους στους οποίους

θεμελιώνεται το αίτημά τους. Αν το αίτημα της εταιρείας γίνει δεκτό, η διαδικασία εισαγωγής συνεχίζεται από το στάδιο που βρίσκεται.

Πριν από την έναρξη της διαπραγμάτευσης μετοχών της νεοεισαχθείσας εταιρείας στην Αγορά Αξιών πρέπει να έχει διασφαλισθεί σύμφωνα με το νόμο η εκκαθάριση των κινητών αξιών και να έχουν καταβληθεί οι εφάπαξ και περιοδικές συνδρομές προς το Χ.Α.

Η διαπραγμάτευση των μετοχών της εταιρείας γίνεται μέσω του Συστήματος Διαπραγμάτευσης της Αγοράς Αξιών του Χ.Α. ΟΑΣΗΣ (Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών) και τόσο για την Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης όσο και για την Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης εφαρμόζονται οι εξής Μέθοδοι: Αυτόματη και Συνεχής Κατάρτιση Συναλλαγών (Μέθοδος 1), Αυτόματη και Στιγμιαία Κατάρτιση Συναλλαγών (δημοπρασία - Call Auction) (Μέθοδος 2), Μέθοδος Αυτόματης Συνεχούς Κατάρτισης στο Κλείσιμο («Συνεχής στο Κλείσιμο») (Μέθοδος 3), Εκποιήσεις (Μέθοδος 5), Προσυμφωνημένες Συναλλαγές (Πακέτα) (Μέθοδος 6), Απλό πακέτο (Μέθοδος 6-1), Πακέτα διακανονισμού Spot 1, 2 (Μέθοδος 6-2), Πακέτο Αποκατάστασης (Μέθοδος 6-3), και Πακέτο διάθεσης (Μέθοδος 6-4).

Η διαπραγμάτευση των κινητών αξιών θα γίνεται αποκλειστικά κατά τις ώρες και ημέρες συνεδρίασης της Αγοράς Αξιών και σε κατηγορίες ηλεκτρονικών αγορών. Η διάρκεια κάθε συνεδρίασης της Αγοράς Αξιών είναι τουλάχιστον 5 ώρες, ενώ σε έκτακτες περιπτώσεις ο Πρόεδρος του Δ.Σ. του Χ.Α. δύναται να μεταβάλει τα χρονικά όρια της συνεδρίασης, ή και των περιόδων κάθε μεθόδου διαπραγμάτευσης εντός της ίδιας ημέρας. Το Χ.Α. δύο μήνες πριν τη λήξη κάθε έτους ανακοινώνει τις αργίες του επόμενου έτους και σε περίπτωση συνδρομής ειδικών περιστάσεων το Χ.Α. δύναται να ορίζει και πρόσθετες αργίες.

Ο Πρόεδρος του Δ.Σ. του Χ.Α. μπορεί να αναστέλλει τη λειτουργία της Αγοράς Αξιών ή Κατηγορίας αυτής, όταν συντρέχουν εξαιρετικές και έκτακτες συνθήκες, ιδίως όταν δεν διασφαλίζεται προσωρινά η ομαλή λειτουργία της αγοράς ή όταν το μέτρο αυτό επιβάλλεται για την προστασία των συμφερόντων των επενδυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΝΕΟΕΙΣΕΡΧΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α. ΚΑΙ ΚΟΣΤΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

5.1 Υποχρεώσεις Νεοεισερχομένων Εταιρειών στο Χ.Α.

Η εκδότρια εταιρεία μετά την εισαγωγή και διαπραγμάτευση των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αθηνών, είναι υποχρεωμένη να δημοσιεύει και να παρέχει εντός συγκεκριμένης προθεσμίας στη Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου, κάθε πληροφορία σχετικά με τη δραστηριότητά της και την εν γένει πορεία των εταιρικών και των επιχειρηματικών της υποθέσεων, τόσο για θέματα συνδεδόμενα με την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων, όσο και για θέματα που αφορούν στην ακρίβεια και στην πληρότητα των πληροφοριών που οφείλει να δημοσιεύσει. Το ελάχιστο περιεχόμενο και ο τύπος των πληροφοριών αυτών διαφοροποιείται ανάλογα με την αγορά στην οποία έχουν εισαχθεί οι μετοχές για διαπραγμάτευση. Η Διοικούσα Επιτροπή του Χ.Α. έχει επίσης το δικαίωμα να θέτει και πρόσθετες υποχρεώσεις στην εκδότρια εταιρεία, αν το κρίνει σκόπιμο, για την ομαλή λειτουργία των αγορών του.

Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ρυθμίζονται θέματα άντλησης πληροφοριών μεταξύ του Χρηματιστηρίου και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την τήρηση από την εκδότρια των υποχρεώσεών της για την πληροφόρηση των επενδυτών.

Αναλυτικότερα παρουσιάζονται οι υποχρεώσεις ενημέρωσης της εκδότριας εταιρείας που έχει εισάγει μετοχές στην Αγορά Αξιών και διακρίνονται σε :

- Υποχρεώσεις τακτικής ή περιοδικής ενημέρωσης
- Υποχρεώσεις έκτακτης ενημέρωσης

5.1.1. Υποχρεώσεις τακτικής ή περιοδικής ενημέρωσης

Η νεοεισερχόμενη εταιρεία πρέπει:

- Να αποστέλλει ανά τρίμηνο στο Χ.Α. στοιχεία και πληροφορίες που συντάσσει καθώς και τις ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις που συντάσσονται σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, δηλαδή ισολογισμό, κατάσταση αποτελεσμάτων, κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων, κατάσταση ταμειακών ροών, επεξηγηματικές σημειώσεις, την έκθεση επισκόπησης του Ορκωτού Ελεγκτή ή το πιστοποιητικό ελέγχου.
- Να αποστέλλει ανά εξάμηνο στο Χ.Α. και να δημοσιεύει τον Πίνακα Διάθεσης Αντληθέντων Κεφαλαίων από τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, το περιεχόμενο του οποίου καθορίζεται από το Δ.Σ. του Χ.Α., εντός τεσσάρων μηνών από τη λήξη του εξαμήνου και δύο ημέρες πριν τη δημοσίευσή του. Η υποχρέωση αυτή εξαντλείται από τη στιγμή που η εταιρεία διαθέσει πλήρως τα κεφάλαια αυτά και αποστέλλει σχετική έκθεση περιγραφής της πλήρους διάθεσης προς ενημέρωση του Χ.Α.
- Να αποστέλλει ετησίως στο Χ.Α. τα συνοπτικά οικονομικά της στοιχεία που συνέταξε βάσει των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και την έκθεση ελέγχου του Ορκωτού Ελεγκτή, τις Ετήσιες Οικονομικές της Καταστάσεις και τις Ετήσιες Ενοποιημένες Οικονομικές της Καταστάσεις που συντάχθηκαν βάσει των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, δηλαδή ισολογισμό, κατάσταση αποτελεσμάτων, κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων, κατάσταση ταμειακών ροών, επεξηγηματικές σημειώσεις καθώς και την έκθεση του Διοικητικού της Συμβουλίου.

Ταυτόχρονα, θα πρέπει να αποστέλλει σε ηλεκτρονική μορφή στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χ.Α. και να δημοσιεύει το ετήσιο Ενημερωτικό Δελτίο δέκα ημέρες πριν την ετήσια τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων της. Η σχετική δημοσιότητα πρέπει να παρέχεται τόσο σε έντυπη όσο και σε ηλεκτρονική μορφή στα γραφεία και την ιστοσελίδα της εταιρείας και να καταχωρείται σε περισσότερες από μία εφημερίδες. Το Ενημερωτικό Δελτίο πρέπει να περιέχει ή να παραπέμπει σε όλες τις πληροφορίες τις οποίες η εταιρεία δημοσίευσε ή κατέστησε διαθέσιμες

στο κοινό κατά τους τελευταίους 12 μήνες και αφορούσαν στις κινητές αξίες, στην ίδια την εταιρεία καθώς και στην αγορά κινητών αξιών στην οποία είναι εισηγμένη η εταιρεία.

Να υποβάλλει επίσης το Πρόγραμμα Σκοπούμενων Εταιρικών Πράξεων εντός δύο μηνών από τη λήξη της περιόδου που αναφέρονται οι ετήσιες οικονομικές της καταστάσεις, υποχρεωτικά σε περίπτωση που οι μετοχές της διαπραγματεύονται στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης, προαιρετικά αν διαπραγματεύονται στις υπόλοιπες κατηγορίες.

Τέλος, να ενημερώνει ετησίως σχετικά με τα αποτελέσματα του φορολογικού ελέγχου που τυχόν της διενεργήθηκε.

Όλα τα στοιχεία αυτά η εταιρεία θα πρέπει να τα αποστέλλει ταυτόχρονα με τη δημοσίευσή τους εντός τεσσάρων μηνών από τη λήξη της χρήσης. Η δημοσιοποίηση στην ιστοσελίδα της εκδότριας εταιρείας των στοιχείων αυτών, δε δύναται να γίνεται νωρίτερα από τη δημοσιοποίησή τους στην ιστοσελίδα του Χ.Α. Σε περίπτωση καθυστέρησης της αποστολής τους και μέχρι την αποστολή τους οι μετοχές της εταιρείας εντάσσονται την επόμενη εργάσιμη από τη σχετική διαπίστωση από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χ.Α. στην Κατηγορία Επιτήρησης.

5.1.2 Υποχρεώσεις έκτακτης ενημέρωσης

Η νεοεισαχθείσα εταιρεία πρέπει:

- Να ενημερώνει το Χ.Α. για τη σύγκλιση κάθε Γενικής Συνέλευσης και στη συνέχεια για τις αποφάσεις της. Σε περίπτωση λήψης απόφασης για μέρισμα να ενημερώνει επακριβώς για την αποκοπή και καταβολή μερίσματος – προμερίσματος.
- Να ενημερώνει για τυχόν εταιρικές πράξεις.
- Να ενημερώνει το Χ.Α. για γεγονότα που δημοσιεύονται από τρίτο και συνιστούν πληροφορίες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων ή που συνιστούν προνομιακές πληροφορίες.
- Να ανακοινώνει τις τυχόν μεταβολές δικαιωμάτων ψήφου, απόκτηση ή μεταβίβαση συμμετοχής, από τους βασικούς μετόχους.

- Να αποστέλλει στο Χ.Α. τη γνωστοποίηση συναλλαγών των υπόχρεων προσώπων.
- Σε περίπτωση σημαντικής αλλαγής ως προς τη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων σε σχέση με τα προβλεπόμενα στο Ενημερωτικό Δελτίο, η εταιρεία πρέπει να αποστέλλει ανακοίνωση προς το Χ.Α. μόλις το Δ.Σ. της λάβει τη σχετική απόφαση, αναφέροντας τους λόγους και τις επιπτώσεις αλλαγής στο επενδυτικό της σχέδιο. Συνάμα υποχρεούται να εκδώσει και να αποστείλει προς δημοσίευση στο Χ.Α. πληροφοριακό σημείωμα, ταυτόχρονα με την αποστολή της πρόσκλησης για σύγκλιση της Γενικής Συνέλευσης που συγκαλείται για τον σκοπό αυτό. Σε περίπτωση καθυστέρησης αποστολής του πληροφοριακού σημειώματος και μέχρι την αποστολή του, οι μετοχές της εταιρείας εντάσσονται την επόμενη εργάσιμη από τη σχετική διαπίστωση από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χ.Α. στην Κατηγορία Επιτήρησης.
- Οφείλει να παρέχει στο Χ.Α. κάθε πληροφορία που αυτό της ζητά με σκοπό την προστασία του επενδυτικού κοινού και της ομαλής λειτουργίας του.
Σε περίπτωση καθυστέρησης αποστολής των πληροφοριών αυτών, με αποτέλεσμα να μην περιληφθεί η απάντηση στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών που κυκλοφορεί πριν την έναρξη της συνεδρίασης της τρίτης εργάσιμης ημέρας από την ημερομηνία περιέλευσης στην εταιρεία του σχετικού αιτήματος του Χ.Α. και μέχρι την αποστολή της, οι μετοχές της εταιρείας εντάσσονται αυτόματα την επόμενη εργάσιμη της ημέρας κατά την οποία έπρεπε να παραλειφθεί η ανακοίνωση, στην Κατηγορία Επιτήρησης.
- Σε περίπτωση που ενημερώσει αναλυτές για τα οικονομικά της αποτελέσματα, αποστέλλει στο Χ.Α. σχετική ανακοίνωση ταυτόχρονα με την τυχόν δημοσίευση ή αποστολή ή εν γένει παρουσίαση της εν λόγω ενημέρωσης στους αναλυτές.
- Να εκδώσει πληροφοριακό σημείωμα για εταιρικά γεγονότα που αφορούν σε εταιρικές αποφάσεις εξαγοράς μη εισηγμένης εταιρείας, η οποία πραγματοποιείται χωρίς αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, μεταβολή δραστηριότητας, απόσχιση κλάδου εταιρείας.

- Τέλος, υποχρεούται να ενημερώσει το Χ.Α. σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου με μετρητά, συγχώνευσης, αναδοχής κλάδου ή εισφοράς περιουσίας.

Μία εταιρεία με μετοχές εισηγμένες στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης υποχρεούται επιπλέον να αποστέλλει στο Χ.Α. το Πρόγραμμα Σκοπούμενων Εταιρικών Πράξεων σε ετήσια βάση, την ενημέρωση προς τους αναλυτές τουλάχιστον μία φορά κάθε έτος, μεταξύ της ημερομηνίας δημοσίευσης των Ετήσιων Οικονομικών της καταστάσεων και της ημέρας δημοσίευσης της πρόσκλησης για την τακτική Γενική της Συνέλευση, τον Πίνακα Διάθεσης Αντληθέντων Κεφαλαίων ελεγμένο από Ορκωτό Ελεγκτή, καθώς και την ενημέρωση για αλλαγή χρήσης Αντληθέντων Κεφαλαίων. Η ενημέρωση που αποστέλλει η εταιρεία στο Χ.Α. οφείλει να γίνεται στην ελληνική και στην αγγλική γλώσσα.

Σε περίπτωση που μία εταιρεία διαπραγματεύεται στην Κατηγορία Επιτήρησης ταυτόχρονα με τη δημοσίευση των περιοδικών οικονομικών της καταστάσεων, υποχρεούται να αποστέλλει στο Χ.Α. ανακοίνωση στην οποία να αναφέρει τους λόγους υπαγωγής της και τις ενέργειες στις οποίες έχει προβεί για την αντιμετώπιση των αιτιών που την οδήγησαν στην υπαγωγή της σ' αυτήν την Κατηγορία.

Σε εξαιρετικές περιπτώσεις ανωτέρας βίας ή απρόβλεπτων γεγονότων και ύστερα από σχετικό αίτημα της εταιρείας, το αρμόδιο όργανο του Χ.Α. μπορεί να παρατείνει την ισχύουσα εκάστοτε προθεσμία αποστολής της ενημέρωσης.

Συνάμα η αναστολή διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών μιας εταιρείας αποφασίζεται από τον Πρόεδρο του Δ.Σ. του Χ.Α. κατόπιν εισήγησης της αρμόδιας διεύθυνσης του Χ.Α., στην οποία αναφέρονται τα στοιχεία βάσει των οποίων μπορεί να αποφασιστεί η αναστολή. Η εισήγηση καθώς και η προηγούμενη ακρόαση της εταιρείας, οι μετοχές της οποίας πρόκειται να τεθούν σε αναστολή διαπραγμάτευσης, μπορεί να παραλείπεται σε έκτακτες και επείγουσες περιστάσεις κατά τις οποίες οι ανάγκες προστασίας των επενδυτών και της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς, απαιτούν την άμεση λήψη της σχετικής απόφασης. Η απόφαση γνωστοποιείται στην εταιρεία και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και δημοσιεύεται αμέσως μετά τη λήψη της στην ιστοσελίδα του Χ.Α. και το Ημερήσιο Δελτίο Τιμών. Σε περίπτωση άρσης της αναστολής οι μετοχές της εκδότριας παραμένουν στην Επιτήρηση για ένα μήνα και στη συνέχεια μεταφέρονται στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης.

Τέλος η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αυτεπαγγέλτως ή κατόπιν εισήγησης του Δ.Σ. του Χ.Α. μπορεί να αποφασίζει τη διαγραφή μιας κινητής αξίας από το Χ.Α. όταν έχει την πεποίθηση ότι λόγω ειδικών συνθηκών η ομαλή και κανονική αγορά αυτής της κινητής αξίας δεν δύναται να διατηρηθεί.

5.2 Κόστη Εισαγωγής Νεοεισερχομένων Εταιρειών στο Χ.Α.

Μετά την απόφαση εισαγωγής των μετοχών της για διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο με Δημόσια Εγγραφή, η εκδότρια εταιρεία υποχρεούται να αναλάβει κόστη εισαγωγής και διαπραγμάτευσης, όπως παρουσιάζονται παρακάτω:

- διοικητικές δαπάνες πριν το στάδιο εισαγωγής και
- οικονομικές υποχρεώσεις πριν και κατά τη διάρκεια διαπραγμάτευσης στο Χ.Α.

5.2.1 Διοικητικές δαπάνες

Αρχικά και όσον αφορά στις διοικητικές δαπάνες πριν το στάδιο εισαγωγής, η εκδότρια εταιρεία καταβάλλει προμήθεια στους Συμβούλους και στους Αναδόχους της έκδοσης, η οποία διαχωρίζεται στην Προμήθεια Αναδοχής (Under Fee) που υπολογίζεται σε ποσοστό 2-3% επί της αξίας των μετοχών που εγγυάται ο Ανάδοχος να καλύψει κατά τη Δημόσια Εγγραφή, και την Προμήθεια Δικτύου (Selling Fee) που υπολογίζεται σε ποσοστό 0,50-1% επί της αξίας των κατανεμηθεισών μετοχών ανά Τράπεζα που έχει αναλάβει τη διάθεση των μετοχών. Παράλληλα πληρώνει αμοιβές εμπειρογνομόνων, ορκωτών λογιστών, κόστη για τη συγγραφή, έκδοση και κυκλοφορία του Ενημερωτικού Δελτίου, κόστη διαφήμισης της έκδοσης κ.α.

5.2.2 Οικονομικές υποχρεώσεις

Όσον αφορά στις οικονομικές υποχρεώσεις της νεοεισερχόμενης εταιρείας πριν και κατά τη διάρκεια διαπραγμάτευσης των μετοχών της, οι χρεώσεις της προς το Χ.Α. διακρίνονται για δικαιώματα εισαγωγής και εγγραφής και δικαιώματα διαπραγμάτευσης, ως εξής:

A. Δικαιώματα εγγραφής. Αφορά εφάπαξ καταβολή ποσού δικαιώματος εγγραφής, το ύψος του οποίου υπολογίζεται σύμφωνα με την παρακάτω κλίμακα :

- ποσοστό 0,08% για αξία εισερχομένων τίτλων μέχρι του ποσού €1.500.000.000
- ποσοστό 0,04% για αξία εισερχομένων τίτλων για ποσό €1.500.000.001 έως €3.000.000.000
- ποσοστό 0,02% για αξία εισερχομένων τίτλων για ποσό €3.000.000.001 και άνω.

Η αξία των προς εισαγωγή μετοχών προκύπτει ως το γινόμενο του αριθμού των εισαγόμενων τίτλων επί την τιμή εισαγωγής, ενώ ως κατώτατο όριο εφάπαξ δικαιώματος εγγραφής για την Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης ορίζεται το ποσό €10.000.

Με την έγκριση της αίτησης της εταιρείας για την εισαγωγή των μετοχών της στο Χ.Α., η εταιρεία καταβάλλει για έξοδα εξέτασης της αίτησης εφάπαξ ποσό €20.000 για την Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης ή €10.000 για την Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης. Το ποσό αυτό καταβάλλεται ανεξάρτητα από το εάν οι μετοχές της εταιρείας εισαχθούν στο Χ.Α. και σε περίπτωση εισαγωγής τους θα αφαιρεθούν από το εφάπαξ δικαίωμα εγγραφής που πρέπει να καταβάλλει η εταιρεία.

B. Δικαιώματα διαπραγμάτευσης. Αφορά προκαταβολή στο Χ.Α. τριμηνιαίων συνδρομών για δικαιώματα διαπραγμάτευσης, το ύψος των οποίων υπολογίζεται σύμφωνα με τις παρακάτω κλίμακες:

Για τη διαπραγμάτευση στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης

- ποσοστό 0,01% για ποσό έως €2.935.000
- ποσοστό 0,008% για ποσό €2.935.001 έως €8.800.000
- ποσοστό 0,006% για ποσό €8.800.001 έως €14.600.000
- ποσοστό 0,004% για ποσό €14.600.001 έως €29.350.000
- ποσοστό 0,003% για ποσό €29.350.001 έως €58.690.000
- ποσοστό 0,002% για ποσό €58.690.001 έως €147.730.000
- ποσοστό 0,0012% για ποσό €147.730.001 έως €293.470.000
- ποσοστό 0,0006% για ποσό €293.470.001 και άνω.

Για τη διαπραγμάτευση στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης

- ποσοστό 0,003% για ποσό έως €50.000.000
- ποσοστό 0,0025% για ποσό €50.000.001 και άνω.

Η αξία των εισηγμένων τίτλων της εταιρείας υπολογίζεται ως το γινόμενο του αριθμού των εισηγμένων μετοχών επί τη μέση τιμή της μετοχής (του τελευταίου μήνα του προηγούμενου τριμήνου αναφοράς). Κατ' εξαίρεση, και μόνο για την πρώτη τριμηνιαία συνδρομή της εταιρείας, ως μέση τιμή της μετοχής λαμβάνεται η τιμή εισαγωγής.

Οι τριμηνιαίες συνδρομές υπολογίζονται βάσει της Κατηγορίας που διαπραγματεύθηκαν οι μετοχές της εισηγμένης εταιρείας τις τελευταίες 45 ημέρες πριν τη λήξη του τριμήνου και προκαταβάλλονται στο ακέραιο στην αρχή κάθε ημερολογιακού τριμήνου, ανεξαρτήτως των ημερών διαπραγμάτευσης των τίτλων της εταιρείας μέσα στο τρίμηνο.

Σε περίπτωση που η εταιρεία διαπραγματεύεται στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης, είτε οικειοθελώς, είτε λόγω χαμηλής εμπορευσιμότητας, είτε λόγω χαμηλής διασποράς, αν και έχει κεφαλαιοποίηση άνω των €100.000.000, ή σε περίπτωση που διαπραγματεύεται στις Κατηγορίες Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών και Επιτήρησης, καταβάλλει συνδρομές με την κλίμακα των εταιρειών της Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης. Ενώ το ελάχιστο ύψος τριμηνιαίας συνδρομής για μία εταιρεία που έχει εισαχθεί στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης δεν μπορεί να είναι ετησίως μικρότερο από €1.000 και μεγαλύτερο από €8.000.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ - Η ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗΣ

Τόσο κατά τα ελληνικά δεδομένα, όσο και στις διεθνείς αγορές έχει παρατηρηθεί ότι οι αρχικές εισαγωγές εταιρειών στις Χρηματιστηριακές Αγορές με Δημόσια Προσφορά συνδέονται με συνθήκες υποτίμησης των νεοεισαχθεισών μετοχών τους σε σχέση με την τιμή της αγοράς, παρουσιάζοντας θετική απόδοση με βάση το κλείσιμο της τιμής της μετοχής κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

Το φαινόμενο της υποτιμολόγησης (underpricing) στις Δημόσιες Προσφορές καταγράφηκε αρχικά σε μελέτη του Ibbotson το 1975. Κατόπιν η διεθνής οικονομική βιβλιογραφία και αρθρογραφία, έχει παρουσιάσει μεγάλο αριθμό αναλύσεων, ενώ πιο πρόσφατες μελέτες των Loughran, Ritter και Rydqvist (1994) (μελέτη ενημερωμένη 2003) (Πίνακας 1) απέδειξαν ότι είναι ένα διαχρονικό χαρακτηριστικό των περισσότερων Χρηματιστηριακών Αγορών ανά τον κόσμο.

Αντικείμενα έρευνας και ανάλυσης των μελετών αυτών αποτελούν συνάμα και η ύπαρξη του φαινομένου της υποτιμολόγησης και οι αιτίες εμφάνισής του. Σχετικά με την Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά και την ύπαρξη του φαινομένου της υποτιμολόγησης στις αρχικές εισαγωγές των εταιρειών στο Χ.Α. με Δημόσια Προσφορά, έχουν γίνει αξιόλογες μελέτες, μέρος των οποίων εμφανίζουν τα εμπειρικά τους αποτελέσματα ως ακολούθως (Πίνακας 2).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Μέση Υποτιμολόγηση Αρχικών Εισαγωγών 38 Χωρών

ΧΩΡΑ	ΜΕΛΕΤΗΤΕΣ	ΔΕΙΓΜΑ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΜΕΣΗ ΑΡΧΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	Lee, Taylor & Walter, Woo	381	1976-1995	12,1%
ΑΥΣΤΡΙΑ	Aussenegg	83	1984-2002	6,3%
ΒΕΛΓΙΟ	Rogierr, Manigart & Ooghe, Manigart	86	1984-1999	14,6%
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-1990	78,5%
ΓΑΛΛΙΑ	Husson & Jacquillat, Leleux & Muzyka, Paliard & Belletante, Derrien & Womack, Chahine	571	1983-2000	11,6%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	Ljungqvist	407	1978-1999	27,7%
ΔΑΝΙΑ	Jakobsen & Sorensen	117	1984-1998	5,4%
ΕΛΒΕΤΙΑ	Drobetz, Kammermann & Walchli	120	1983-2000	34,9%
ΕΛΛΑΔΑ	Kazantzis & Thomas, Nounis	338	1987-2002	49,0%
ΙΑΠΩΝΙΑ	Fukuda, Dawson & Hiraki, Hebner & Hiraki, Pettway & Kaneko, Hamao, Packer & Ritter, Kaneko & Pettway	1.689	1970-2001	28,4%
ΙΝΔΙΑ	Krishnamurti & Kumar	98	1992-1993	35,3%
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	Hanafi, Ljungqvist & Yu	237	1989-2001	19,7%
ΙΣΠΑΝΙΑ	Ansotegui & Fabregat	99	1986-1998	10,7%
ΙΣΡΑΗΛ	Kandel, Sarig & Wohl, Amihud & Hauser	285	1990-1994	12,1%
ΙΤΑΛΙΑ	Arosio, Giudici & Paleari, Cassia, Paleari & Redondi	181	1985-2001	21,7%
ΚΑΝΑΔΑΣ	Jog & Riding, Jog & Srivastava, Kryzanowski & Rakita	500	1971-1999	6,3%
ΚΙΝΑ	Datar & Mao, Gu & Qin (A shares)	432	1990-2000	256,9%
ΚΟΡΕΑ	Dhatt, Kim & Lim, Ihm, Choi & Heo	477	1980-1996	74,3%
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	Isa, Isa & Yong	401	1980-1998	104,1%
ΜΕΞΙΚΟ	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-1990	33,0%
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	Vos & Cheung, Camp & Munro	201	1979-1999	23,0%
ΝΙΓΗΡΙΑ	Ikoku	63	1989-1993	19,1%
ΝΟΡΒΗΓΙΑ	Emilsen, Pedersen & Sættem	68	1984-1996	12,5%
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	Page & Reyneke	118	1980-1991	32,7%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	Wessels, Eijgenhuijsen & Buijs, Jenkinson, Ljungqvist & Wilhelm	143	1982-1999	10,2%
ΠΟΛΩΝΙΑ	Jelic & Briston	140	1991-1998	27,4%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	Almeida & Duque	21	1992-1998	10,6%
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	Lee, Taylor & Walter, Dawson	441	1973-2001	29,6%
ΣΟΥΗΔΙΑ	Rydqvist, Schuster	332	1980-1998	30,5%
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	Sullivan & Unite	104	1987-1997	22,7%
ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	Keloharju, Westerholm	99	1984-1997	10,1%
ΧΙΛΗ	Aggarwal, Leal & Hernandez, Celis & Maturana	55	1982-1997	8,8%
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	McGuinness, Zhao & Wu, Ljungqvist & Yu	857	1980-2001	17,3%

Πηγή: J.Ritter-T.Loughran-K.Rydqvist (International insights, Pacific-Basin Finance Journal Vol.2,pp.165-199,June 1994-Updated June 25, 2003)

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Μέση Αρχική Απόδοση Αρχικών Εισαγωγών στο Χ.Α.

ΜΕΛΕΤΗΤΕΣ	ΔΕΙΓΜΑ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΜΕΣΗ ΑΡΧΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Kazantzis-Levis (1995)	79	1987-1991	48,5%
Παπαϊωάννου-Τραυλός (1995)	101	1987-1994	34%
Kazantzis-Thomas (1996)	129	1987-1994	51,7%
Νούνης (2004)	345	1976-2003	27,5%
Κασιμάτη (2004)	144	1999-2004	25,4%

Πιο αναλυτικά, από τη μελέτη των Kazantzis και Levis (1995) για τις αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α. την περίοδο 1987–1991, 79 εταιρειών, η μέση απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσής τους είναι 48,5%. Επίσης από τη μελέτη των Παπαϊωάννου και Τραυλού (1995) για το χρονικό διάστημα 1987–1994, σε δείγμα 101 Δημόσιων Εγγραφών, προκύπτει ότι οι τιμές εισαγωγής είναι κατά μέσο όρο 34% χαμηλότερες των τιμών κλεισίματος των μετοχών των εταιρειών αυτών μετά την πρώτη ημέρα των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Για την ίδια χρονική περίοδο η έρευνα των Kazantzis και Thomas (1996), σε δείγμα 129 εισαγωγών με Δημόσια Εγγραφή δίνει μέση αρχική απόδοση ποσοστού 51,7%. Ακολουθώντας χρησιμοποιώντας στοιχεία για την περίοδο 1976 – 2003, για 345 εταιρείες, ο Νούνης (2004) εξάγει το συμπέρασμα ότι η υπερβάλλουσα μέση απόδοση των Δημόσιων Εγγραφών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης είναι ποσοστού 27,5%.

Τέλος η Κασιμάτη (2004) εξετάζοντας τις νέες εισαγωγές με Δημόσια Προσφορά στο Χ.Α. την περίοδο 1999 – 2004, 144 εταιρειών, εξάγει ως μέση αρχική απόδοση ποσοστό 25,4%.

6.1 Θεωρίες και Βιβλιογραφία Υποτίμησης Αρχικών Εισαγωγών με Δημόσια Προσφορά

Από την υπάρχουσα διεθνή οικονομική βιβλιογραφία και αρθρογραφία προκύπτει ότι το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των αρχικών εισαγωγών με Δημόσια Προσφορά λαμβάνει θεωρητικές εξηγήσεις που αναλύονται σε:

- Θεωρίες με βάση την υπόθεση συνθηκών τέλειας πληροφόρησης (Perfect Information Sets)
- Θεωρίες με βάση την υπόθεση συνθηκών ατελούς πληροφόρησης (Imperfect Information Sets)

6.1.1 Υπόθεση ύπαρξης Συνθηκών Τέλειας Πληροφόρησης

Η υπόθεση ότι όλα τα εμπλεκόμενα μέλη στην εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο με Δημόσια Προσφορά έχουν κοινή και πλήρη πληροφόρηση για την εταιρεία και την αγορά, οδηγεί αυτομάτως και στην ενσωμάτωση όλων αυτών των πληροφοριών στην τιμή εισαγωγής της.

Ως εκ τούτου η τιμή εισαγωγής μιας εταιρείας θα έπρεπε να συμπίπτει με αυτήν της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσής της. Ο ορισμός της τιμής εισαγωγής σε επίπεδο υψηλότερο από την προσδοκώμενη τιμή της αγοράς συνεπάγεται μείωση της ζήτησης των μετοχών και αδυναμία διάθεσής τους. Αντιθέτως ο ορισμός της τιμής εισαγωγής σε επίπεδο χαμηλότερο από την προσδοκώμενη τιμή της αγοράς συνεπάγεται αυξημένη ζήτηση για τους τίτλους που όμως επιβαρύνει τη θέση του εκδότη που θα μπορούσε να αποκομίσει περισσότερα έσοδα από την εισαγωγή.

Με βάση αυτήν την υπόθεση αναπτύχθηκαν μεταξύ άλλων, οι εξής θεωρίες:

6.1.1.α. Θεωρίες μείωσης κινδύνου αναδοχής

Η υποτιμολόγηση των νεοεισαγόμενων τίτλων προωθεί την πλήρη κάλυψη της διάθεσής τους με Δημόσια Προσφορά προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος αναδοχής. Κατά τους Affleck, Graves και Miller (1989) μάλιστα λόγω του ότι στις ΗΠΑ οι κανονισμοί εισαγωγής δεν εξασφαλίζουν πάντα την κάλυψη του κόστους αναδοχής, η μείωση του κινδύνου αναδοχής είναι ένας τρόπος εξισορρόπησης του κόστους που αναλαμβάνουν οι ανάδοχοι.

6.1.1.β Θεωρίες εξασφάλισης έναντι νομικών κινδύνων

Σύμφωνα με τη νομοθεσία κάποιων Χρηματιστηριακών Αγορών τόσο ο ανάδοχος όσο και η εκδότρια εταιρεία ευθύνονται για τις ζημιές που μπορεί να υποστούν οι επενδυτές από την παροχή λανθασμένων ή ελλιπών πληροφοριών σχετικά με την έκδοση. Κατά συνέπεια σύμφωνα με τους Tinic (1988), Hughes και Thakor (1992) η υποτιμολόγηση των τίτλων εισαγωγής μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο νομικών προστριβών και επίρρησης ευθυνών σε ανάδοχο και εκδότρια από τους επενδυτές. Συγκεκριμένα ο Tinic (1988) συγκρίνει 70 αρχικές εισαγωγές εταιρειών στο Χρηματιστήριο των ΗΠΑ το χρονικό διάστημα 1923–1930, δηλαδή πριν την εφαρμογή του Νόμου Τίτλων το 1933 (Security Act), με 134 αρχικές εισαγωγές το χρονικό διάστημα 1966-1971. Η έρευνά του απέδειξε ότι την πρώτη χρονική περίοδο πριν την εφαρμογή του νόμου η μέση αρχική υποτίμηση ήταν 5,2% σε αντιστοιχία με το 11,1% της δεύτερης. Συμπερασματικά η υποτιμολόγηση των τίτλων γίνεται εντονότερη λόγω της εφαρμογής του νόμου κυρώσεων. Βέβαια επειδή το δείγμα διαφέρει κατά πολύ σε μέγεθος, χρονική διάρκεια και επικρατούσες συνθήκες δεν μπορούμε να δεχθούμε το νομικό κίνδυνο ως πρωταρχική αιτία υποτιμολόγησης, αν και σύμφωνα με έρευνα των Lowry και Shu (2002) οι αποζημιώσεις που κατέβαλαν το 6% των νεοεισαχθεισών εταιρειών στο Χρηματιστήριο των ΗΠΑ τα έτη 1995–1998 λόγω παραβάσεων σχετικών με την πληροφόρηση κατά τη Δημόσια Προσφορά, αγγίζει το 13% των εσόδων τους από την αρχική εισαγωγή τους.

6.1.1.γ Θεωρίες υπερκάλυψης – ρευστότητας - διασποράς

Λόγω της υπόθεσης επαρκούς και πλήρους πληροφόρησης όλων των μερών της αγοράς, η υποτιμολόγηση μπορεί να εξασφαλίσει την κάλυψη της έκδοσης. Κατά τους Chowdhry και Sherman (1996) οι επενδυτές μπορούν να γνωρίζουν πριν την τελική διαμόρφωση της τιμής διάθεσης τα επίπεδα στα οποία θα κινηθεί οπότε και κατά συνέπεια την κάλυψη ή μη της έκδοσης.

Έτσι ο φόβος για την αποτυχία της έκδοσης και το κόστος το οποίο αυτό συνεπάγεται οδηγούν σε υποτιμολόγηση πολύ μεγαλύτερη απ' αυτήν που θα υπήρχε σε συνθήκες ατελούς πληροφόρησης. Όσο μεγαλύτερη είναι η υποτίμηση των μετοχών νεοεισαχθεισών εταιρειών τόσο περισσότεροι επενδυτές θα συμμετέχουν με

αποτέλεσμα την εξασφάλιση συμμετοχής μεγάλου αριθμού νέων μετόχων. Σύμφωνα με τους Booth και Chua (1996) η κατανομή των μετοχών σε ευρύ φάσμα συμμετεχόντων στη Δημόσια Προσφορά, αυξάνει αυτόματα τη ρευστότητα και την εμπορευσιμότητα των μετοχών κατά τη διαπραγμάτευσή τους και κατά συνέπεια την αύξηση της συνολικής αξίας της εταιρείας.

Επίσης κατά τους Brennan και Franks (1997) η υποτίμηση εκτός από τη ρευστότητα και την εμπορευσιμότητα των μετοχών μετά τη Δημόσια Προσφορά, σχετίζεται και με τη διασπορά των μετοχών της εταιρείας. Όσο μεγαλύτερη είναι η υποτιμολόγηση, τόσο περισσότεροι νέοι μέτοχοι συμμετέχουν στην εταιρεία με αποτέλεσμα να αυξάνεται η διασπορά των μετοχών τόσο ώστε για μεγάλο χρονικό διάστημα μετά την εισαγωγή κανένας από τους νέους μετόχους να μην έχει ποσοστό μετοχών τέτοιο που να μπορεί να πάρει τον έλεγχο της εταιρείας.

6.1.2. Υπόθεση ύπαρξης Συνθηκών Ατελούς Πληροφόρησης

Ένας μεγάλος αριθμός θεωριών και μελετών βασίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχει ετερογένεια ή ασυμμετρία πληροφοριών μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών στην εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο με Δημόσια Προσφορά και μπορεί να εκφραστεί ανάμεσα στον εκδότη και τον ανάδοχο, τον εκδότη, τον ανάδοχο και τους επενδυτές, είτε ανάμεσα στους επενδυτές. Η ύπαρξη αυτών των συνθηκών προάγει την υποτίμηση των τίτλων προκειμένου είτε να επισημανθεί η πραγματική αξία της εκδότριας εταιρείας (Θεωρίες Σήμανσης - Signaling Theories) με σκοπό τη μετά την εισαγωγή απεικόνισή της στην τιμή αγοράς, είτε να διευκολύνει τη διάθεση της έκδοσης των νέων τίτλων στην αγορά (Θεωρίες Ασύμμετρων Πληροφοριών - Asymmetric Information).

Οι θεωρίες αυτές αναλύονται ως εξής:

6.1.2.α Θεωρίες Σήμανσης

Κατά τους Allen και Faulhaber (1989), Grinblatt και Hwang (1989) και Chemmanur (1993) οι εκδότριες εταιρείες που οι μετοχές τους εισάγονται για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο έχουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τις μελλοντικές χρηματικές ροές τους από τους επενδυτές. Προκειμένου λοιπόν να σημάνουν την

πραγματική τους αξία, οι «υψηλής ποιότητας» εταιρείες επιλέγουν να υποτιμήσουν τους νέους τίτλους εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο. Σύμφωνα με τα μοντέλα σήμανσης οι ισχυρής ποιότητας εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να υποστούν το κόστος της υποτιμολόγησης των τίτλων τους, αφού δηλώνουν ικανές να το αναπληρώσουν με τη διαμόρφωση ανοδικής πορείας των μετοχών τους κατά τη διαπραγμάτευση στην αγορά και με την πεποίθηση της θετικής ανταπόκρισης των επενδυτών σε μια μελλοντική νέα έκδοση τίτλων σε σαφώς υψηλότερες τιμές. Μ' αυτόν τον τρόπο η υποτιμολόγηση οδηγεί σε αύξηση της απόδοσης των μετοχών της εταιρείας κατά την εισαγωγή διαπραγμάτευσης, μεγαλύτερη απ' ό,τι σε κάθε άλλη περίπτωση και ταυτόχρονα επιτρέπει και την σύντομη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με την έκδοση νέων τίτλων.

Με έρευνά τους οι Gary Koop και Kai Li (1998) σε δείγμα 833 νεοεισαχθεισών εταιρειών και 1.846 ήδη εισηγμένων εταιρειών που έκδοσαν νέους τίτλους, επιβεβαίωσαν ότι οι εταιρείες υποτιμούν την αξία τους κατά την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο, ενώ την αποτιμούν αποτελεσματικά όταν πρόκειται να εκδώσουν νέους τίτλους.

Ο Welch (1992) καταλήγει στο ότι οι εταιρείες υποτιμούν ουσιαστικά την αξία τους κατά την εισαγωγή με σκοπό να αντλήσουν από την αγορά σε δεύτερο χρόνο νέα και περισσότερα κεφάλαια. Μάλιστα επισημαίνει ότι μεγαλύτερη υποτίμηση συνεπάγεται πιο πιθανή, πιο σύντομη και πιο μεγάλη έκδοση νέων τίτλων.

Μελέτες των Jegadeesh, Weinstein και Welch (1993) απέδειξαν αφενός ότι επιχειρήσεις με αυξημένες αποδόσεις κατά την εισαγωγή τους προχώρησαν μέσα σε διάστημα τριών ετών σε μεγάλη αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, αφετέρου όμως θεωρούν αδύναμη τη «θεωρία σήμανσης» ως κύριο και καθοριστικό παράγοντα για υποτιμολόγηση αφού βρίσκουν ότι η συμπεριφορά των τιμών των νέων τίτλων κατά την πορεία των διαπραγματεύσεών τους ερμηνεύει με μεγαλύτερη ακρίβεια τις αποφάσεις των εταιρειών.

6.1.2.β Θεωρίες ασυμμετρίας πληροφοριών αναδόχου

Στηριζόμενος στην πλεονεκτική θέση του αναδόχου σχετικά με την πρόσβαση σε πληροφορίες της αγοράς ο Baron (1982) αιτιολογεί την ύπαρξη της υποτιμολόγησης των τίτλων εισαγωγής. Ο ανάδοχος έχοντας σαφώς καλύτερη γνώση

της αγοράς, την εμπειρία και την ευθύνη για την κάλυψη της έκδοσης προτιμά να υποτιμήσει τους τίτλους εισαγωγής προκειμένου να εξασφαλίσει την επιτυχία της. Η εκδότρια εταιρεία από τη μεριά της δεν μπορεί να επέμβει στη διαμόρφωση της τιμής εισαγωγής, ούτε να αντιδράσει στην υποτιμολόγηση των τίτλων της από την στιγμή που αναθέτει την εισαγωγή της με Δημόσια Προσφορά στον ανάδοχο. Άλλωστε κατά τους Carter, Dark και Sirgh (1998) ένας ανάδοχος με καλή φήμη και κύρος μπορεί να εξασφαλίσει την επιτυχία της έκδοσης ενώ σύμφωνα με μελέτες τους, οι κατά μέσο όρο μακροπρόθεσμες αποδόσεις της δεν είναι σχετικά πολύ αρνητικές.

Παράλληλα η υποτιμολόγηση των τίτλων εισαγωγής μειώνει τόσο τον κίνδυνο μη κάλυψης της έκδοσης από τους επενδυτές, οπότε και την ευθύνη κάλυψής της από τον ανάδοχο, όσο και το κόστος διάθεσης του αναδόχου αυξάνοντας έτσι τα κέρδη του αναδόχου αφού λαμβάνει κανονικά την αμοιβή αναδοχής από τον εκδότη.

Προκειμένου να ελέγξουν την υπόθεση του Baron, οι Muscarella και Vetsuypens (1989) έλεγξαν δείγμα 38 εισαγωγών στις ΗΠΑ το διάστημα 1971–1987 στις οποίες ο εκδότης αναλάμβανε και την αναδοχή της έκδοσης. Σε αυτές τις περιπτώσεις ο εκδότης και ο ανάδοχος κατείχαν τις ίδιες πληροφορίες οπότε και θα αναμενόταν σύμφωνα με τον Baron, η μη ύπαρξη υποτιμολόγησης ή έστω και υποτιμολόγηση πολύ μικρότερη απ' αυτήν που θα παρατηρούνταν αν εκδότης και ανάδοχος δεν ταυτίζονταν. Αντιθέτως τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι η υποτιμολόγηση ήταν τόση όσο και στις περιπτώσεις μη ταύτισης εκδότη και αναδόχου, οπότε και δεν επιβεβαιώθηκε το μοντέλο του Baron.

Αντιθέτως έρευνες των Ljungqvist και Wilhelm (2003) απέδειξαν ότι συμμετοχή του αναδόχου στο μετοχικό κεφάλαιο της εκδότριας εταιρείας πριν την εισαγωγή, συσχετίζεται άμεσα με την υποτιμολόγηση της εισαγωγής. Κατά συνέπεια όσο μεγαλύτερη ήταν η σχέση του αναδόχου με την προς εισαγωγή εταιρεία, τόσο λιγότερο υποτιμολογήθηκαν οι τίτλοι προς εισαγωγή.

Κατά τους Ellis, Michaely και O' Hara (2000) οι ανάδοχοι υποστηρίζουν ενεργά τη διαπραγμάτευση των νέων τίτλων στην προσπάθειά τους να σταθεροποιήσουν την τιμή. Ταυτόχρονα αποδεικνύουν ότι όσο μεγαλύτερη ήταν η υποτιμολόγηση για την εισαγωγή, τόσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη από τις αγοραπωλησίες κατά τη διαπραγμάτευση.

Τέλος οι Loughran και Ritter (2003) υποστηρίζουν ότι η υποτιμολόγηση από τον ανάδοχο γίνεται επιμελώς προκειμένου να καρπωθεί άμεσα κέρδη τόσο αυτός όσο και οι πελάτες του.

6.1.2.γ Θεωρίες ασυμμετρίας πληροφοριών επενδυτών

Στηριζόμενος στην υπόθεση της ετερογένειας των πληροφοριών ανάμεσα στους επενδυτές, ο Rock (1986) υποστηρίζει ότι υπάρχουν καλά πληροφορημένοι επενδυτές οι οποίοι συμμετέχουν στις εκδόσεις των νέων τίτλων, με ένα μεγάλο αριθμό μετοχών, μόνο όταν αναμένουν ότι οι αποδόσεις θα είναι υψηλές, προκαλώντας μάλιστα και υπερκάλυψη της προσφοράς περιορίζοντας έτσι τους λιγότερο πληροφορημένους. Αντιθέτως απέχουν από τις εκδόσεις που θεωρούν υπερτιμημένες, με αποτέλεσμα να συμμετέχουν σ' αυτές μόνο απληροφόρητοι επενδυτές οι οποίοι τελικά αποκτούν μεγάλο αριθμό υπερτιμημένων μετοχών (υπόθεση της κακοτυχίας του νικητή - winner's course). Προκειμένου για την αποφυγή του εγκλωβισμού των κεφαλαίων των απληροφόρητων επενδυτών και την ενθάρρυνση της συμμετοχής τους σε νέες εκδόσεις, σύμφωνα με τον Rock, ο ανάδοχος μιας έκδοσης πρέπει να υποτιμολογεί τους προς εισαγωγή τίτλους, κατά τέτοιο ποσοστό που να εξασφαλίζει για τους απληροφόρητους επενδυτές ως μέση αρχική απόδοση τουλάχιστον ίση με την απόδοση επενδύσεων μηδενικού κινδύνου.

Οι Koh και Walter (1989) κατέληξαν στο ότι οι απληροφόρητοι επενδυτές φαίνεται να αποκομίζουν αποδόσεις επενδύσεων μηδενικού κινδύνου, αυξάνοντας όμως την πιθανότητα να καταλήξουν με μεγαλύτερα ποσοστά υπερτιμημένων τίτλων.

Αντιστοίχως οι Lee, Taylor και Walter (1996) εξετάζοντας δείγμα 266 αρχικών εισαγωγών στην Αυστραλία κατά το διάστημα 1976–1989, επιβεβαιώνουν την υπόθεση του Rock, αφού βρήκαν υποτίμηση ίση με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

Οι Beatty και Ritter (1986) στηριζόμενοι στην ασυμμετρία πληροφόρησης των επενδυτών υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές διακατέχονται από αβεβαιότητα σχετικά με την πραγματική αξία των τίτλων και προκειμένου για την εξισορρόπησή της απαιτούν ανάλογη υποτιμολόγηση των τίτλων εισαγωγής, συνδέοντας έτσι με θετική σχέση το μέγεθος της υποτίμησης με το βαθμό της αβεβαιότητας των επενδυτών. Η υποτιμολόγηση των τίτλων προς εισαγωγή γίνεται από τους αναδόχους τους οποίους οι ανόμοια πληροφορημένοι επενδυτές εμπιστεύονται ή απορρίπτουν για την

αξιοπιστία της πιστοποίησης της αξίας των τίτλων. Μια επιτυχημένη πορεία αναλήψεων αναδόχων, σωστών εκτιμήσεων των αξιών τίτλων προς εισαγωγή και θετικές αποδόσεις των τίτλων προς διαπραγμάτευση, αυξάνουν τη φήμη και την αξιοπιστία των αναδόχων, κερδίζουν την εμπιστοσύνη επενδυτών και εκδοτών και εξασφαλίζει την επιτυχία της αναδοχής και της έκδοσης. Κατ' επέκταση οι ανάδοχοι πασχίζουν για τον όσο το δυνατό καλύτερο καθορισμό της πραγματικής αξίας των μετοχών και σε καμία περίπτωση την υπερτιμολόγησή τους ώστε να μη διαταραχθεί η αξιοπιστία τους. Παρομοίως οι Booth και Smith (1986) αναγνωρίζουν το ρόλο των αναδόχων ως πιστοποιητών της τιμής εισαγωγής. Οι εκδότριες εταιρείες αναθέτουν σε αξιόπιστους για το επενδυτικό κοινό αναδόχους την έκδοση των τίτλων τους, προκειμένου να εξασφαλίσουν την επιτυχία της.

Σε αντίθεση με τις προηγούμενες θεωρίες, οι Carter και Manaster (1990) υποστηρίζουν ότι η ασυμμετρία πληροφόρησης των επενδυτών που οδηγεί στην επίδειξη εμπιστοσύνης σε αξιόπιστους αναδόχους, επιτρέπει στους αναγνωρισμένους αναδόχους να υποτιμούν λιγότερο τους προς εισαγωγή τίτλους με αποτέλεσμα να εμφανίζονται μικρότερες αρχικές αποδόσεις κατά τη διαπραγμάτευση. Κατά τους Carter και Manaster λοιπόν, υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της ποιότητας του αναδόχου και του μεγέθους της υποτίμησης των νεοεισαγόμενων τίτλων.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι Bhabra και Pettway (1996) παρατήρησαν ότι η υπόθεση αναγνώρισης των αναδόχων, λόγω της ετερογένειας των πληροφοριών των επενδυτών, έρχεται σε αντίθεση με τις θεωρίες σήμανσης που θέλουν τις εταιρείες υψηλής ποιότητας να υποτιμούν εσκεμμένα τους προς εισαγωγή τίτλους τους, αφού απέδειξαν ότι οι υψηλής ποιότητας εταιρείες αναθέτουν σε αναγνωρισμένους αναδόχους τις εκδόσεις τους.

Σύμφωνα με τον Welch (1992) η υποτιμολόγηση γίνεται προκειμένου να εκδηλωθεί μια ομαδική προτίμηση προς την έκδοση (φαινόμενο του συρμού – cascade hypothesis). Ο Welch παρατήρησε ότι η εγγραφή των καλά πληροφορημένων επενδυτών σε μια Δημόσια Προσφορά είναι ικανή να συμπαρασύρει και άλλους επενδυτές λιγότερο πληροφορημένους. Αντιθέτως λειτουργεί ανασταλτικά τόσο για απληροφόρητους όσο και για σχετικά πληροφορημένους επενδυτές, μια μικρή αρχική ζήτηση της έκδοσης. Έτσι η υποτιμολόγηση των προς εισαγωγή τίτλων είναι ικανή να προσελκύσει αρχικά επενδυτές των οποίων η εγγραφή στην έκδοση θα συμπαρασύρει και άλλους με

αποτέλεσμα την κάλυψη της έκδοσης. Το φαινόμενο αυτό γίνεται εντονότερο όσο αυξάνεται η συμμετοχή για τους τίτλους της έκδοσης, οπότε και παρατηρείται υπερβάλλουσα ζήτηση που με την σειρά της δημιουργεί υπεραισιοδοξία για την έκδοση οδηγώντας τους επενδυτές που δεν κατάφεραν να αποκτήσουν νέους τίτλους μέσω της Δημόσιας Προσφοράς, στο να αγοράζουν τις μετοχές κατά την εισαγωγή τους και χωρίς να επιδεικνύουν ορθολογική συμπεριφορά. Η διαρκής αυτή αναθέρμανση της ζήτησης της μετοχής δημιουργεί τις λεγόμενες καυτές εκδόσεις (hot issues), οι οποίες με την σειρά τους οδηγούν σε κερδοσκοπική φυσαλίδα (speculative bubble) στην Χρηματιστηριακή Αγορά.

Κατά την έρευνα του Ulrich (1989) η συνεχής υποαπόδοση παρατηρείται κατά τους δέκα έως δώδεκα μήνες μετά την εισαγωγή, χωρίς όμως να ανταποκρίνεται στην απότομη μεταβολή της θεωρίας του Welch.

Εμπειρικά αποτελέσματα των Aggarwal και Rivoli (1990) από τη μελέτη δείγματος 1.598 αρχικών εισαγωγών κατά το χρονικό διάστημα 1977-1987, δείχνουν ότι σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα μετά την αρχική άνοδο των τιμών των τίτλων κατά την εισαγωγή τους, επέρχεται σημαντική πτώση των αποδόσεών τους σε βαθμό μάλιστα που οι τιμές μπορεί να γίνουν και κατώτερες από αυτές των τιμών εισαγωγής. Συμπερασματικά οι Aggarwal και Rivoli καταλήγουν στο ότι ουσιαστικά οι ανάδοχοι δεν υποτιμολογούν τους τίτλους κατά της εισαγωγή τους, αλλά τους εκτιμούν κοντά στην πραγματική τους αξία, σε αντίθεση με την υπεραισιοδοξία των επενδυτών για την πορεία των μετοχών κατά την εισαγωγή τους που δημιουργεί μια πλασματική εικόνα υποτιμολόγησης εισαγωγής.

Επίσης ο Ritter (1991) σε μελέτη του πάνω σε δείγμα 1.526 αρχικών εισαγωγών στις ΗΠΑ από το 1975 έως το 1984, διαπίστωσε ότι μέσα στα τρία πρώτα έτη από την αρχική εισαγωγή τους έχουν μέση απόδοση μικρότερη από τη μέση απόδοση της αγοράς για το ίδιο χρονικό διάστημα κατά 27,39%. Κατά τον Ritter οι υποαποδόσεις αυτές είναι συνέπεια του φαινομένου του «συρμού» και της «κερδοσκοπικής φυσαλίδας» αφού η υπέρμετρη αισιοδοξία παρασύρει τους επενδυτές να αγοράζουν τίτλους σε πλασματικές αρχικές τιμές οι οποίες ισορροπούν μακροπρόθεσμα. Οι θεωρίες αυτές φαίνονται να έχουν διαχρονικό και παγκόσμιο χαρακτήρα αφού σε παρόμοια συμπεράσματα για τις μετέπειτα των εισαγωγών αρνητικές αποδόσεις των τίτλων καταλήγουν αντίστοιχες μελέτες, αυτό που

μεταβάλλεται ανά περίπτωση είναι το χρονικό διάστημα μετά την εισαγωγή στο οποίο θα επέλθει η κρίση και το μέγεθος της πτώσης των τιμών.

Ενδεικτικά αναφέρονται οι μελέτες των Levis (1993) στη Μ. Βρετανία, των Aggarwal, Leal και Hernandez (1993) στη Λατινική Αμερική, του Keloharju (1993) στη Φινλανδία, των Kunz και Aggarwal (1994) στην Ελβετία (όχι αρνητικές αλλά ουδέτερες μακροπρόθεσμες αποδόσεις), και του Ljungqvist (1997) στη Γερμανία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Προκειμένου για τη μελέτη της πορείας των αρχικών Δημόσιων Εγγραφών στο Χ.Α. που πραγματοποιήθηκαν κατά τα έτη 2003, 2004, 2005 και 2006 (30/06/2006) απαιτείται η εμπειρική ανάλυση της συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισαγόμενων μετοχών στο Χρηματιστήριο κατά την περίοδο αυτή. Η μελέτη διεξάγεται σε ένα δείγμα 33 αρχικών Δημόσιων Εγγραφών, που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2003-2006 και καταγράφει την πορεία των μετοχών αυτών κατά το διάστημα της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, ενός, δύο και έξι μηνών μετά την αρχική Δημόσια Εγγραφή, αλλά και έως ένα έτος αργότερα.

Τα στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν αντλήθηκαν από τα Ημερήσια Δελτία Τιμών του Χ.Α., τα ετήσια στατιστικά δελτία του, τις ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τις βάσεις δεδομένων Bloomberg LP και OASIS.

7.1 Περιγραφή Δείγματος – Στοιχεία Εισαγωγής 2003 – 2006

Ενώ η περίοδος 2003-2006 χαρακτηρίζεται από ανάκαμψη των χρηματιστηριακών τιμών ύστερα από τρία χρόνια συνεχόμενης πτώσης τους εν τούτοις οι εισαγωγές των εταιρειών στο Χ.Α. δεν συμπίπτουν με τις ανοδικές τάσεις του Γενικού Δείκτη Τιμών. Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 3, ενώ ο Γ.Δ. το 2003 έκλεισε στις 2.263,58 μονάδες σημειώνοντας ετήσια άνοδο κατά 29,46%, με μέση τιμή κλεισίματος κατά τη διάρκεια του έτους 1.915,16 μονάδες, μόνο 16 εταιρείες εισήχθησαν στο Χ.Α. Φθίνουσα πορεία ακολούθησαν και οι εισαγωγές το 2004 και 2005 με μόνο 10 εταιρείες το 2004 και 8 το 2005 να εισάγονται, ενώ ο Γ.Δ. έκλεισε στις 2.786,18 μονάδες το 2004 με ετήσια άνοδο κατά 23,10% και μέση ετήσια τιμή κλεισίματος 2.439,23 μονάδες και στις 3.663,9 μονάδες με ετήσια άνοδο 31,5% και μέση ετήσια τιμή κλεισίματος 3.157,3 μονάδες το 2005. Αντιστοίχως οι νεοεισαχθείσες εταιρείες μειώθηκαν σε 2 κατά το πρώτο εξάμηνο του 2006, αντίθετα από το Γ.Δ. που σημείωσε άνοδο 0,81% αυτό το διάστημα, με τιμή κλεισίματος 3.693,75 μονάδες στις 30/06/06 και μέση τιμή κλεισίματος αυτό το διάστημα στις 3.969,31 μονάδες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α. και Γ.Δ., 2000-2006

	Αριθμός Δημόσιων Εγγραφών	Ετήσια Μεταβολή (%)	Μέση Τιμή Κλεισίματος Γ.Δ. Χ.Α.
2000	49	-38,8	4.279,20
2001	24	-23,5	3.464,94
2002	20	-32,5	2.153,16
2003	16	29,5	1.916,12
2004	10	23,10	2.439,23
2005	8	31,50	3.157,30
2006 ¹	2	0,81	3.969,31

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

1: 01/01/2006 – 30/06/2006

Από τις 36 συνολικά Δημόσιες Εγγραφές (Πίνακας 3), την περίοδο 2003-2006, 33 εταιρείες εισήχθησαν για πρώτη φορά στο Χ.Α. όπως αυτές παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α., 2003-2006

Α/Α	Εταιρεία	Περίοδ. Δημόσ. Εγγραφή	Ημ/νία Διαπραγ	Αγορά	Τιμή Διάθ. (ευρώ)	Νέες Μετοχ. (Δημ. Προσφ.)	Νέες Μετοχ. (Ιδιωτ. Τοποθ.)	Σύνολο Νέων Μετοχών	Αριθμός Υφιστ. Μετοχ. (Ιδιωτ. Τοποθ.)	Αριθμός Υφιστ. Μετοχ. (Δημ. Προσφ.)	Σύνολο Μετοχ. που διατέθ. με ΔΕ και ΙΤ	Αντληθ. Κεφάλαια
1	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ	24-26/05/06	05/06/06	Μεγάλ. Κεφ/σης	12,50	0	0	0	1.581.725	47.498.275	49.080.000	611.586.739
2	EUROBANK PROPERTIES ΔΕΕΑΠ	29-31/03/06	12/04/06	Μεγάλ. Κεφ/σης	15,60	5.510.066	0	5.510.066	0	1.780.000	7.290.066	113.725.029
3	PROTON ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ	15-19/12/05	22/12/05	Μεσαίας & Μικρής Κεφ/σης	5,00	0	0	0	0	3.500.000	3.500.000	17.500.000
4	ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ ΕΙΚΟΝΑΣ ΚΑΙ ΗΧΟΥ	23-27/06/05	12/07/05	ΠΑΡΑΛ	2,4	4.050.000	0	4.050.000	0	450.000	4.500.000	10.800.000
5	ΜΟΤΟ-ΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.	14-16/06/05	30/06/05	ΠΑΡΑΛ	5,6	1.250.000	75.000	1.325.000	0	300.000	1.625.000	9.100.000
6	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΔΕΕΑΠ	07-10/06/05	28/06/05	ΚΥΡΙΑ	2,12	12.474.600	0	12.474.600	0	0	12.474.600	26.446.152
7	ΕΒΙΚ ΑΕ	20-22/04/05	27/05/05	ΝΕ.Χ.Α.	3,3	1.010.000	20.000	1.030.000	0	0	1.030.000	3.399.000
8	ΔΙΟΛΚΟΣ Α.Ε.Ε.Χ.	15-20/04/05	11/05/05	ΚΥΡΙΑ	1,95	0	0	0	0	700.000	700.000	1.365.000
9	ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔ ΜΑ	12-15/04/05	10/05/05	ΚΥΡΙΑ	5,3	2.381.000	119.000	2.500.000	0	0	2.500.000	13.250.000
10	GLOBAL ΕΠΕΝΔ. ΚΕΦ.Ν.ΕΥΡ. ΑΕΕΧ	14-17/09/04	08/10/04	ΚΥΡΙΑ	3,22	4.085.360	0	4.085.360	0	0	4.085.360	13.154.859
11	FHL MERMEREN KOMBINAT A.D. PRILEP	28-30/04/04	21/05/04	ΠΑΡΑΛ	7,50	446.380	22.320	468.700	0	0	468.700	3.515.250
12	ΔΕΛΤΑ ΜΗΧ/ΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ & ΟΛΟΚΛΗΡΩΜ. ΕΡΓΑ ΑΒΕΤΕ	21-23/04/04	27/05/04	ΝΕ.Χ.Α.	9,78	625.000	0	625.000	0	0	625.000	6.112.500
13	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ INFOTECH ΑΕ	15-17/03/04	20/04/04	ΠΑΡΑΛ	1,80	1.106.250	55.000	1.161.250	0	206.000	1.367.250	2.461.050
14	ΓΙΟΥΡΟ-ΜΠΡΟΚΕΡΣ ΜΕΣΙΤΕΣ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ ΑΕ	10-12/03/04	08/04/04	ΠΑΡΑΛ	2,40	1.200.000	60.000	1.260.000	0	0	1.260.000	3.024.000
15	INTRAMET ΜΕΤΑΛΛΙΚΕΣ & ΗΛ/ΜΗΧ. ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ ΑΕ	17-20/02/04	15/03/04	ΚΥΡΙΑ	1,90	5.240.000	260.000	5.500.000	0	0	5.500.000	10.450.000

A/A	Εταιρεία	Περίοδ. Δημόσ. Εγγραφή	Ημ/νία Λιαπραγ	Αγορά	Τιμή Διάθ. (ευρώ)	Νέες Μετοχ. (Δημ. Προσφ.)	Νέες Μετοχ. (Ιδιωτ. Τοποθ.)	Σύνολο Νέων Μετοχών	Αριθμός Υφιστ. Μετοχ. (Ιδιωτ. Τοποθ.)	Αριθμός Υφιστ. Μετοχ. (Δημ. Προσφ.)	Σύνολο Μετοχ. που διατέθ. με ΔΕ και ΙΤ	Αντληθ. Κεφάλαια
16	ΕΛΙΝΟΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΩΝ ΑΕ	12- 17/02/04	10/03/04	ΚΥΡΙΑ	6,80	2.250.000	110.000	2.360.000	0	0	2.360.000	16.048.000
17	ΙΑΥΔΑ ΑΕ	28- 30/01/04	26/02/04	ΝΕ.Χ.Α.	4	762.000	38.000	800.000	0	0	800.000	3.200.000
18	SPRIDER ΑΕ	05- 10/02/04	24/02/04	ΚΥΡΙΑ	3,20	3.126.450	0	3.126.450	315.000	4.600.000	8.041.450	25.732.640
19	Ι.ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ Ι.ΔΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΙΚΟΔΟΜ. ΥΔΙΚΩΝ- ΜΗΧΑΝ.ΑΕ	21- 23/01/04	16/02/04	ΠΑΡΑΛ	8,50	1.309.600	65.480	1.375.080	0	0	1.375.080	11.688.180
20	ΡΕΒΟΙΑ ΑΕΕΑΠ	10- 12/12/03	07/01/04	ΠΑΡΑΛ	6,70	1.114.500	55.500	1.170.000	0	200.000	1.370.000	9.179.000
21	PROFILE ΑΕΒΕ	8- 10/10/03	29/10/03	ΝΕ.Χ.Α.	3,20	1.493.570	74.670	1.568.240	0	0	1.568.240	5.018.368
22	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟ- ΝΙΚΗ ΑΒΕΕ	10- 12/09/03	14/10/03	ΠΑΡΑΛ	1,82	1.634.510	81.600	1.716.110	0	0	1.716.110	3.123.320
23	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	23- 25/07/03	08/08/03	ΚΥΡΙΑ	8,80	0	0	0	303.000	6.072.000	6.375.000	54.225.846
24	ΚΡΙ ΚΡΙ ΑΒΕΕ	16- 18/07/03	06/08/03	ΠΑΡΑΛ	6,3	897.700	44.880	942.580	0	0	942.580	5.938.254
25	ΑΣΤΡΑ ΑΕΕΧ	02- 04/07/03	31/07/03	ΠΑΡΑΛ	1,54	1.000.000	0	1.000.000	0	0	1.000.000	1.540.000
26	INTERFISH ΑΕ	04- 08/07/03	30/07/03	ΠΑΡΑΛ	4,70	715.000	35.000	750.000	0	0	750.000	3.525.000
27	ΙΠΙΡΟΤΙΚΙ SOFTWARE & PUBLICATIONS Α.Ε.	17- 19/06/03	10/07/03	ΠΑΡΑΛ	5,82	1.392.200	68.750	1.460.950	0	0	1.460.950	8.502.729
28	ΕΜΦΑΣΙΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Σ ΑΕ	04- 06/06/03	07/07/03	ΠΑΡΑΛ	5,16	1.336.800	0	1.336.800	0	0	1.336.800	6.897.888
29	ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ ΑΕΒΕ	05- 07/05/03	30/05/03	ΝΕ.Χ.Α.	6,70	534.790	26.730	561.520	0	0	561.520	3.762.184
30	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ Λ.Β. ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗ Σ Α.Β.Ε.Ε.	14- 17/04/03	20/05/03	ΠΑΡΑΛ	5,50	1.765.000	85.000	1.850.000	0	330.000	2.180.000	11.990.000
31	LOGISMOS - ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΣ ΤΙΚΗ Α.Ε.	10- 12/02/03	14/03/03	ΠΑΡΑΛ	1,82	950.000	40.207	990.207	0	0	990.207	1.802.176
32	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕΒΕ	04- 06/02/03	13/03/03	ΠΑΡΑΛ	1,05	1.259.300	62.200	1.321.500	0	0	1.321.500	1.387.575
33	ΟΡΤΙΜΑ ΑΕΕΧ	23- 27/01/03	27/02/03	ΠΑΡΑΛ	2,28	650.000	0	650.000	0	0	650.000	1.482.000

Σε αντίθεση με την σημαντική αύξηση της άντλησης επιχειρηματικών κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά διεθνώς, τόσο το 2003 και 2004 όσο και το 2005 και πολύ εντονότερα το 2006, ο αριθμός των εταιρειών που προέβησαν για πρώτη φορά στην προσφορά με Δημόσια Εγγραφή των μετοχικών τους τίτλων για διαπραγμάτευση στο Χ.Α., σημείωσε περαιτέρω μείωση συνεχίζοντας την πτωτική πορεία των τριών προηγούμενων ετών.

Συγκεκριμένα η αξία των αντληθέντων κεφαλαίων από Δημόσιες Εγγραφές στο τέλος του 2003 αντιστοιχούσε στο 0,55% της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων στο Χ.Α. εταιρειών, το 2004 στο 0,10% και το 2005 η αξία των αντληθέντων κεφαλαίων από τις νεοεισαχθείσες στο Χ.Α. εταιρείες αντιστοιχούσε στο 0,07% της συνολικής αξίας των εισηγμένων εταιρειών, έναντι του 0,66% το 2002, του 1,5% το 2001 και του 9,8% το 2000.

Αναλυτικότερα κατά το 2003 πραγματοποιήθηκαν συνολικά 16 Δημόσιες Εγγραφές μετοχών στο Χ.Α. Από αυτές οι 3 πραγματοποιήθηκαν στην Κύρια Αγορά, οι 11 στην Παράλληλη και οι 2 στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Από τις 16 Δημόσιες Προσφορές οι 14 ήταν αρχικές Δημόσιες Εγγραφές. Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω Δημόσιας Προσφοράς και Ιδιωτικής Τοποθέτησης σε εργαζόμενους των νεοεισαγόμενων εταιρειών ανήλθαν σε 1.467,8 εκατ. ευρώ το 2003, έναντι 965,95 εκατ. ευρώ το 2002 και 1.075,5 εκατ. ευρώ το 2001 (διάγραμμα 1).

Βέβαια αν από το σύνολο των Δημοσίων Εγγραφών των προηγούμενων ετών αφαιρέσουμε αυτές που πραγματοποιήθηκαν από ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες, το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από τις νεοεισαγόμενες εταιρείες διαμορφώνεται σε 118,4 εκατ. ευρώ το 2003, έναντι 92,5 εκατ. ευρώ το 2002, 1.076 εκατ. ευρώ το 2001 και 2.558 εκατ. ευρώ το 2000. Στην περίπτωση αυτή, η αύξηση των αντληθέντων κεφαλαίων που προήλθε από νέες μόνο εισαγωγές κατά το 2003 σε σχέση με το 2002 ήταν 28%, ενώ η σύγκρισή τους με τα δύο προηγούμενα έτη δείχνει μείωση 89,04% και 95,37% με το 2001 και 2000 αντίστοιχα.

Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων μέσω Δημόσιας Εγγραφής κατά το 2003, ποσοστό 95,63% (1.403,7 εκατ. ευρώ) αντλήθηκε μέσω της Κύριας Αγοράς, ποσοστό 3,77% (55,4 εκατ. ευρώ) μέσω της Παράλληλης και ποσοστό 0,60% (8,8 εκατ. ευρώ) μέσω της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς.

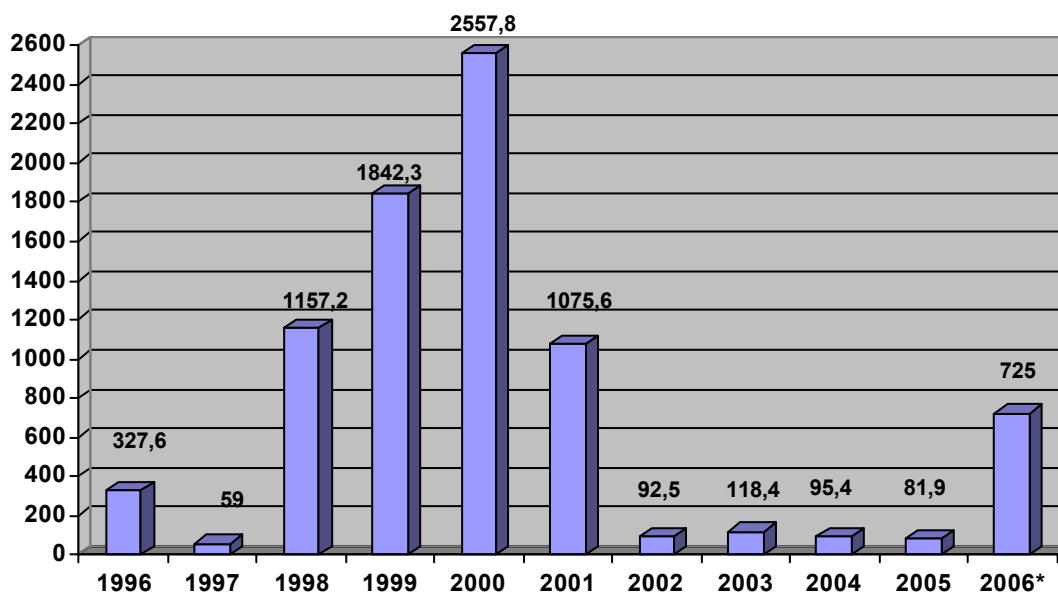
Εάν εξαιρεθούν τα αντληθέντα κεφάλαια των ήδη εισηγμένων εταιρειών στην Κύρια Αγορά, τα αντίστοιχα ποσοστά είναι 45,81% (54,2 εκατ. ευρώ) μέσω της Κύριας Αγοράς, 46,77% μέσω της Παράλληλης και 7,42% μέσω της ΝΕ.Χ.Α. Δηλαδή το ποσοστό των κεφαλαίων που απορροφήθηκαν από την Παράλληλη Αγορά ήταν συγκριτικά μεγαλύτερο σε σχέση με το ποσοστό από την Κύρια Αγορά.

Αντιστοίχως το 2004 οι μετοχές 10 εταιρειών εισήχθησαν με αρχική Δημόσια Εγγραφή προς διαπραγμάτευση για πρώτη φορά στην Αγορά Αξιών του Χ.Α. Από αυτές 4 εγγραφές πραγματοποιήθηκαν στην Κύρια Αγορά, 4 στην Παράλληλη Αγορά και 2 στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν μέσω Δημόσιας Εγγραφής και Ιδιωτικής Τοποθέτησης σε εργαζόμενους των νεοεισαγόμενων εταιρειών σημείωσε μείωση που διαμορφώθηκε σε 95,39 εκατ. ευρώ το 2004. Στην περίπτωση που από το σύνολο των Δημοσίων Εγγραφών των προηγούμενων ετών αφαιρέσουμε αυτές που πραγματοποιήθηκαν από ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες, η σύγκριση των αντληθέντων κεφαλαίων του 2004 με τα αντληθέντα κεφάλαια των τριών προηγούμενων ετών δείχνει σχετική μικρή μείωση κατά 19,43% σε σχέση με το 2003, ενώ αντιθέτως δείχνει μικρή αύξηση κατά 3,12% σε σχέση με το 2002 και μείωση 91,13% σε σχέση με το 2001. Δηλαδή, το 2004 τελικά σημειώθηκε μείωση του αριθμού και του ύψους κεφαλαίων που άντλησαν μέσω Δημόσιας Εγγραφής οι ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες, ενώ η δυναμική των αρχικών Δημοσίων Εγγραφών παραμένει σημαντική.

Από το σύνολο των αντληθέντων μέσω Δημόσιας Εγγραφής κεφαλαίων κατά το 2004 στο Χ.Α., ποσοστό 68,55% (65,4 εκατ. ευρώ) αντλήθηκε μέσω της Κύριας Αγοράς, ποσοστό 21,69% (20,7 εκατ. ευρώ) αντλήθηκε μέσω της Παράλληλης Αγοράς και ποσοστό 9,76% (9,3 εκατ. ευρώ) αντλήθηκε μέσω της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς. Παρατηρείται δηλαδή ετήσια αύξηση του ποσοστού των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από εταιρείες της Κύριας Αγοράς και της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς και παράλληλη μείωση του ποσοστού αυτού από εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς, σε σχέση με τα αντίστοιχα μεγέθη του 2003.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

Αντληθέντα Κεφάλαια από Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α., 1996-2006



(Ποσά σε εκατ. €)

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

* 01/01/2006 – 30/06/2006

Επιπλέον κατά το 2005 πραγματοποιήθηκαν συνολικά 8 Δημόσιες Προσφορές μετοχών εταιρειών στο Χ.Α, έναντι 10 προσφορών το 2004 και 16 το 2003 (Πίνακας 5). Από αυτές οι μετοχές 3 εταιρειών εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στην Κύρια Αγορά του Χ.Α., οι μετοχές 2 εταιρειών εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά και η μετοχή μίας εταιρείας στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά, ενώ έλαβε χώρα και η πρώτη εισαγωγή της μετοχής μίας εταιρείας στη Νέα Αγορά Μικρής και Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης του Χ.Α., η οποία δημιουργήθηκε στο πλαίσιο αναδιάρθρωσης του Κανονισμού του Χ.Α. (28/11/2005). Από τις 8 Δημόσιες Προσφορές οι 7 προσφορές μετοχών έγιναν από νεοεισαγόμενες εταιρίες. Ο αριθμός αυτός είναι ο μικρότερος της τελευταίας επταετίας (Πίνακας 6) και αντικατοπτρίζει την περιορισμένη ελκυστικότητα του Χρηματιστηρίου ως πηγή επιχειρηματικής χρηματοδότησης σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Εκδόσεις Μετοχικών Τίτλων με Δημόσια Εγγραφή στο Χ.Α. ανά Αγορά, 2001-2006

Αγορά	2006		2005		2004		2003		2002		2001	
	Αριθμ. Δημοσ. Εγγ/φών	Αντληθ. Κεφάλ. (εκατ. ευρώ)	Αριθμ. Δημοσ. Εγγ/φών	Αντληθ. Κεφάλ. (εκατ. ευρώ)	Αριθμ. Δημοσ. Εγγ/φών	Αντληθ. Κεφάλ. (εκατ. ευρώ)	Αριθμ. Δημοσ. Εγγ/φών	Αντληθ. Κεφάλ. (εκατ. ευρώ)	Αριθμ. Δημοσ. Εγγ/φών	Αντληθ. Κεφάλ. (εκατ. ευρώ)	Αριθμ. Δημοσ. Εγγ/φών	Αντληθ. Κεφάλ. (εκατ. ευρώ)
Κύρια	0	0	4	1.307	4	65	3	1.404	7	899	13	1.024
Παρ/λη	0	0	2	19,9	4	21	11	55	10	50	9	44
ΝΕ.Χ.Α.	0	0	1	3,4	2	9	2	9	3	18	2	8
Μεγάλη Κεφ/ση	2	725	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Μεσαία-Μικρή Κεφ/ση	0	0	1	17,5	0	0	0	0	0	0	0	0
Σύνολο	2	725	8	1.348	10	95	16	1.468	20	966	24	1.076

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και Χ.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

Εκδόσεις Μετοχικών Τίτλων με Δημόσια Εγγραφή στο Χ.Α., 2000-2006

Έτος	Συνολικές Εγγραφές	Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές			Δημόσιες Εγγραφές Εισηγμένων Εταιρειών		
		Αριθμός	Ποσό (εκατ.ευρώ)	% συνόλου	Αριθμός	Ποσό (εκατ.ευρώ)	% συνόλου
2006	2	2	725,3	100	0	0	0
2005	8	7	81,9	6	1	1.226	94
2004	10	10	95,4	100	0	0	0
2003	16	14	118,4	8,1	2	1.349,5	92,9
2002	20	18	92,5	9,6	2	873,5	90,4
2001	24	24	1.075,6	100	0	0	0
2000	49	48	2.557,8	87,8	1	356,0	12,2

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και Χ.Α.

Το συνολικό ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν μέσω Δημόσιας Προσφοράς μετοχών (νέων και εισηγμένων εταιρειών) και Ιδιωτικής Τοποθέτησης ήταν 1.348 εκατ.ευρώ το 2005, σημειώνοντας ιδιαίτερα υψηλή ετήσια αύξηση κατά 1.304,2%. Η αύξηση αυτή εκφράζει το επίπεδο αντληθέντων κεφαλαίων που αντιστοιχεί σε αυτό του 2003 και αποτελεί την καλύτερη επίδοση της τελευταίας πενταετίας. Ωστόσο εάν από τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια αφαιρεθούν τα κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω της Δημόσιας Προσφοράς υφιστάμενων μετοχών, τότε το ύψος αντληθέντων κεφαλαίων από νεοεισαγόμενες στο Χρηματιστήριο εταιρείες ανέρχεται σε 81,9 εκατ.ευρώ, σημειώνοντας μείωση κατά 14,2% έναντι του

2004 και 30,8% έναντι του 2003. Το ποσοστό αυτό είναι το μικρότερο των τελευταίων 5 ετών που αντλήθηκε μέσω αρχικής Δημόσιας Προσφοράς μετοχών. Με βάση τα στοιχεία αυτά η Δημόσια Προσφορά μετοχών εισηγμένων και υπό κρατικό έλεγχο εταιρειών συνεχίζει να αποτελεί το βασικό κορμό της δραστηριότητας στην ελληνική αγορά Δημοσίων Προσφορών.

Από το σύνολο των αντληθέντων μέσω Δημόσιας Εγγραφής κεφαλαίων κατά το 2005 στο Χ.Α., ποσοστό 96,97% (1.306,8 εκατ. ευρώ) αντλήθηκε μέσω της Κύριας Αγοράς, ποσοστό 1,48% (19,9 εκατ. ευρώ) αντλήθηκε μέσω της Παράλληλης Αγοράς, ποσοστό 0,25% (3,4 εκατ. ευρώ) αντλήθηκε μέσω της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς και ποσοστό 1,30% (17,5 εκατ. ευρώ) αντλήθηκε μέσω της νεοσυσταθείσας αγοράς Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης στο τέλος του έτους. Αν αφαιρεθούν τα κεφάλαια που αντλήθηκαν από την ήδη εισηγμένη εταιρεία στην Κύρια Αγορά, τότε τα παραπάνω ποσοστά διαμορφώνονται ως εξής: Ποσοστό 50,1% (41,1 εκατ. ευρώ) από την Κύρια Αγορά, ποσοστό 24,31% από τον Παράλληλη Αγορά, ποσοστό 4,15% από τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά και ποσοστό 21,38% από την αγορά Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης (Πίνακας 5). Οι εξελίξεις αυτές αναδεικνύουν την Κύρια Αγορά του Χ.Α. ως τη βασική αγορά άντλησης επιχειρηματικών κεφαλαίων από τις εταιρείες, ενώ η ελκυστικότητα της Παράλληλης και της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς περιορίζεται σταθερά. Οι εξελίξεις αυτές αποτέλεσαν παράγοντες αναθεώρησης για την αναδιάρθρωση των αγορών του Χ.Α. που πραγματοποιήθηκε με την αναμόρφωση του Κανονισμού Λειτουργίας του.

Αντιστοίχως μέχρι το τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2006 εισήχθησαν με αρχική Δημόσια Εγγραφή οι μετοχές μόλις 2 εταιρειών οι οποίες και εντάχθηκαν για πρώτη φορά προς διαπραγμάτευση στην αγορά Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης. Το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων μέσω της Δημόσιας Προσφοράς ανήλθε στα 725 εκατ. ευρώ.

7.2 Μεθοδολογία

Η πορεία των νεοεισαγόμενων μετοχών μετά τη Δημόσια Προσφορά στο Χρηματιστήριο μπορεί να αναλυθεί μέσω του υπολογισμού των αποδόσεων που επιτυγχάνουν οι μετοχές αυτές για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα διαπραγμάτευσής τους.

Προκειμένου για τον υπολογισμό των αποδόσεων των νεοεισερχομένων μετοχών κατά το διάστημα της 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσής τους, του ενός μήνα (23^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης), των δύο μηνών (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης) και του ενός έτους (365 ημερολογιακές ημέρες), μετά την αρχική Δημόσια Εγγραφή χρησιμοποιούμε τις εξής μεθόδους:

- Απλές Αποδόσεις (raw returns)
- Επιπλέον ή Υπερβάλλουσες Αποδόσεις (excess or adjusted returns)

7.2.1 Απλές Αποδόσεις

Είναι οι αποδόσεις που προκύπτουν από την σύγκριση της τιμής εισαγωγής της μετοχής με την τιμή που λαμβάνει η μετοχή κατά το κλείσιμο μιας συγκεκριμένης ημέρας διαπραγμάτευσης.

Έτσι η απλή απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης ορίζεται ως:

$$R_1 = \frac{\text{Τιμή Κλεισίματος } 1^{\text{ης}} \text{ ημέρας διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή Εισαγωγής}}{\text{Τιμή Εισαγωγής}} \times 100$$

Αντιστοίχως υπολογίζονται και οι αποδόσεις του πρώτου μήνα (R_{23}), των δύο μηνών (R_{45}) και του ενός έτους (R_{365}).

Επίσης οι αποδόσεις του πρώτου μήνα, των δύο μηνών και του ενός έτους μετά την Δημόσια Προσφορά, μπορούν να υπολογιστούν παίρνοντας ως τιμή σύγκρισης την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης.

Έτσι η απλή απόδοση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης ορίζεται ως:

$$R_{1M} = \frac{\text{Τιμή Κλεισίματος } 23^{\text{ης}} \text{ ημέρας διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή Κλεισίματος } 1^{\text{ης}} \text{ ημέρας διαπραγμάτευσης}}{\text{Τιμή Κλεισίματος } 1^{\text{ης}} \text{ ημέρας διαπραγμάτευσης}} \times 100$$

Αντιστοίχως υπολογίζονται και οι αποδόσεις των δυο πρώτων μηνών (R_{2M}), και του ενός έτους (R_{12M}).

7.2.2 Επιπλέον ή Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

Είναι οι αποδόσεις που προκύπτουν από τη διαφορά των απλών αποδόσεων από τις αποδόσεις της Χρηματιστηριακής Αγοράς (R_M) για την αντίστοιχη χρονική περίοδο.

Η προσαρμογή αυτή είναι αναγκαία αφού οι τιμές των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών αντανakλούν τις τάσεις όλης της χρηματιστηριακής αγοράς και όχι μόνο των χαρακτηριστικών των εταιρειών τους. Βέβαια η μέθοδος αυτή υποθέτει ότι οι νεοεισαγόμενες μετοχές αντανakλούν τον μέσο κίνδυνο της αγοράς.

Έτσι η επιπλέον απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης ορίζεται ως:

$$ER_1 = R_1 - R_{M(1)}$$

Αντιστοίχως υπολογίζονται και οι επιπλέον αποδόσεις του πρώτου μήνα (ER_{23}), των δύο μηνών (ER_{45}) και του ενός έτους (ER_{365}) και οι ER_{1M} , ER_{2M} και ER_{12M} .

Σαν απόδοση της Χρηματιστηριακής Αγοράς υπολογίζεται η απλή απόδοση του Γ.Δ. από τη χρονική στιγμή 0 μέχρι την στιγμή 1 που υπολογίζεται η απόδοση οπότε και ορίζεται ως:

$$R_M = \frac{\text{Τιμή Κλεισίματος Γ.Δ. (1)} - \text{Τιμή Κλεισίματος Γ.Δ. (0)}}{\text{Τιμή Κλεισίματος Γ.Δ. (0)}} \times 100$$

Ας σημειωθεί ότι για τον υπολογισμό της R_M ως βάση υπολογισμού (χρονική στιγμή 0) λαμβάνεται η τιμή κλεισίματος του Γ.Δ. την τελευταία ημέρα των Δημοσίων Εγγραφών.

Κατά συνέπεια για κάθε μια από τις νεοεισαχθείσες μετοχές υπολογίζονται οι 7 απλές αποδόσεις $R_1, R_{23}, R_{45}, R_{365}$ και R_{1M}, R_{2M}, R_{12M} και οι 7 επιπλέον αποδόσεις $ER_1, ER_{23}, ER_{45}, ER_{365}$ και $ER_{1M}, ER_{2M}, ER_{12M}$.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8^ο

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Τα εμπειρικά αποτελέσματα που προκύπτουν από την επεξεργασία του δείγματος των 33 νεοεισαχθεισών εταιρειών στο Χ.Α. με Δημόσια Προσφορά την περίοδο 2003-2006 (30/06/06) παρουσιάζονται παρακάτω τόσο συγκεντρωτικά, όσο και ως επιμέρους αποτελέσματα των αγορών του Χ.Α. στις οποίες εισήχθησαν. Ας σημειωθεί εδώ ότι από το δείγμα των 33 εταιρειών, δεν μπορούν να αντληθούν αποτελέσματα για τις εταιρείες «ΟΡΤΙΜΑ ΑΕΕΧ» και «ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ ΑΕΒΕ», αφού η πρώτη έπαψε να διαπραγματεύεται στο Χ.Α. μετά την εισαγωγή της και η δεύτερη συγχωνεύθηκε με την εταιρεία «ΛΑΜΔΑ ΝΤΙΤΕΡΤΖΕΝΤ ΑΒΕΕ» και έπαψε να υπάρχει ως ξεχωριστή επιχείρηση. Ως εκ τούτου οι δύο εταιρείες εξαιρέθηκαν από το δείγμα.

8.1 Συγκεντρωτικά Αποτελέσματα

Στον Πίνακα 7 παρουσιάζονται τα συγκεντρωτικά αποτελέσματα του συνόλου του δείγματος. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο μέρος του Πίνακα εμφανίζονται οι απλές αποδόσεις των νεοεισαγόμενων μετοχών της υπό εξέτασης περιόδου και στο δεύτερο μέρος εμφανίζονται οι επιπλέον – υπερβάλλουσες αποδόσεις αυτών των μετοχών, όλες υπολογισμένες με βάση την προαναφερθείσα μεθοδολογία.

Στην πρώτη στήλη του Πίνακα υπολογίστηκαν οι 14 διαφορετικές αποδόσεις, στη δεύτερη εμφανίζεται η μέση απόδοση του δείγματος, στην τρίτη η τυπική απόκλιση της απόδοσης, ενώ στην τέταρτη και πέμπτη στήλη παρουσιάζονται αντιστοίχως η ελάχιστη και μέγιστη απόδοση του προς εξέταση δείγματος. Τέλος στην έκτη στήλη αναφέρεται ο αριθμός των παρατηρήσεων, στον οποίο βασίστηκαν οι υπολογισμοί αυτοί.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

Απλές και Επιπλέον – Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Μετοχών Νεοεισαχθεισών Εταιρειών με Δημόσια Εγγραφή στο Χ.Α., 2003-2006

ΑΠΟΔΟΣΗ	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
1 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης R1	-13,90	29,90	-74,34	31,14	31
23 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης R23	-12,33	35,96	-84,46	48,80	31
45 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης R45	-13,65	37,21	-78,82	80,95	31
365 ^{ης} ημερολογιακής ημέρας R365	-11,04	67,79	-82,75	240,00	28
1 ^{ου} μήνα διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση R1M	0,70	22,58	-39,44	64,34	31
2 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση R2M	4,49	49,62	-32,75	227,27	31
12 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση R12M	6,61	72,76	-59,04	288,04	28
ΕΠΙΠΛΕΟΝ – ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
1 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης ER1	-14,42	30,05	-80,08	27,13	31
23 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης ER23	-15,47	35,89	-77,20	38,31	31
45 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης ER45	-18,00	36,43	-80,13	78,11	31
365 ^{ης} ημερολογιακής ημέρας ER365	-36,76	64,68	-112,04	197,01	28
1 ^{ου} μήνα διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση ER1M	-2,44	20,95	-32,18	53,63	31
2 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση ER2M	0,13	46,04	-37,40	200,06	31
12 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση ER12M	-19,10	67,60	-83,51	245,06	28

Βάσει της καταγραφής των αποτελεσμάτων στον Πίνακα 7 σχετικά με τις απλές αποδόσεις, η μέση απόδοση της 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης των νεοεισαχθεισών εταιρειών είναι κατά μέσο όρο -13,90% με τυπική απόκλιση 29,90%, σημειώνοντας ελάχιστη απόδοση -74,34% και μέγιστη 31,14%. Αντιστοίχως η μέση απόδοση της 23^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης είναι κατά μέσο όρο -12,33% με τυπική απόκλιση 35,96%, σημειώνοντας ελάχιστη απόδοση -84,46% και μέγιστη 48,80%. Η μέση απόδοση της 45^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης, των νεοεισαχθεισών εταιρειών, είναι κατά μέσο όρο -13,65% με τυπική απόκλιση 37,21% και ελάχιστη και μέγιστη απόδοση -78,82% και 80,95% αντίστοιχα. Τέλος ένα έτος μετά την εισαγωγή των εταιρειών στο Χ.Α. η μέση απόδοση των μετοχών τους είναι κατά μέσο όρο -11,04% με τυπική απόκλιση 67,79% και ελάχιστη απόδοση -82,75% έναντι 240% της μέγιστης.

Τα αποτελέσματα αυτά μαρτυρούν ότι οι αρχικές Δημόσιες Προσφορές κατά την περίοδο 2003-2006 χαρακτηρίζονται από υπερτιμολόγηση, αφού οι επενδυτές που αγοράζουν τις νεοεισαγόμενες μετοχές στην τιμή εισαγωγή τους, έχουν αρνητική απόδοση κατά την 1^η ημέρα της διαπραγμάτευσής τους στο Χ.Α. που μειώνεται σταδιακά μέχρι την 23^η ημέρα διαπραγμάτευσης, την 45^η και ένα έτος αργότερα από την εισαγωγή, αλλά εξακολουθεί να μένει αρνητική. Παρατηρούμε λοιπόν ότι για την εξεταζόμενη περίοδο οι μετοχές εισάγονται για πρώτη φορά στο Χ.Α. με Δημόσια Προσφορά, σε τιμή που υπερβαίνει αισθητά την τιμή ισορροπίας που διαμορφώνεται στο Χρηματιστήριο μετά την εισαγωγή τους και που δεν έχει εξισορροπηθεί ακόμη και ένα χρόνο αργότερα. Το γεγονός αυτό έρχεται βέβαια σε αντίθεση με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης που αναλύθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο και φαίνεται να έχει χαρακτηρίσει τις εισαγωγές προηγούμενων ετών τόσο στο Χ.Α. όσο και στα διεθνή Χρηματιστήρια.

Αντιθέτως οι επενδυτές που αγοράζουν τις νεοεισαχθείσες μετοχές κατά την 1^η ημέρα της διαπραγμάτευσής τους αποκομίζουν θετικές αποδόσεις τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης κατά μέσο όρο ύψους 0,70% με τυπική απόκλιση 22,58%. Ακόμα υψηλότερες αποδόσεις απολαμβάνουν κατά τους δύο πρώτους μήνες, ύψους κατά μέσο όρο 4,49% και τυπική απόκλιση 49,62%, ενώ η μέση απόδοση μπορεί να φθάσει κατά μέσο όρο ακόμη και 6,61% ένα χρόνο μετά την απόκτηση της μετοχής κατά την 1^η ημέρα της διαπραγμάτευσής της με τυπική απόκλιση 72,76%.

Σχετικά με τις επιπλέον – υπερβάλλουσες αποδόσεις όπως αυτές παρουσιάζονται στον Πίνακα 7 και έχουν υπολογιστεί από τη διαφορά των απλών αποδόσεων από τις αποδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς, παρατηρούμε ότι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση κατά την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης είναι κατά μέσο όρο -14,42% με τυπική απόκλιση 30,5%, την 23^η και 45^η ημέρα διαπραγμάτευσης -15,47% και -18% αντιστοίχως και τυπικές αποκλίσεις 35,89% και 36,43%, και ένα χρόνο μετά την πρώτη διαπραγμάτευση η μέση επιπλέον απόδοση είναι κατά μέσο όρο -36,76% με τυπική απόκλιση 64,68%. Παρατηρούμε λοιπόν ότι οι επενδυτές που αγοράζουν τις νεοεισαγόμενες μετοχές στην τιμή εισαγωγής τους έχουν αρνητική απόδοση, συνεχώς αυξανόμενη, ακόμη και ένα χρόνο μετά την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσής τους στο Χ.Α., σε σχέση με την υπόλοιπη χρηματιστηριακή αγορά.

Αντιστοίχως οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που μετριοούνται με βάση την τιμή κλεισίματος της πρώτης χρηματιστηριακής συναλλαγής των νεοεισαχθεισών εταιρειών, παρουσιάζουν αρνητική μέση απόδοση κατά μέσο όρο ύψους -2,44% τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης, 0,13% κατά τους δύο πρώτους μήνες διαπραγμάτευσης και -19,10% ένα έτος αργότερα.

Τέλος πρέπει να παρατηρηθεί ότι όσο η μέρα ελέγχου απομακρύνεται από την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των νεοεισαγόμενων μετοχών, τόσο μεγαλώνει και το ποσοστό των αντίστοιχων τυπικών αποκλίσεων, γεγονός που αυξάνει το ποσοστό κινδύνου των επενδυτών από την συμμετοχή τους στις αντίστοιχες Δημόσιες Προσφορές της εξεταζόμενης περιόδου.

8.2 Αποτελέσματα ανά Αγορά – Κατηγορία Εισαγωγής

Στους Πίνακες 8, 9 και 10 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του συνόλου του δείγματος ανά αγορά – κατηγορία εισαγωγής τους στο Χ.Α.

Ας σημειωθεί εδώ ότι παρά την κατάργηση των Αγορών αυτών, ο διαχωρισμός αναφέρεται στην Κύρια, Παράλληλη και Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά, αφενός λόγω του ότι το πλήθος του δείγματος εντάχθηκε σε αυτές τις Αγορές και αφετέρου λόγω της σχετικά πρόσφατης μετατροπής τους. Οι δύο εταιρείες που εισήχθησαν στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης και η μία στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής, συμπεριλήφθησαν στο δείγμα της Κύριας και Παράλληλης Αγοράς αντιστοίχως, λόγω

του ότι το μικρό πλήθος τους δεν επιτρέπει τη μελέτη τους ως ξεχωριστή Κατηγορία προς εξέταση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

Απλές και Επιπλέον – Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Μετοχών Νεοεισαχθεισών Εταιρειών με Δημόσια Εγγραφή στην Κ.Α. του Χ.Α., 2003-2006

ΑΠΟΔΟΣΗ	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
1 ^η ημέρας διαπρ/τευσης R1	0,83	13,40	-16,32	31,14	10
23 ^η ημέρας διαπρ/τευσης R23	-0,07	17,58	-30,53	27,84	10
45 ^η ημέρας διαπρ/τευσης R45	-3,06	23,73	-39,47	36,80	10
365 ^η ημερολογιακής ημέρας R365	0,39	30,38	-47,37	38,46	8
1 ^ο μήνα διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρημ/κή διαπρ/ση R1M	-1,09	10,46	-16,98	14,31	10
2 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρημ/κή διαπρ/ση R2M	-4,56	16,37	-27,67	22,32	10
12 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρημ/κή διαπρ/ση R12M	1,66	28,57	-37,11	44,39	8
ΕΠΙΠΛΕΟΝ – ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
1 ^η ημέρας διαπρ/τευσης ER1	1,36	12,10	-12,19	27,13	10
23 ^η ημέρας διαπρ/τευσης ER23	-1,27	19,52	-29,86	32,69	10
45 ^η ημέρας διαπρ/τευσης ER45	-5,51	25,10	-37,53	34,48	10
365 ^η ημερολογιακής ημέρας ER365	-29,38	32,42	-73,22	5,32	8
1 ^ο μήνα διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματ/κή διαπρ/ση ER1M	-2,30	11,63	-16,31	19,16	10
2 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρημ/κή διαπρ/ση ER2M	-7,02	17,09	-30,09	19,99	10
12 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρημ/κή διαπρ/ση ER12M	-28,11	27,67	-62,96	5,84	8

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 8 και σε ότι αφορά στις απλές αποδόσεις, η μέση απόδοση της 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης και ενός έτους αργότερα από αυτήν των νεοεισαχθεισών εταιρειών στην Κύρια Αγορά, είναι κατά μέσο όρο θετική, 0,83% και 0,39% αντίστοιχα σε αντίθεση με το συνολικό δείγμα. Επίσης την 23^η και 45^η ημέρα διαπραγμάτευσης η μέση απόδοση έχει κατά μέσο όρο πολύ μικρή αρνητική διαφορά από την τιμή εισαγωγής τους, -0,07% και -3,06% αντίστοιχα, έναντι της μεγάλης αρνητικής διαφοράς που σημειώνει όλο το δείγμα.

Αντιθέτως η μέση απόδοση, για τους επενδυτές που αγοράζουν τις νεοεισαχθείσες μετοχές κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους στην Κύρια Αγορά, μειώνεται κατά μέσο όρο κατά τον πρώτο, τους δύο πρώτους μήνες και ένα έτος αργότερα από την αγορά τους, σε σχέση με αυτήν ολόκληρου του δείγματος, δίνοντας μάλιστα και αρνητικές αποδόσεις. Έτσι η μέση απόδοση για τις αντίστοιχες περιόδους είναι κατά μέσο όρο -1,09%, -4,56% και 1,66%. Σε ότι αφορά στις επιπλέον – υπερβάλλουσες αποδόσεις για την Κύρια Αγορά, είναι και αυτές αρνητικές αλλά εμφανώς καλύτερες από αυτές του συνολικού δείγματος, με τιμές κατά μέσο όρο 1,36%, -1,27%, -5,51% και -29,38% για τα ανάλογα χρονικά διαστήματα και με βάση την τιμή εισαγωγής τους. Σχετικά με την αγορά των μετοχών την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσής τους, οι νεοεισαχθείσες εταιρείες στην Κύρια Αγορά παρουσιάζουν αρνητική μέση απόδοση -2,30%, -7,02% και -28,11% κατά μέσο όρο για τα αντίστοιχα χρονικά διαστήματα του πρώτου μήνα, των δύο πρώτων μηνών και ενός έτους αργότερα, αρκετά υψηλότερη από αυτή του συγκεντρωτικού δείγματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

Απλές και Επιπλέον – Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Μετοχών Νεοεισαχθεισών Εταιρειών με Δημόσια Εγγραφή στην Π.Α. του Χ.Α., 2003-2006

ΑΠΟΔΟΣΗ	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
1 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης R1	-18,85	29,62	-74,00	22,53	17
23 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης R23	-15,33	37,96	-80,82	48,80	17
45 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης R45	-17,08	39,49	-78,82	80,95	17
365 ^{ης} ημερολογιακής ημέρας R365	-14,79	77,11	-81,65	240,00	16
1 ^{ου} μήνα διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση R1M	4,43	27,61	-34,01	64,34	17
2 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση R2M	10,31	66,06	-32,75	227,27	17
12 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση R12M	11,77	91,42	-59,04	288,04	16
ΕΠΙΠΛΕΟΝ – ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
1 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης ER1	-20,42	30,53	-80,08	20,99	17
23 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης ER23	-20,53	38,35	-76,79	38,31	17
45 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης ER45	-22,44	38,85	-80,13	78,11	17
365 ^{ης} ημερολογιακής ημέρας ER365	-38,95	73,01	-103,44	197,01	16
1 ^{ου} μήνα διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση ER1M	-0,77	26,11	-30,08	53,63	17
2 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση ER2M	4,94	61,20	-37,40	200,06	17
12 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση ER12M	-12,40	84,42	-83,51	245,06	16

ΠΙΝΑΚΑΣ 10

**Απλές και Επιπλέον – Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Μετοχών
Νεοεισαχθεισών Εταιρειών με Δημόσια Εγγραφή στη ΝΕ.Χ.Α. του Χ.Α.,
2003-2006**

ΑΠΟΔΟΣΗ	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
1 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης R1	-29,69	50,31	-74,34	17,58	4
23 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης R23	-30,24	57,81	-84,46	24,24	4
45 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης R45	-25,54	56,67	-75,46	33,94	4
365 ^{ης} ημερολογιακής ημέρας R365	-18,91	94,67	-82,75	118,18	4
1 ^{ου} μήνα διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση R1M	-10,65	21,09	-39,44	5,67	4
2 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση R2M	2,36	8,10	-4,38	13,92	4
12 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση R12M	-4,10	59,96	-38,39	85,57	4
ΕΠΙΠΛΕΟΝ – ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
1 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης ER1	-28,38	48,21	-71,31	16,56	4
23 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης ER23	-29,47	53,06	-77,20	20,64	4
45 ^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης ER45	-30,33	49,97	-77,11	22,34	4
365 ^{ης} ημερολογιακής ημέρας ER365	-42,73	91,25	-112,04	87,68	4
1 ^{ου} μήνα διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση ER1M	-9,88	16,06	-32,18	2,07	4
2 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση ER2M	-2,43	5,56	-8,02	2,38	4
12 πρώτων μηνών διαπρ/σης μετά την 1 ^η χρηματιστηριακή διαπρ/ση ER12M	-27,92	56,10	-67,69	55,06	4

Από τους Πίνακες 9 και 10 αντιστοίχως προκύπτει όπως είναι αναμενόμενο, από την ανάλυση των αποδόσεων της Κύριας Αγοράς, ότι η απλή μέση απόδοση για κάθε χρονικό σημείο από την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης, για τις νεοεισαχθείσες τόσο στην Παράλληλη όσο και στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά, είναι σημαντικά πιο αρνητικές από το συγκεντρωτικό δείγμα, σε μικρότερο ποσοστό για την Παράλληλη Αγορά και σε μεγαλύτερο για τη ΝΕ.Χ.Α. Ακριβώς τα ίδια συμπεράσματα οδηγούν και τα στοιχεία που αφορούν και στις αντίστοιχες επιπλέον – υπερβάλλουσες αποδόσεις των δύο Αγορών.

Επίσης στους Πίνακες 9 και 10 φαίνεται ότι η μέση απόδοση των νεοεισαχθεισών μετοχών στην Παράλληλη Αγορά με βάση την 1^η ημέρα εισαγωγής τους είναι θετική κατά τον πρώτο, δεύτερο μήνα και ένα έτος αργότερα, και μάλιστα εμφανώς μεγαλύτερη από το συνολικό δείγμα, γεγονός που δείχνει ότι οι επενδυτές των νεοεισαχθεισών εταιρειών στην Παράλληλη Αγορά, που απέκτησαν τις μετοχές αυτές κατά την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσής τους, αποκόμισαν αποδόσεις καλύτερες από αυτές του συνόλου του δείγματος και κάθε μίας Αγοράς χωριστά.

Αντιθέτως οι επενδυτές που αγόρασαν μετοχές που εισήχθησαν στη ΝΕ.Χ.Α, κατά την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσής τους αποκόμισαν αρνητικές αποδόσεις και μάλιστα μεγαλύτερες όλων των Αγορών και του συγκεντρωτικού δείγματος.

Τέλος από τους Πίνακες 8, 9 και 10 παρατηρούμε ότι οι τυπικές αποκλίσεις των τιμών των μετοχών που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά είναι αισθητά μειωμένες από αυτές του συνόλου του δείγματος, γεγονός που δείχνει ότι μειώνεται ο κίνδυνος των επενδυτών από την συμμετοχή τους σε Δημόσιες Προσφορές που αφορούν εταιρείες προς εισαγωγή στην Κύρια Αγορά.

Αντίστοιχα οι τυπικές αποκλίσεις των μετοχών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά, εμφανίζονται εμφανώς αυξημένες από αυτές του ολικού δείγματος, σε κάθε επίπεδο απόδοσης, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο κίνδυνος που λαμβάνουν οι επενδυτές των νεοεισαχθεισών εταιρειών στην Παράλληλη Αγορά, είναι παρόμοιος με εκείνον των επενδύσεων όλων των νεοεισερχομένων. Αντιθέτως ο κίνδυνος που ενέχει η επένδυση σε νεοεισαχθείσες εταιρείες στη ΝΕ.Χ.Α. είναι σημαντικά μεγαλύτερος σε σχέση με αυτόν που λαμβάνουν οι επενδυτές όλων των άλλων κατηγοριών. Τα αποτελέσματα αυτά συνάδουν και με τη διαφοροποίηση και την αυστηρότητα των κριτηρίων εισαγωγής σε κάθε μία από αυτές τις Αγορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την επεξεργασία της χρηματιστηριακής πορείας των τιμών των νεοεισαχθεισών εταιρειών στο Χ.Α. κατά την περίοδο 2003-2006 (30/06/06), προκύπτει ότι οι νεοεισαχθείσες εταιρείες εισήγαγαν τις μετοχές τους με Δημόσια Προσφορά σε τιμές σημαντικά υψηλότερες από αυτές που επικράτησαν κατά τη χρηματιστηριακή τους διαπραγμάτευση την 1^η ημέρα εισαγωγής τους. Παρατηρείται λοιπόν ότι οι μετοχές των νέων εισαγωγών κατά την περίοδο αυτή, εισάγονται υπερτιμολογημένες.

Η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών αυτών καταγράφηκε ύστερα από υπολογισμούς των αποδόσεών τους, τόσο με βάση την τιμή εισαγωγής τους αλλά και την τιμή κλεισίματος την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσής τους, όσο και με βάση την τιμή του Γ.Δ. του Χ.Α. την τελευταία ημέρα της Δημόσιας Προσφοράς τους αλλά και την τιμή του την 1^η ημέρα της διαπραγμάτευσής τους, σε σχέση πάντα με τις τιμές κλεισίματος των μετοχών αυτών κατά την 1^η, την 23^η και 45^η ημέρα διαπραγμάτευσής τους, την 365^η ημέρα, ενός μήνα, των δύο πρώτων μηνών και ενός έτους αργότερα από την πρώτη τους διαπραγμάτευση αντίστοιχα.

Συμπερασματικά οι αποδόσεις αυτές τόσο οι απλές όσο και οι υπερβάλλουσες αποδεικνύουν ότι οι επενδυτές που συμμετείχαν στις αρχικές Δημόσιες Προσφορές των τελευταίων τεσσάρων ετών (2003-2006) αποκόμισαν αρνητική απόδοση από την εισαγωγή και διαπραγμάτευση των μετοχών αυτών, ακόμη και ένα έτος μετά την εισαγωγή τους. Βέβαια το μέγεθος της απώλειας των αποδόσεων, τείνει να μειώνεται για τους επενδυτές που παρακρατούν τους τίτλους για όσο το δυνατό μεγαλύτερο διάστημα.

Πιο συγκεκριμένα, με βάση το προς εξέταση δείγμα, η μέση απλή απόδοση που αποκόμισαν οι επενδυτές που παρακράτησαν τις μετοχές αυτές ένα χρόνο αργότερα από την εισαγωγή τους, είναι κατά μέσο όρο 11,04% έναντι αυτών που πούλησαν τις μετοχές κατά την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης, με μέση απλή απόδοση κατά μέσο όρο -13,90%.

Επίσης, οι επενδυτές που συμμετείχαν στις αρχικές Δημόσιες Προσφορές της περιόδου σημείωσαν σημαντικές απώλειες σε σχέση με τις αντίστοιχες αποδόσεις της

Χρηματιστηριακής Αγοράς, ύψους -14,42% κατά μέσο όρο στο τέλος της 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης. Οι απώλειες αυτές μάλιστα αυξάνονταν δραματικά όσο οι επενδυτές παρακρατούσαν τους τίτλους, με αποτέλεσμα να οδηγηθούν και σε αρνητικές αποδόσεις ύψους -36,76%, από την παρακράτηση των τίτλων ένα χρόνο αργότερα.

Τα αποτελέσματα αυτά που αποδεικνύουν την υπερτιμολόγηση των μετοχών των αρχικών Δημοσίων Προσφορών κατά τα έτη 2003-2006, έρχονται σε αντίθεση με τα συνήθη αποτελέσματα που προκύπτουν από τις εισαγωγές των εταιρειών με Δημόσια Προσφορά καθ' όλα τα προηγούμενα έτη, τόσο στην ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά όσο και στα Διεθνή Χρηματιστήρια. Το σύνηθες φαινόμενο της υποτιμολόγησης δεν χαρακτηρίζει τις εισαγωγές της περιόδου αυτής και οι αρνητικές αποδόσεις των Δημοσίων Εγγραφών το διάστημα αυτό φαίνεται να συνδέονται με την μη επανάκτηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και το ακόμα αβέβαιο κλίμα που επικρατεί στην ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, σε σχέση με τα επίπεδα του παρελθόντος.

Παράλληλα με το συγκεντρωτικό δείγμα από την ανάλυση των επιμέρους αγορών του Χ.Α., προκύπτει ότι οι επενδυτές που συμμετείχαν σε Δημόσια Προσφορά μετοχών που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά αποκόμισαν σαφώς καλύτερες αποδόσεις, απλές και υπερβάλλουσες, ακόμα και ελαφρώς θετικές τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα, σε σχέση με αυτούς που επέλεξαν μετοχές που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά και πολύ περισσότερο στη ΝΕ.Χ.Α.

Έτσι οι μετοχές που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά έδωσαν μέση απλή απόδοση κατά μέσο όρο την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσής τους 0,83%, έναντι αυτών της Παράλληλης ύψους -18,85% και της ΝΕ.Χ.Α. ύψους -29,69%. Και στις τρεις βέβαια αγορές η αρνητική αυτή μέση απλή απόδοση φθίνει αναλόγως σε βάθος χρόνου, αλλά οι μετοχές της Παράλληλης και της ΝΕ.Χ.Α. εξακολουθούν να είναι υπερτιμημένες για τους αγοραστές τους με Δημόσια Προσφορά, ακόμα και ένα έτος αργότερα.

Αντιθέτως οι μετοχές που διαπραγματεύτηκαν στην Παράλληλη Αγορά έδωσαν θετικές αποδόσεις στους επενδυτές τους που τις απέκτησαν κατά την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσής τους, και οι οποίες γίνονται μεγαλύτερες με το πέρασ του χρόνου, δίνοντας μέση απόδοση κατά μέσο όρο 11,77% ένα χρόνο μετά την πρώτη τους διαπραγμάτευση.

Τέλος από το προς εξέταση δείγμα και τις υπολογιζόμενες τυπικές αποκλίσεις του, προκύπτει επιπροσθέτως το συμπέρασμα ότι οι εισαγωγές της περιόδου χαρακτηρίζονται από σχετικά υψηλό κίνδυνο που αυξάνεται με τη χρονική απομάκρυνση από την ημέρα εισαγωγής των μετοχών. Ο κίνδυνος αυτός κατανέμεται αντίστοιχα, μικρός για τις μετοχές της Κύριας Αγοράς, μεγαλύτερος για τις μετοχές της Παράλληλης Αγοράς και σημαντικά αυξημένος για αυτές που εισήχθησαν στη ΝΕ.Χ.Α.

Εν κατακλείδι, τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας απέδειξαν ότι η συμμετοχή στις αρχικές Δημόσιες Προσφορές για την απόκτηση νεοεισαγόμενων μετοχικών τίτλων της περιόδου 2003-2006, απέφερε αρνητικές αποδόσεις στους επενδυτές τους, ακόμη και ένα χρόνο μετά την έναρξη διαπραγμάτευσής τους στο Χ.Α. Οι μετοχές αυτές εισήχθησαν υπερτιμημένες κατά τη Δημόσια Προσφορά αποδεικνύοντας ότι η συμμετοχή στις Δημόσιες Προσφορές αυτής της περιόδου δεν αποτέλεσαν καλή επενδυτική επιλογή.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- Affleck – Graves J. and Miller R. (1989)** “Regulatory and Procedural Effects on the Underpricing of Initial Public Offerings”, *Journal of Financial Research* 12 (Fall), pp. 193–202
- Aggarwal R., Leal R. and Hernandez L. (1993)** “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America”, *Financial Management* 22 (Spring), pp. 42–53
- Aggarwal R. and Rivoli P. (1990)** “Fads in the Initial Public Offering Market?”, *Financial management* 19 (Winter), pp. 45-57
- Allen F. and Faulhaber G.R. (1989)** “Signaling by Underpricing in the IPO Market”, *Journal of Financial Economics* 23 (August), pp. 303–323
- Baron D.P. (1982)** “A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues”, *Journal of Finance* 37 (September), pp. 955–976
- Beatty R.P. and Ritter J.R. (1986)** “Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings”, *Journal of Financial Economics* 15 (January/February), pp. 213–232
- Bhabra H.S. and Pettway R.H. (1996)** “An Ex Post Analysis of Firm Quality in Initial Public Offerings”, Working Paper, University of Missouri – Columbia, Financial Research Institute
- Booth J. and Chua L. (1996)** “Ownership Dispersion, Costly Information and IPO Underpricing”, *Journal of Financial Economics* 41, pp. 291–310
- Booth J. and Smith R.L. (1986)** “Capital Raising Underwriting and Certification Hypothesis”, *Journal of Financial Economics* 15 (January/February), pp. 261–281
- Brennan M. and Franks J. (1997)** “Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK” *Journal of Financial Economics* 45. pp. 391–413
- Carter R., Dark F. and Sirgh A. (1998)** “Underwriter Reputation, Initial Returns and the Long – Run Performance of IPO Stocks”, *Journal of Finance* 1, pp. 285–331
- Carter R. and Manaster S. (1990)** “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation”, *Journal of Finance* 45 (September), pp. 1045–1068
- Chemmanur T. (1993)** “The Pricing of IPO’sQ A Dynamic Model with Information Production”, *Journal of Finance* 48, pp. 285–304

- Chowdhry B. and Serman A. (1996)** “International Differences in Oversubscription and Underpricing of IPO’s”, *Journal of Corporate Finance* 2, pp. 359–381
- Ellis K., Michaely R. and O’Hara M. (2000)** “When the Underwriter is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket”, *Journal of Finance* 3, pp. 1039–1074
- Gary Koop and Kai Li (1998)** “The valuation of IPO, SEO and Post – Chapter 11 Firms: A Stochastic Frontier Approach”
- Grinblatt M. and Hwang C.Y. (1989)** “Signaling and the Pricing of New Issues”, *Journal of Finance* 44 (June), pp. 333–420
- Hughes P.J. and Thakor A.V. (1992)** “Litigation Risk, Intermediation and the Underpricing of Initial Public Offerings”, *Review of Financial Studies* 5, pp. 709–742
- Ibbotson R. (1975)** “Price Performance of Common Stock New Issues”, *Journal of Financial Economics* 2, pp. 235–272
- Jegadeesh N., Weinstein M. and Welch I. (1993)** “An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics* 34 (October), pp. 153–176
- Kazantzis C. and Levis M. (1995)** “Price Support and Initial Public Offerings”, Evidence from the Athens Stock Exchange, *Research in International Business and Finance* 12.
- Kazantzis C. and Thomas C.D. (1996)** “The IPO Puzzle and Institutional Constraints”, Evidence from the Athens Stock market, *Empirical Issues in Raising Equity Capital*, pp. 81–94
- Keloharju M. (1993)** “The Winner’s Curse, Legal Liability and the Long – Run Performance of Initial Public Offerings in Finland”, *Journal of Financial Economics* 34, pp. 251–277
- Koh F. and Walter T. (1989)** “A Direct Test of Rock’s Model and the Pricing of Unseasoned Issues”, *Journal of Financial Economics* 23 (August), pp. 251–272
- Kunz R.M. and Aggarwal R. (1994)** “Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland”, *Journal of Banking and Finance* 18, pp. 705–723
- Lee P., Taylor S. and Walter T. (1996)** “Australian IPO Pricing in the Short and the Long – Run”, *Journal of Banking & Finance* 20, pp. 1189–1210
- Levis M. (1993)** “The Long – Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980 – 1988”, *Financial Management* 22 (Spring), pp. 28-41

- Ljungqvist A. (1997)** “Pricing Initial Offerings: Further Evidence from Germany”, *European Economic Review* 41, pp. 1309–1320
- Ljungqvist A. and Wilhelm W.I. (2003)** “IPO Pricing the Dot – Com Bubble”, *Journal of Finance* 58, pp. 723–752
- Loughram T. and Ritter J.R. (2003)** “Why has IPO Underpricing increased Overtime?”, *Financial Management*
- Loughran T., Ritter J.R. and Rydqvist K. (1994 – updated 2003)** “Initial Public Offerings: International Insights”, *Pacific – Basin Finance Journal* 2, pp. 165 – 199
- Lowry M. and Shu S. (2002)** “Litigation Risk and IPO Underpricing”, *Journal of Financial Economics* 65, pp. 309–335
- Muscarella C.J. and Vetsuypens M.R. (1989)** “A Simple Test of Baron’s Model of IPO Underpricing”, *Journal of Financial Economics* 24 (September), pp.125–138
- Ritter J. (1991)** “The Long – Run Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance* 46 (March), pp. 3–28
- Rock K. (1986)** “Why New Issues are Underpriced”, *Journal of Financial Economics* 15 (January/February), pp. 187–212
- Tinic S.M. (1988)** “Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock”, *Journal of Finance* 43, pp. 789–822
- Ulrih H. (1989)** “Going Public in the FRG”, in Guimares et al., *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets* (Springer – Verlag Berlin)
- Welch I. (1992)** “Sequential Sales, Learning and Cascades”, *Journal of Finance* 47 (June), pp. 695–732
- Νούνης Χ. (2004)** «Οι Αρχικές Αποδόσεις των Ελληνικών Δημόσιων Εγγραφών κατά την περίοδο 1976 – 2003», *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, τεύχος 38, σελ.: 57–64
- Παπαϊωάννου Γ.Ι. και Τραυλός Ν.Γ. (1995)** «Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση». Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα – Τάσεις και Προοπτικές, Επιμέλεια: Γ.Προβόπουλος, I.O.B.E. – Alpha Τράπεζα Πίστewς, σελ.:215–278

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

www.ase.gr	(Χρηματιστήριο Αθηνών)
www.hcmc.gr	(Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)
www.hba.gr	(Ένωση Ελληνικών Τραπεζών)
www.seiset.gr	(Ένωση Εισηγμένων Εταιρειών)
www.et.gr	(Εθνικό Τυπογραφείο)
www.e-oikonomia.gr	(Γ.Γ. Πληροφοριακών Συστημάτων)
papers.ssrn.com	(Social Science Research Network)
www.jstor.org	(Journal Storage)
www.newcompanies.gr	(IPOS-GR Δημόσιες Εγγραφές)
www.icap.gr	(ICAP Α.Ε.)
www.iobe.gr	(Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών)
www.euro2day.gr	
www.naftemporiki.gr	(Εφημερίδα «Η Ναυτεμπορική»)
www.ft.com	(Financial Times)
www.wsj.com	(Wall Street Journal)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1

ΔΙΚΑΙΟΛΟΓΗΤΙΚΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΓΙΑ ΠΡΩΤΗ ΦΟΡΑ ΣΤΟ Χ.Α.

(Απόφαση 38 σύμφωνα με την μετά την από 25-05-06 απόφαση Δ.Σ. του Χ.Α.)

I. Στάδιο Αξιολόγησης της Αίτησης Εισαγωγής

Δικαιολογητικά για την αξιολόγηση της αίτησης εισαγωγής μετοχών για πρώτη φορά στην Αγορά Αξιών του Χ.Α., με Δημόσια Προσφορά.

Κατά την υποβολή φακέλου για την εξέταση από το Δ.Σ. του Χ.Α. της αίτησης εισαγωγής των μετοχών μίας εταιρείας, η εταιρεία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει στο Χ.Α. τα ακόλουθα δικαιολογητικά :

1. Αίτηση της εταιρείας για την εισαγωγή των μετοχών της στην Αγορά Αξιών, αναφέροντας την κατηγορία στην οποία επιθυμεί να εισαχθεί.
2. «Έντυπο Εταιρικού Προφίλ» το οποίο υπογράφεται από την εταιρεία και τον Κύριο Ανάδοχο.
Στις περιπτώσεις των εταιριών που προβλέπονται ειδικές προϋποθέσεις για την εισαγωγή τους στο Χ.Α., τα σχετικά στοιχεία περιλαμβάνονται στο Έντυπο Εταιρικού Προφίλ. Το έντυπο υποβάλλεται σε τρία αντίγραφα τα οποία φέρουν στο κάτω μέρος της κάθε σελίδας (footer) ειδική σήμανση με την ημερομηνία έκδοσής του και τον αύξοντα αριθμό της έκδοσης .
3. «Ερωτηματολόγιο καταλληλότητας» το οποίο υποβάλλεται από τον Κύριο Ανάδοχο και την αιτούσα εταιρεία.
4. Έντυπο δηλώσεων σχετικά με την αίτηση εισαγωγής που συμπληρώνεται από τα μέλη του Δ.Σ. της εκδότριας.
5. Έντυπο δηλώσεων που συμπληρώνεται από τους μετόχους της εταιρείας οι οποίοι κατέχουν ποσοστό άνω του 5% του μετοχικού κεφαλαίου.

6. Έντυπο βεβαιώσεων που συμπληρώνεται από τους τακτικούς ορκωτούς ελεγκτές της εταιρείας.
7. Στις περιπτώσεις εφαρμογής του κριτηρίου της ύπαρξης «Συμβούλου (Sponsor)», υποβάλλεται το Έντυπο Δηλώσεων « Συμβούλου (Sponsor)».
8. Επικυρωμένο αντίγραφο των πρακτικών του αρμοδίου οργάνου της εταιρείας που αποφάσισε την εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α. και την (τυχόν) αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.
9. Σε περίπτωση διάθεσης υφισταμένων μετοχών, ο Κύριος Ανάδοχος υποβάλλει κατάσταση των μετόχων οι οποίοι θα διαθέσουν μετοχές τους, η οποία πρέπει να προκύπτει και από το αντίστοιχο πρακτικό του αρμοδίου οργάνου της εταιρείας.
10. Αντίγραφο του κωδικοποιημένου καταστατικού της εταιρείας επικυρωμένο από την αρμόδια εποπτεύουσα αρχή (περιλαμβάνει όλες τις τροποποιήσεις μέχρι και την υποβολή της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.).
11. Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις¹ της Εταιρείας ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή .
12. Τα ΦΕΚ δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων της εκδότριας για τη χρήση που προηγείται της αίτησης εισαγωγής (με βάση την ελάχιστη απαιτούμενη διάρκεια).
13. Οικονομικές καταστάσεις των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση της τελευταίας πριν την υποβολή της αίτησης δημοσιευμένης χρήσης, σύμφωνα με την μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης, για τις αντίστοιχες χρήσεις, ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή. Εφόσον η εταιρεία δεν καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις προσκομίζονται οι οικονομικές της καταστάσεις ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.

14. Φύλλα ελέγχου φορολογίας της εταιρείας από τα οποία να προκύπτει ο φορολογικός έλεγχος της εταιρείας για όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχουν δημοσιευθεί οικονομικές καταστάσεις και για όλα τα αντικείμενα ελέγχου.

15. Στην περίπτωση κατάρτισης ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων με την μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης, για τις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, προσκομίζονται τα αντίστοιχα φύλλα ελέγχου φορολογίας, για τις χρήσεις τις οποίες καταρτίζονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.

16. Στην περίπτωση κατάρτισης ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων βάσει ειδικών διατάξεων δυνάμει των οποίων υποχρεούται να ενοποιεί εταιρείες με συγκεκριμένη μέθοδο, για τις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση προσκομίζονται τα αντίστοιχα φύλλα ελέγχου φορολογίας.

17. Λογιστική κατάσταση, ελεγμένη από ορκωτό ελεγκτή, από την οποία να προκύπτουν τα αναμορφωμένα Ίδια Κεφάλαια της εκδότριας κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης (εφόσον αυτά δεν προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις της τελευταίας χρήσης).

Σε περίπτωση που η εταιρεία ανήκει σε κλάδο για τον οποίον υπάρχουν ειδικές ρυθμίσεις (π.χ. ασφαλιστικές εταιρείες, κατασκευαστικές εταιρείες, ναυτιλιακές εταιρείες, κ.λ.π.) υποβάλλονται, επιπλέον δικαιολογητικά.

¹ Οι Οικονομικές Καταστάσεις που υποβάλλονται είναι οι εξής :

1. Ισολογισμός τέλους χρήσης. Σε περίπτωση που έχουν παρέλθει περισσότεροι από εννέα μήνες από την ημερομηνία κλεισίματος της χρήσης στην οποία αναφέρονται οι τελευταίοι δημοσιευμένοι ισολογισμοί, υποβάλλονται και προσωρινές οικονομικές καταστάσεις εξαμήνου τουλάχιστον, ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.

2. Λογαριασμός Αποτελεσμάτων Χρήσης

3. Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων

4. Προσάρτημα του Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων χρήσης

Εταιρίες που συντάσσουν τις οικονομικές τους καταστάσεις σύμφωνα με τα ΔΛΠ / ΔΠΧΑ

1. Ισολογισμό

2. αποτελεσμάτων

3. μεταβολών ιδίων κεφαλαίων

4. ταμιακών ροών

5. μεθόδους και επεξηγηματικές σημειώσεις.

II. Στάδιο Έγκρισης της Αίτησης Εισαγωγής

Δικαιολογητικά για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών νεοεισαγόμενων εταιρειών

Για τη λήψη απόφασης περί της εισαγωγής των μετοχών μίας εταιρείας στο ΧΑ, η εταιρεία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α. :

1. Αντίγραφο της απόφασης της Ε.Κ. περί έγκρισης του Ενημερωτικού Δελτίου και της Δημόσιας Προσφοράς .

2. Κατάσταση με τα στοιχεία των προσώπων που απέκτησαν καθ' οιονδήποτε τρόπο μετοχές κατά την διαδικασία εισαγωγής των μετοχών της εταιρείας στο Χρηματιστήριο.

i) Στην κατάσταση θα αναγράφονται για κάθε πρόσωπο:

- το ονοματεπώνυμο και το πατρώνυμό του, ή η επωνυμία του (αλφαβητική σειρά),
- η διεύθυνση κατοικίας του, ή η έδρα του νομικού προσώπου,
- ο αριθμός αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατηρίου ή Α.Φ.Μ.,
- ο αριθμός των μετοχών που κατέχει ή θα αποκτήσει,
- ο τίτλος του αναδόχου ή υποαναδόχου (ή ο κωδικός του αναδόχου στον οποίο υπεβλήθη η αίτηση εγγραφής) .

ii) Η κατάσταση θα χωρίζεται στις εξής δύο κατηγορίες:

- ειδικών επενδυτών και,
- μη ειδικών επενδυτών.

iii) Η κατάσταση για κάθε μία από τις ανωτέρω κατηγορίες θα χωρίζεται σε διαφορετικές ενότητες που θα αφορούν:

α) τους επενδυτές που απέκτησαν νέες μετοχές που προέκυψαν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και διατέθηκαν με Δημόσια Εγγραφή,

β) τους επενδυτές που απέκτησαν ή θα αποκτήσουν υφιστάμενες μετοχές μέσω της Δημόσιας Εγγραφής.

Στο τέλος κάθε ενότητας και κατηγορίας θα πρέπει να εμφανίζονται τα σύνολα i) του αριθμού των επενδυτών μετόχων , ii) του αριθμού των μετοχών, iii) του ποσοστού στο σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου.

Οι ανωτέρω καταστάσεις πρέπει να είναι υπογεγραμμένες σε κάθε σελίδα από τους εκπροσώπους των Κυρίων Αναδόχων.

3. α) Κατάσταση με αλφαβητική σειρά με τα στοιχεία των μετόχων που κατέχουν ή πρόκειται να αποκτήσουν αριθμό μετοχών μικρότερο ή ίσο του 2% του συνόλου των μετοχών της εταιρείας,

β) Κατάσταση με όλους τους άλλους μετόχους.

Η κατάσταση αυτή θα απεικονίζει τη μετοχική σύνθεση της εταιρείας όπως θα διαμορφωθεί μετά την τυχόν μεταβίβαση υφισταμένων μετοχών.

4. Κατάσταση στην οποία θα αναφέρονται οι τυχόν μέτοχοι που θα διαθέσουν υφιστάμενες μετοχές μετά την εισαγωγή της εταιρείας στο Χ.Α. με σκοπό την επίτευξη της απαιτούμενης διασποράς.

5. Επιστολή του Κυρίου Αναδόχου με την οποία :

(α) θα δηλώνει ότι τηρήθηκαν τα προβλεπόμενα στον Κανονισμό Αναδοχών.

(β) θα δηλώνει ότι η εταιρεία πληροί το κριτήριο διασποράς, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στον Κανονισμό του Χ.Α.

(γ) θα προσδιορίζει την τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης των κατηγοριών μετοχών που εισάγονται.

(δ) η υποδεικνυόμενη από τον ανάδοχο τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης δε μπορεί να διαφέρει από την τιμή διάθεσης των μετοχών.

(ε) θα γνωστοποιεί τα πρόσωπα που συμμετείχαν στη Δ.Ε. και Ι.Τ. και δεν προσμετρώνται στο ποσοστό διασποράς με βάση τα προβλεπόμενα στον Κανονισμό του Χ.Α., καθώς και τον αριθμό των μετοχών που κατανεμήθηκε σε αυτά.

(στ) γνωστοποιείται η ημερομηνία διενέργειας της συναλλαγής μεταβίβασης τυχών υφιστάμενων μετοχών που διατέθηκαν στη ΔΕ και την ΙΤ, καθώς και τα πρόσωπα που θα μεταβιβάσουν μετοχές.

(ζ) αναφέρεται πώς προσδιορίστηκε το εύρος τιμών (αν έγινε pre-marketing και ποιοι συμμετείχαν), στοιχεία της ζήτησης που εκδηλώθηκε κατά τη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών, καθώς και πώς προσδιορίστηκε η τιμή διάθεσης.

6. Μετοχολόγιο σε μαγνητικό μέσο.

7. Σύμβαση με τον Ειδικό/ών Διαπραγματευτή/των εφόσον υπάρχει.

8. Πίνακες που καταρτίζει ο Κύριος Ανάδοχος με συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία.

III. Στάδιο Έναρξης Διαπραγμάτευσης

Δικαιολογητικά για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών των Νεοεισαγόμενων εταιρειών

Για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών μίας εταιρείας στο Χ.Α., η εταιρεία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει στο Χ.Α.:

1. Επικυρωμένο αντίγραφο της ανακοίνωσης της Νομαρχίας της έδρας της, σχετικά με την έγκριση της τροποποίησης του άρθρου του καταστατικού περί μετοχικού κεφαλαίου.
2. Επικυρωμένο πρακτικό του Δ.Σ. της εταιρείας που να πιστοποιεί την ολοσχερή καταβολή του ποσού της αύξησης του κεφαλαίου (μετοχικό κεφάλαιο και υπέρ το άρτιο)
3. Επικυρωμένο αντίγραφο της ανακοίνωσης της Νομαρχίας της έδρας της για την πιστοποίηση.
4. Αντίγραφο παραστατικού εξόφλησης οικονομικών υποχρεώσεων της εταιρείας προς το Χρηματιστήριο (εφάπαξ ποσό δικαιώματος εισαγωγής μετοχών και συνδρομή του τρέχοντος τριμήνου).

5. Αντίγραφο παραστατικού καταβολής ποσού 0,02% επί της συνολικής κεφαλαιοποίησης, υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην Τράπεζα της Ελλάδος.

6. Επιστολή της εταιρείας (η οποία όταν ξεκινήσει η έναρξη διαπραγμάτευσης θα αποστέλλεται και μέσω «ΕΡΜΗ»), στην οποία:

6.1 θα ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χ.Α.,

6.2 θα βεβαιώνεται ότι η εταιρεία έχει αποστείλει στο ΚΑΑ, το οριστικό Αρχείο Κατανομής Δικαιούχων, σύμφωνα με τον Κανονισμό Εκκαθάρισης όπως ισχύει κάθε φορά και ότι κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης θα έχουν πιστωθεί με τις αντίστοιχες ποσότητες, σύμφωνα με τα οριζόμενα στον Κανονισμό Εκκαθάρισης, όλες οι μερίδες:

ι) των επενδυτών που α) κατείχαν μετοχές πριν την Δημόσια Εγγραφή, β) απέκτησαν μετοχές μέσω της Δημόσιας Εγγραφής, γ) εμφανίστηκαν μέχρι και τρεις εργάσιμες ημέρες πριν την έναρξη της διαπραγμάτευσης.

Σε περίπτωση που υπάρχουν μη εμφανισθέντες παλαιοί μέτοχοι, η εταιρεία προσκομίζει βεβαίωση στην οποία αναφέρεται α) σε περίπτωση ανώνυμων μετοχών, ο αριθμός των μετόχων και μετοχών που δεν εμφανίστηκαν και β) σε περίπτωση ονομαστικών μετοχών, ο αριθμός των μετοχών που αντιστοιχεί σε κάθε μη εμφανισθέντα, καθώς και όσα από τα στοιχεία των μετόχων αυτών είναι γνωστά στην εταιρεία .

ii) του/των ειδικού/κών διαπραγματευτή/των

6.3 Θα αναφέρονται ονόματα των πολιτικών ή οικονομικών εφημερίδων στις οποίες δημοσιεύεται η ανακοίνωση για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρείας, εκ των οποίων οι δύο θα είναι ημερήσιες – πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας. Η σχετική ανακοίνωση θα πρέπει να δημοσιεύεται το αργότερο την προηγούμενη της ημέρας έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών και να

περιλαμβάνει το μέγιστο αριθμό μετοχών που κατανεμήθηκε σε Ειδικό και Μη Ειδικό Επενδυτή.

7. Επιστολή του Κυρίου Αναδόχου με την οποία θα βεβαιώνει ότι έχει προβεί σε όλες τις απαραίτητες ενέργειες ώστε κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης να έχουν πιστωθεί με τις αντίστοιχες ποσότητες, σύμφωνα με τα οριζόμενα στον Κανονισμό ΣΑΤ ι) όλες οι μερίδες των επενδυτών που α) κατείχαν μετοχές πριν την Δημόσια Εγγραφή, β) απέκτησαν μετοχές μέσω της Δημόσιας Εγγραφής και γ) εμφανίστηκαν μέχρι και τρεις εργάσιμες ημέρες πριν την έναρξη της διαπραγμάτευσης.

Τα δικαιολογητικά, θα πρέπει να αποστέλλονται στο Χρηματιστήριο, με ευθύνη του Κυρίου Αναδόχου, το αργότερο τρεις εργάσιμες ημέρες πριν την προγραμματιζόμενη ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης.

Συμπληρωματικά Επιπρόσθετα Δικαιολογητικά

Το Χ.Α. κατά την εξέταση του φακέλου εισαγωγής επιφυλάσσεται να ζητήσει συμπληρωματικά ή επιπρόσθετα δικαιολογητικά κατά περίπτωση.