

OTDK-dolgozat

2023

**BUDAPESTI CORVINUS EGYETEM
GAZDÁLKODÁSTUDOMÁNYI KAR**



KKV-ként a tőzsdén

A BÉT Xtend nyújtotta lehetőségek értékelése

SMEs at the Stock Exchange

The evaluation of opportunities provided by the BÉT Xtend

Szabó István

Konzulens: Baranyai Eszter

Kézirat lezárásának dátuma: 2021.04.08

Tartalomjegyzék

I.	Bevezetés	1
II.	Elméleti áttekintés.....	3
II.1.	Középvállalatok.....	3
II.1.1.	A kis-és középvállalatok definíciója	3
II.1.2.	A kis- középvállalatok gazdasági jelentősége, állami szerepvállalás.....	4
II.1.3.	A kis-és középvállalatok finanszírozási nehézségei, makrotrendek bemutatása	6
II.2.	Multilaterális kereskedési platformok.....	9
II.2.1.	A multilaterális kereskedési platformok bemutatása.....	9
II.2.2.	A multilaterális kereskedési platformok Európában	11
III.	A kutatásom bemutatása	13
III.1.	A kutatás felvezetése.....	13
III.1.1.	A dolgozat céljának és kutatási kérdéseinek bemutatása	13
III.1.2.	A kutatás módszertana	14
III.2.	A BÉT KKV ökoszisztémájának bemutatása és elemzése	16
III.2.1.	A BÉT 50 kiadvány.....	17
III.2.2.	ELITE Program	18
III.2.3.	A Mentor Program és a NOMAD-ok.....	19
III.3.	A BÉT Xtend bemutatása és elemzése.....	23
III.3.1.	A BÉT Xtend-re való belépés folyamata, az NTfA szerepe	23
III.3.2.	Az Xtend nyújtotta előnyök és könnyített belépési kritériumok.....	25
III.3.3.	Az eddig végbement kibocsátások bemutatása és értékelése.....	28
III.3.4.	A KKV-kat a tőzsdére lépéstől visszatartó tényezők	31
IV.	Összefoglalás	34
IV.1.	A kutatás eredményeinek összegzése	34
IV.2.	Az eredmények gyakorlati alkalmazhatósága, javaslatok megfogalmazása.....	37
IV.3.	A kutatás korlátai és további kutatási javaslatok.....	38

I. Bevezetés

Kutatásom középpontjában a magyarországi kis-és középvállalkozások (továbbiakban KKV-k) finanszírozási kérdései állnak. Dolgozatom globálisan megfigyelhető trendekből kiindulva jut el a magyar piac sajátosságainak vizsgálatáig. A KKV-k alapjaiban meghatározzák legtöbb a makrogazdaság növekedési tendenciáit, kiemelkedően fontos piaci szereplőként hivatkoznak rájuk hazai és nemzetközi publikációk egyaránt.

A kormányzat KKV stratégiájának áttekintése után dolgozatom fókuszában a Budapesti Értéktőzsde 2016-2020 közötti tőzsdefejlesztési stratégiája áll. Ez egy KKV-k számára létrehozni kívánt ökoszisztémát jelenít meg, amely egy utat vázol fel az abban résztvevő vállalkozások számára, amelynek végállomása a tőkepiaci jelenlét. 2017-ben létrehozták külföldi mintára a BÉT Xtend piacot, amely egy Multilateral Trading Facility (továbbiakban MTF), amire multilaterális kereskedési felületként hivatkoznak a magyar szakcikk.

Dolgozatom hiánypótló bizonyos szempontból. Sem jelen tanulmány szerzőjének, sem a megkérdezett releváns piaci szereplők legjobb tudomása szerint nem készült korábban ilyen mélységben tanulmány a magyar MTF piacról. Az utóbbin már jelen lévő öt sikeres magyar középvállalat példája jól indikálja, hogy releváns finanszírozási forma az Xtend-en történő tőkeemelés. Így alakult ki a dolgozat témája, a magyar KKV-k BÉT Xtend-re való belépési lehetőségeinek vizsgálata az eddig lezajlott kibocsátások és a BÉT KKV-kat célzó ökoszisztémája által.

A kutatás fő fókusza, hogy egy magyar KKV-nak miért éri meg részvényt kibocsátani, egyáltalán milyen paraméterekkel tudja ezt itthon megtenni. Hogyan működik ez a folyamat? Kik segítik egy KKV tőzsdére lépését? Hogyan segíti a vállalatokat a BÉT? Milyen kritériumoknak kell megfelelni, ezek mennyiben mások a BÉT szabályozott (Standard) piacához képest? Milyen alternatív finanszírozási formák állnak a vállalatok rendelkezésére? Mi alapján döntenek egyes finanszírozási lehetőségek között? Elégedettek-e az „Xtend-es léttel” a kibocsátók? Végül, hogy mik azok a tényezők, amelyek visszatartják a cégeket a tőzsdére lépéstől?

Ezen kérdések mentén fogalmazódott meg a kutatás fő kérdése: Megéri-e egy magyarországi KKV-nak belépni a Budapesti Értéktőzsde Xtend piacára? Ezen felül – a módszertani pontosítás érdekében – az alábbi kutatási alkérdésekre keres választ a dolgozat:

- Miért részesítheti a BÉT Xtend-et előnyben egy entitás más finanszírozási formákkal szemben?
- Melyek azok a tényezők, amelyek jellemzően visszatartanak egy magyar KKV-t a tőzsdére lépéstől?
- Mennyire sikeres a BÉT KKV-kat célzó ökoszisztémája?

Az említett fő kutatási kérdés, valamint ezen alkérdések mentén készült el a dolgozat, egy gyakorlatias elemzés a hazai MTF piacról, a BÉT Xtend-ről. A fő célja, hogy egy hiánypótló szakmai anyagként szolgáljon – az akadémiai kereteken belül maradva – a piaci szereplők és a szabályozók számára egyaránt, amely által első kézből nyerhetnek betekintést a kibocsátók nézőpontjába.

A dolgozat elméleti háttérét egy szekunder kutatás adja, amely során a kvalitatív tartalomelemzés módszerével kerülnek kontextusba a tanulmány gerincét jelentő főbb fogalomkörök. Az említett kutatási módszertan a primer kutatás „támogatására” is szolgál, amely egy kvalitatív mélyinterjúkészítés. A mélyinterjúk alanyainak kiválasztásához azonosításra került három releváns szereplő a BÉT Xtend ökoszisztémájában.

Ilyenek a:

- A Budapesti Értéktőzsde intézménye, amely a környezetet biztosítja, valamint közvetíti a szabályozó hatóság (MNB) által meghatározott kritériumrendszert.
- A kibocsátók, akik belépnek a BÉT Xtend piacra.
- Az úgynevezett Nominated Advisor-ok (továbbiakban NOMAD-ok), azaz kijelölt tanácsadók, akik a kibocsátókat tőzsdére viszik, majd segítik munkájukat a tőkepiaci jelenlét során.

A kutatás egyaránt bemutatja a BÉT KKV-knak szóló eszközeit, valamint magát a BÉT Xtend piacot is. Az eredmények ismertetése fejezet után javaslatok kerülnek megfogalmazásra a kapott inputok alapján az érintettek számára. Végezetül további kutatási irányokat jelöl ki a szerző, amelyekkel érdemes lehet a jövőben foglalkozni.

II. Elméleti áttekintés

A fejezet célja témafelvetés bizonyítása, a kis- és középvállalatok, valamint a multilaterális kereskedési platformok és az ezekhez tartozó fogalomkörök elemzése mentén.

II.1. Középvállalatok

II.1.1. A kis- és középvállalatok definíciója

Világszerte számtalan eltérő definíció létezik a KKV szektor szereplőinek meghatározására. Ezek nagyban függenek az adott makrogazdaság sajátosságaitól például szereplőinek számától és méretétől. A különböző entitások, úgymint kormányzatok, hitelintézetek, telekommunikációs vállalatok vagy nemzetközi szervezetek eltérő meghatározásokkal élnek a számukra releváns perspektívának megfelelően.

Kállay szerint „a definíciók 3 fontos kérdése: (1) mit tekintünk vállalkozásnak, (2) milyen mutatók alapján, (3) hol húzzuk meg az egyes méretkategóriák határait.” (Kállay 2012, 9. oldal). Az első kérdés megválaszolására Chikán Attila Vállalatgazdaságtan című könyvének fogalom meghatározása irányadó a dolgozatban, mely szerint „Az üzleti vállalkozás olyan emberi tevékenység, amelynek alapvető célja fogyasztói igények kielégítése nyereség elérésével. A vállalkozás akkor üzleti, ha a döntés szabad mérlegelésen alapul, profitorientált, kockázatot vállaló és valóságos piacon működik.” (Chikán 2017, 24. oldal) A vállalat pedig: „a jogi személyiséggel rendelkező üzleti vállalkozás szervezeti kerete.” (Chikán 2017, 24. oldal) A dolgozat vállalkozásként hivatkozik vállalatokra és vice versa, ekvivalensnek véve a két fogalmat.

Mivel a kutatás hazai KKV szektort vizsgálja, így a másik két kérdésre választ a 2004. évi XXXIV. törvény a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról szóló rész ad és ezt veszi a tanulmány szerzője irányadó definíciónak a továbbiakban. A törvény szövegében a kis- és középvállalatok meghatározása a következőképpen hangzik:

„3. § (1) KKV-nak minősül az a vállalkozás, amelynek

a) összes foglalkoztatotti létszáma 250 főnél kevesebb, és

b) éves nettó árbevétele legfeljebb 50 millió eurónak megfelelő forintösszeg, vagy mérlegfőösszege legfeljebb 43 millió eurónak megfelelő forintösszeg.

(2) A KKV kategórián belül kisvállalkozásnak minősül az a vállalkozás, amelynek

a) összes foglalkoztatotti létszáma 50 főnél kevesebb, és

b) éves nettó árbevétele vagy mérlegfőösszege legfeljebb 10 millió eurónak megfelelő forintösszeg.”

Ezek alapján tehát kis- és középvállalkozatként a kutatás tárgya olyan vállalkozás lehet, amely foglalkoztatotti létszáma maximum 250 fő, éves nettó árbevétele legfeljebb 50 millió eurónak megfelelő forintösszeg vagy 43 millió eurónak megfelelő forintösszeg.

II.1.2.A kis- középvállalatok gazdasági jelentősége, állami szerepvállalás

Az alfejezet a hazai KKV szektor legfőbb sajátosságait mutatja be leíró statisztikák és nemzetközi tanulmányok segítségével, kitérve az aktuális makrogazdasági tendenciákra az állami ösztönzők figyelembevételével.

A Magyarországon működő vállalkozások 99,1%-a volt KKV a Központi Statisztikai Hivatal 2018-as KKV-król szóló kiadványa alapján. Ez az arány az Európai Unió tagországaiban is hasonló képet mutat. (Európai Parlament, 2020) Ez az arányszám önmagában jól indikálja az említett vállalkozások gazdasági jelentőségét. A kis- és középvállalkozások a vállalkozási szférában foglalkoztatottak közel kétharmadának biztosítottak munkalehetőséget, a hozzáadott érték 46, a nettó árbevétel 42, a nemzetgazdasági beruházások 30%-ával járultak hozzá a működő vállalkozások összteljesítményéhez 2018-ban. A több, mint 750 ezer vállalkozás több, mint 94%-a mikrovállalkozás és kevesebb, mint 5, illetve 6%-a kis-és középvállalkozás (KSH, 2018). A jelentős méretbeli különbségek ellenére az államigazgatásban a mikrovállalkozásokra is KKV-ként hivatkoznak az ezeknek dedikált elemzésekben.

A rendszerváltás óta esszenciális szereplőként tekintenek a magyar KKV szektorra. Az Európai Unióhoz való csatlakozás még inkább rájuk irányította a figyelmet, többek között a foglalkoztatásban betöltött kulcsfontosságú szerepük miatt. Mester és Tóth szerint: „a KKV-k könnyebben találják meg az új piaci lehetőségeket rugalmasságuk, kreativitásuk és alkalmazkodóképességük miatt.” (Mester és Tóth, 2015) Az innováció, a gazdasági növekedés és foglalkoztatottság legfontosabb forrásaiként hivatkozik a KKV-kra a Gazdasági Együttműködési

és Fejlesztési Szervezet is (a továbbiakban OECD) (OECD Economic Surveys Hungary, 2014). Ugyanezen forrás szerint: „a foglalkoztatás növelésében nagy hangsúlyt kellene fektetni a vállalkozói szektorra, azon belül is a KKV-kra, mivel elsősorban ezek képesek munkahelyeket teremteni”. Ennek eléréshez esszenciálisnak tartja a kormányzati szerepvállalást, amely akkor igazán hatékony, ha megfelelően összhangban működik a központi bankkal és a vállalkozói szférával.

A kormányzati szerepvállalás során számos gyakori hibát követnek el világszerte. A programok gyakran epizodikusak és koordinálatlanok. Nem sikerül kellő ösztönzést nyújtani a vállalkozóknak (különösen a fiatal, tanult rétegnek), vállalkozásuk modernizálására és fejlesztésére. Előfordul, hogy az intézkedéscsomagok időhorizontjukat tekintve inkonzisztensek, túl rövidtávúak és gyakran félbemaradnak. Különösen nagy problémát jelent, ha egy élénkítő csomag csak az állami donortól függ és a kedvezményezetteket nem involválják társfinanszírozásra, ezzel is növelve a teljesítménykényszert. Ugyanígy káros, ha nincs definiálva az állami finanszírozó érdeke a kedvezményezett sikerében különböző KPI-okkal, ezáltal a két fél közötti viszony leginkább formális és rövid életű. Végül jelentős probléma az állami intézkedéscsomagok utólagos értékelésének, visszamérésének hiánya. Az OECD szerint mérési szabványokat kell meghatározni, akár csak egy piaci projekt kapcsán, ezzel lehetővé téve az elért eredmények és esetleges hiányosságok objektív kiértékelését. (Dallago, 2011)

Az Innovációs és Technológiai Minisztérium (a továbbiakban ITM) 2018-ban készítette el az OECD-vel közösen Magyarország 2019-től 2030-ig tartó KKV stratégiáját, kifejezetten a magyar körülmények, a szabályozási környezet és a vállalati sajátosságok figyelembevételével. A tervdokumentum célja a magyar KKV-k versenyképességének és termelékenységének előmozdítása. Az anyag elkülönítve vizsgálja a vállalkozások eltérő érettségi szakaszaiban felmerülő problémákat és ezáltal ennek függvényében különböző megoldási javaslatokat fogalmaz meg.

Külön intézkedéscsomagot készítettek a KKV-k finanszírozásához jutásának ösztönzésére. A Stratégia kiemelten az alábbi területeken tartja indokoltnak az állam aktív részvételét:

- „Azokban a szegmensekben, ahol megítélésünk szerint a piac nem biztosítja ésszerű hozamok mellett a vállalkozások számára azt a finanszírozást, amit valójában megtérülő módon meg lehetne valósítani.

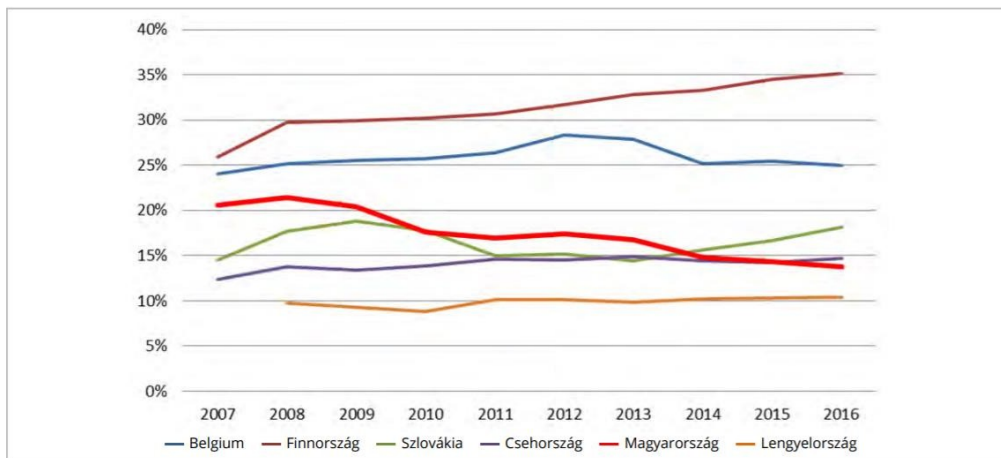
- Olyan működési és beruházási igények esetében, amelyek piaci feltételű finanszírozása nem várható el, de a fejlesztés- és társadalompolitikai célok érdekében, kismértékű állami beavatkozással megteremthető” (ITM, 2018)

II.1.3.A kis-és középvállalatok finanszírozási nehézségei, makrotrendek bemutatása

A fent említett intézkedési tervezet, akadémiai publikációk, jegybankok, valamint szupranacionális szervezetek által közzétett elemzések segítségével a fejezet bemutatja a KKV-k általános finanszírozási nehézségeit a magyar piacon.

Világszerte gyakori jelenség, hogy a KKV szektor szereplői finanszírozási nehézségekkel szembesülnek a nagyobb vállalatokhoz képest (Duan et al., 2009). A kereskedelmi bankok szigorú elvárásokat támasztanak a KKV-k felé a hitelbírálat során, a kihelyezett kölcsönök nemteljesítési valószínűségének minimalizálására törekedve. Minél fiatalabb vagy kisebb egy cég, annál nehezebben tud külső forrást bevonni működésébe. Egy innovatívnak titulált vállalat valamelyest könnyebben juthat hitelhez, mint a klasszikusnak mondható tevékenységi körrel rendelkező szereplők, például a legtöbb termelő vállalat.

Visszatérő probléma a magyar piacon is kis-és középvállalkozások esetében a megfelelő finanszírozáshoz való hozzáférhetőség hiánya, illetve a rendelkezésre álló finanszírozási lehetőség (pl. hitelek) előnytelen konstrukciói. Az elmúlt években a „a KKV-szektor hitelállománya bővül, de a KKV hitelek GDP-hez viszonyított aránya (év végi hitelállomány/nominális GDP) elmarad a válság előtti években tapasztalt mértéktől és különösen a fejlett hitelfinanszírozással rendelkező országokhoz képest. Az említett arányszám alapján 2018-ban a V4-ek szintjén állt a magyar KKV hitelek állománya, viszont a Magyarországhoz hasonló méretű, fejlett hitelezési ökoszisztémával rendelkező országok 10-15%-kal a V4-ek előtt járnak.” (ITM – KKV stratégia 81. oldal, 2018)



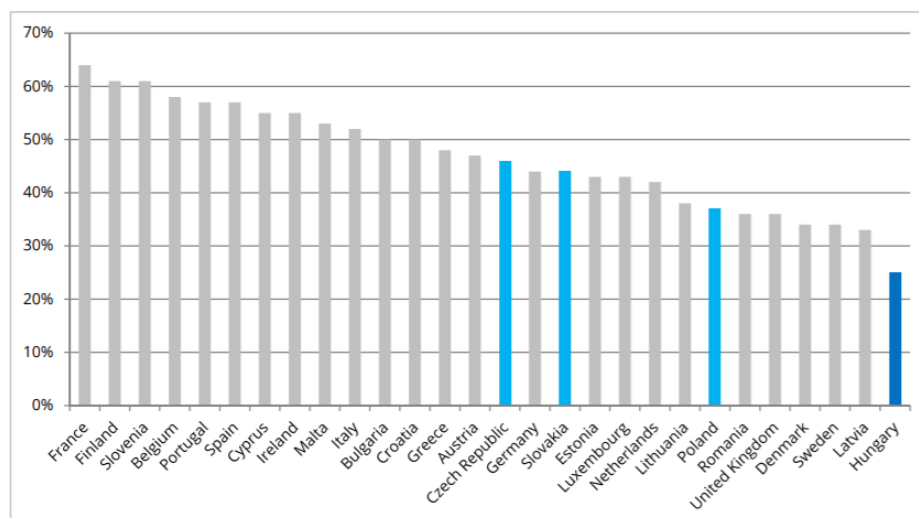
1. ábra. KKV hitel/GDP arány néhány európai uniós országban, % (év végi hitelállomány/nominális GDP)

Forrás: OECD Scoreboard Financing SMEs and Entrepreneurs, Eurostat, idézi ITM 2018, 82. oldal

Az EU-n belüli, eltérő hitelállomány növekedési trendek a befektetési lehetőségek közötti különbségeket jelzik. Az olyan komoly gazdasági növekedést mutató országokban, mint a V4-ek, a hitel iránti kereslet növekedése okozhatja a hitelállomány tendenciózus növekedését, míg más országokban, például Portugáliában és Írországon a felhalmozott adósság sok cég esetében gyakran akadályozza a finanszírozáshoz jutást. (Európai Bizottság, 2017)

Az ITM KKV stratégiája rámutat arra, hogy a KKV szektor hitelállományának szerkezete nem kedvező, mert javarészt rövid lejáratú hitelek alkotják és ehhez képest alacsony arányban vannak csak fejlesztéseket finanszírozó hosszú lejáratú hitelek jelen. Ennek oka, hogy „a kereskedelmi banki hitelpiacon jóval könnyebb rövid lejáratú hitelhez jutni KKV-ként, mint hosszabbhoz.” (ITM – KKV stratégia 81. oldal, 2018) Banai és Pulai (2018) szerint „ahhoz, hogy a hitelezés megfelelően támogassa a reálgazdaság bővülését és a vállalkozások versenyképesebbé válását, nemcsak annak mennyisége, de összetétele is fontos”. Az MNB által 2013-ban indított Növekedési Hitel Programnak (a továbbiakban NHP) jelentős szerepe volt a KKV hitelállomány növekedésében, hiszen 2017-es lezárultáig közel 40 000 haza KKV jutott finanszírozáshoz ennek köszönhetően. (Banai és Pulai, 2018)

Megfigyelhető tendencia, hogy a magyar KKV-k más európai országokkal összehasonlításban, ritkábban vesznek fel banki hitelt.



2. ábra. Igénybevett-e a múltban vagy készül-e igénybe venni a jövőben bankhitelt (folyószámlahitelen és támogatott hitelen kívül), %

Forrás: Európai Bizottság Survey on the Access to Finance of Enterprises, 2018, idézi ITM 2018, 85. oldal

Az Európai Bizottság említett felmérése szerint a magyarországi KKV-k hiteligényléseinek visszautasítási rátája az elmúlt években csökkent ugyan, de jelenleg is stabilan magas. Ugyanezen felmérés szerint a banki hitelfelvétellel szembeni vállalkozói bizalmatlanságot a felmérésben azon vállalkozások viszonylagosan magas aránya mutatja, amelyek a bankok általi visszautasítást feltételezve meg sem próbáltak hitelt felvenni.

A Magyar Nemzeti Bank 2019-ben újraindította a korábban sikeres NHP-t azzal a céllal, hogy a mikro-, kis- és középvállalkozások hosszú lejáratú, rögzített kamatozású hitelhez jutásának lehetőségeit javítsa. (MNB, 2019) A COVID-19 pandémia által okozott recesszióra pedig az NHP Hajrá! elindításával reagált a központi bank, ezzel segítve a nehéz helyzetbe került vállalkozásokat.

A program ezen pillérjének eleme még olyan finanszírozási lehetőségek fejlesztése, mint a kockázati tőkebefektetők által történő befektetések ösztönzése, valamint a kutatásom tárgyát képező tőkepiaci lehetőségek fejlesztése Budapesti Értéktőzsde támogatásával.

A PILLÉR SPECIFIKUS CÉLJAI

Specifikus cél	KPI
A vállalkozók adottságaihoz és szándékaihoz igazodó finanszírozáshoz való hozzájárulás feltételeinek megteremtése.	Az EIF Access to Finance Indexében Magyarország 2030-ra 0,61-es értéket ér el a 2017. évi 0,21 helyett.

Specifikus alcélok	KPI
A KKV-k hitelfelvételi lehetőségeinek javítása	A KKV hitel/GDP arány 2030-ra 20%-ra emelkedik a jelenlegi 13,8%-ról.
Tőkeforrások biztosítása sikeres növekedési lehetőségek előtt álló hazai cégeknek	A kockázati tőkebefektetések 2018. év végi állománya a 2030. év végéig megduplázódik.

3. ábra. „A KKV-k finanszírozáshoz jutásának ösztönzése” pillér specifikus céljai Forrás: Innovációs és Technológiai Minisztérium A Magyar Mikro-, Kis- és Középvállalkozások Megerősítésének Stratégiája 2019-2030, 89. oldal

A kis-és középvállalatok megerősítésének stratégiája igyekszik kiküszöbölni a Dallago (2011) által felvázolt potenciális hibalehetőségeket a kormányzati fejlesztési projektek során. Ahogy a táblázatban látható, számszerűsíthető KPI-okat határoznak megadva a visszamérhetőség lehetőségét. A projekt időhorizontját tekintve hosszú távra szól (2030-ig), a különböző érintettek érdekeltté vannak téve, valamint kellően strukturált a sikeres megvalósuláshoz.

Ezek alapján elmondható, hogy az állami intézkedések összességében összhangban vannak a KKV szektor finanszírozási igényeivel és ennek megfelelően a rendelkezésre álló finanszírozási lehetőségek száma és az azokhoz való hozzáférhetőség javuló tendenciát mutat.

II.2. Multilaterális kereskedési platformok

II.2.1.A multilaterális kereskedési platformok bemutatása

Multilateral Trading Facility (a továbbiakban MTF) kifejezésből származtatják a multilaterális kereskedési platformok megnevezést. Ez alatt egy olyan kereskedési rendszert értenek, amelyeken keresztül egyszerűbben és olcsóbban tudnak piacra kerülni bizonyos entitások, így megkönnyítve a pénzügyi eszközök cseréjét, a hagyományos tőzsdék kistestvéreinek is lehetne őket nevezni. (Klis – Vidovics-Dancs, 2019)

A fogalmat 2004-ben az Európai Parlament és Tanács által kiadott MiFID I direktívában olvasható először eképpen definiálva: „valamely befektetési vállalkozás vagy piacműködtető által működtetett multilaterális rendszer, amely pénzügyi eszközökre irányuló több harmadik fél vételi és eladási szándékát hozza össze – a rendszerben és megkülönböztetésmentes szabályoknak megfelelően – oly módon, hogy az szerződést eredményez.” (Európai Parlament és Tanács 2004, 19. oldal) A direktíva kiemeli, hogy a tradicionális szabályozott piacok és az MTF-ek funkciója ugyanaz, szervezett kereskedési platformok.

Az Egyesült Államokban és Kanadában Alternative Trading System-ként, azaz alternatív kereskedési rendszerként hivatkoznak az MTF-ek ottani megfelelőire és ezt a két kifejezést gyakran szinonimaként használják szakmai dokumentumokban. A MiFID direktíva definiálta ugyan először, de évtizedek óta léteznek világszerte ilyen platformok, amelyek közül néhány példát bemutat a következő fejezet. (Klis – Vidovics-Dancs, 2019)

Működésüket tekintve a tradicionális, szabályozott piacokhoz hasonlóan egy előre közzétett szabálykönyv szerint működnek, amely deklarálja a tranzakciók végrehajtásának idejét és módját. A kereskedést megelőzően és utána is transzparensen működnek, így lehetővé téve, hogy az elérhető legjobb árfolyamon bonyolítsák le tranzakcióikat a befektetők, majd ezek után a végbement tranzakciókat is minimális látenciával közzéteszik. A legfőbb eltérés a szabályozott piacok és az MTF-ek között, hogy míg az előbbi csak értéktőzsdék által működhet, addig az utóbbit befektetésekkel foglalkozó vállalatok is üzemeltethetik.

A MiFID direktíva ugyan olyan szigorú transzparenciát követel az MTF-eken jegyzett vállalatok vezetőitől, mint a szabályozott piacokon lévőktől. Az „összes kereskedési helyszínnel, nevezetesen a szabályozott piacokkal, a multilaterális kereskedési rendszerekkel (MTF-eknek) átlátható és megkülönböztetést kizáró szabályokat kell rögzíteniük a rendszerhez való hozzáférésre vonatkozóan.” (Európai Parlament és Tanács 2014, 3. oldal) A magyar elnevezés tehát megtévesztő lehet, hiszen az MTF-ek is szabályozott piacok, annak ellenére, hogy sokszor szembe állítják ezeket a klasszikus, szabályozott piacokkal.

A direktíva hivatkozik úgynevezett OTF-ekre (Organised Trading Facilities), amely olyan „multilaterális rendszer, amely nem szabályozott piac vagy MTF, és amelyben több, harmadik féltől származó, kötvények, strukturált pénzügyi eszközök, kibocsátási egységek és származtatott termékek vételi és eladási szándéka hozható össze a rendszeren belül, oly módon, hogy az szerződést eredményez” (Európai Parlament és Tanács 2014, 34. oldal) A fő különbség tehát az

OTF-ek és az MTF-ek között, hogy előbbinél a piac üzemeltetője szabályozza a kereskedés kereteit és a kereskedhető instrumentumokat is ő határozza meg.

Az említett platformok relevanciája a nagy fejlődési potenciállal rendelkező kis-és középvállalatok számára abban rejlik, hogy könnyített feltételek mellett vonhatnak be tőkét részvénykibocsátás által, mivel a klasszikus szabályozott piac bevezetési követelményeinek nehezebben felelnének meg. Ilyen például a közkézhányad deklarált minimuma vagy az IFRS szerinti beszámolóképzés. (BÉT, 2017) Ahogyan az ITM (2018) KKV stratégiájából is kiderül, esszenciális a tőkebevonás az említett szektor azon szereplői számára, akik folyamatos növekedési pályát leírva, akár külföldi piacokra is szeretnének belépni.

II.2.2.A multilaterális kereskedési platformok Európában

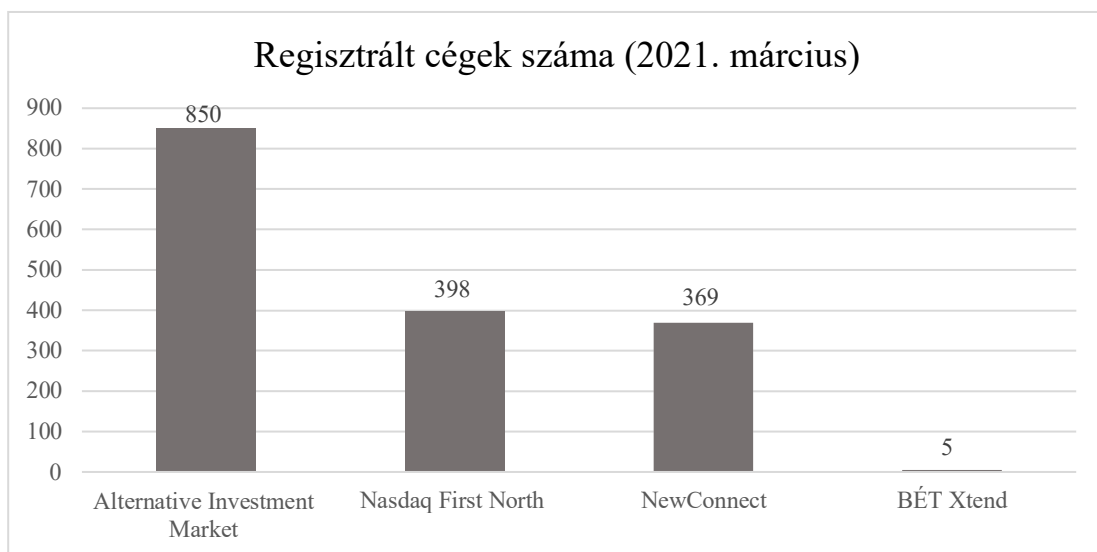
Már a Finn Nemzeti Bank 2008-ban közzétett pénzügyi piacokról szóló éves riportja is kiemelte, hogy az MTF piacok száma (102) meghaladja a szabályozott piacokét (93) az Európai Gazdasági Övezetben. Ezt a tendenciát a szakmai anyag készítői a szabályozott piacokra való belépéshez szükséges szigorú kritériumrendszernek tulajdonítják, mely miatt számos, a (szabályozott piacok) előfeltételeinek megfelelő vállalat is az MTF-eket választja. (Bank of Finland, 2008)

Az Európai Értékpapír-piaci Hatóság adatai szerint a MTF-ek száma növekvő tendenciát mutatva, ma már 223 az összes regisztrált 430 kereskedési platform közül az Európai Gazdasági Övezetben. Annak ellenére, hogy számban jóval meghaladják a hagyományos tőzsdét, méretüket tekintve jelentősen azok mögött állnak. Klis és Vidovics-Dancs (2018) publikációja alapján 2018 augusztusában az európai prémium tőzsdék forgalma közel 800 milliárd euró volt, míg az MTF-piacoké 6,5 milliárd euró. Ez az arány nem változott szignifikáns mértékben azóta. (Európai Értékpapír-piaci Hatóság, 2020)

Az egyik legismertebb és legrégebbi (1995) MTF piac a Londoni Tőzsde égisze alatt működő Alternative Investment Market (továbbiakban AIM), amelyen alapítása óta összesen 3865 vállalat részvényeit vezették be. 10 vállalat jelenlétével indult 82 millió fontos összértékű piaci kapitalizációval. 2020-ban az AIM-en jelen lévő entitások száma több, mint 850 volt (ezekből 150 az Egyesült Királyságon kívüli), amelyek aggregált piaci kapitalizációja 104 milliárd font. A kibocsátók 54%-a tudott tőkét bevonni többszörösen a vállalat működésébe. (London Stock

Exchange, 2021). Az AIM fő célja, hogy segítse a kis-és középvállalatokat növekedési céljaik elérésében, egy kész támogatói ökoszisztémába való beágyazással. A platformot az MTF-ek „zászlóshajójának” tekinthető, hiszen több, a későbbiekben tárgyalt alternatív piac számára szolgált példaként.

A stockholmi székhelyű Nasdaq First North Dániából indult 2005-ben, majd felvásárolta a Nasdaq Nordic (a svéd értéktőzsde). A jegyzett vállalatok száma 2021 elején 398 volt. A piac magába foglalja dán, a svéd, a litván, a lett, az örmény, a finn és az izlandi tőkepiacokat is. A brit AIM mögött Európa második legnagyobb MTF piaca a jelenlévő vállalatokat tekintve. (Nasdaq First North, 2021)



4. ábra. Regisztrált cégek száma európai MTF piacokon Forrás: saját szerkesztés a London Stock Exchange, a Nasdaq, a NewConnect és a BÉT adatai alapján

A Varsói Tőzsde által 2007-ben elindított lengyel MTF piac a NewConnect Európa meghatározó platformjává nőtte ki magát az elmúlt években. Célja hasonló, mint a korábban említett piacoké. Finanszírozási alternatívát kíván nyújtani a lengyel KKV szektor szereplőinek. (NewConnect, 2021)

Részenben a jelenleg 369 vállalatot magába foglaló NewConnect is például szolgált a Budapesti Értéktőzsde által 2017-ben elindított BÉT Xtend MTF piac kialakításakor. A kutatás középpontjában álló piacon ez idáig 5 KKV került jegyzésre. (BÉT, 2021)

III.A kutatásom bemutatása

A fejezet során az alkalmazott módszertan ismertetését követően sor kerül a fő kutatási kérdések bemutatására, amelyek a kutatás során kapott inputok által kerülnek megválaszolásra.

III.1.A kutatás felvezetése

III.1.1.A dolgozat céljának és kutatási kérdéseinek bemutatása

Az elméleti áttekintés leíró statisztikák és különböző kormányzati stratégiák, valamint szupranacionális szervezetek jelentéseit vizsgálata által mutatja be a KKV szektor finanszírozási trendjeit a magyar piacra fókuszálva, EU-s tendenciákat is figyelembe véve. Az előző részek feltárták az MTF piacokat alakító legfőbb szabályozói keretrendszereket, valamint gyakorlati példákon keresztül bemutatták az említett platformokat. A primer kutatás a hazai MTF piacot, a BÉT Xtend-et vizsgálta az azon megjelenő vállalatokra ható különféle tényezők figyelembevétel.

A bevezetőben ismertetett kérdéskör mentén fogalmazódott meg a kutatás fő kérdése: Megéri-e egy magyarországi KKV-nak belépni a Budapesti Értéktőzsde Xtend piacára? Ezt kiegészítve – a módszertani pontosítás érdekében – az alábbi kutatási kérdések megválaszolására fókuszál a tanulmány:

- Miért részesítheti a BÉT Xtend-et előnyben egy entitás más finanszírozási formákkal szemben?
- Mik azok a tényezők, amelyek jellemzően visszatartanak egy magyar KKV-t a tőzsdére lépéstől?
- Mennyire sikeres a BÉT KKV-kat célzó ökoszisztémája?

III.1.2.A kutatás módszertana

A tanulmány szerzője kvalitatív kutatási módszereket alkalmaz, mivel a kutatás célja alapvetően nem a reprezentatív számszerűsítés, hanem a vizsgált érintettek – a BÉT Xtend-en szereplő KKV-k – finanszírozási döntései mögött húzódó ok-okozati összefüggések feltárása, mintázatok keresésével.

A vizsgálat során egy hibrid megközelítést alkalmaz, hiszen mélyinterjúk készítése mellett egy kvalitatív tartalomelemzés határozza meg a kutatás ívét. Az utóbbi, szekunder kutatásként szolgál – a primer kutatást megelőzően – a vizsgált kérdések kontextusba helyezésére. A Budapesti Értéktőzsde honlapján található tájékoztatókból szintetizált információk alapján alakult ki a mélyinterjú feltenni kívánt kérdések struktúrája, amely megtalálható a mellékletek között (1.sz Melléklet).

A primer kutatás, azaz a mélyinterjúk elkészítését megelőzően a BÉT KKV-k számára létrehozott ökoszisztémájának vizsgálata által az alábbi érintetteket definiálja a szerző:

- A Budapesti Értéktőzsde intézménye, amely a környezetet biztosítja, valamint közvetíti a szabályozó hatóság (MNB) által meghatározott kritériumrendszert.
- A kibocsátók, akik belépnek a BÉT Xtend piacra.
- Az úgynevezett Nominated Advisor-ok (továbbiakban NOMAD-ok), azaz kijelölt tanácsadók, akik a kibocsátókat tőzsdére viszik, majd segítik munkájukat a tőkepiaci jelenlét során.

A mélyinterjú alanyok kiválasztása célzottan rétegzett mintavétel által valósult meg a fent említett 3 érintett csoportot felhasználva kategóriákként. A kvalitatív kutatási módszertanokról szóló szakirodalmakban eltérő vélemények kerülnek megfogalmazásra a mélyinterjú alanyok számosságát illetően. (Jaber F. Gubrium et al., 2012) Thomas és Pollio (2008) 6 és 12 közzé teszi az interjúalanyok optimális számát, valamint kiemeli, hogy 6 alany után elképzelhető, hogy a kutató eléri az elméleti telítettséget, azaz nem tesz szert új információra az azt követő interjúk során kapott válaszok által. Creswell (1998) szerint 5 és 25 közötti minta méretet javasol, míg Boyd (2001) egy egészen rugalmas intervallumot 2 és 10 közöttit határoz meg. Az alább bemutatott 9 elemű minta tehát megfelel minden említett kutatómódszertani szakértő kritériumainak

Név	Intézmény	Beosztás	Mintaréteg
Fülep Dávid	PricewaterhouseCoopers	Senior Manager	NOMAD-ok
Jutasi Zoltán	Navigator Investments	Chief Executive Officer	NOMAD-ok
Kiss Gábor	Cyberg Nyrt.	Chief Financial Officer, Befektetői kapcsolattartó	Kibocsátók
Nagy Péter Gábor	Budapesti Értéktőzsde	Igazgató-helyettes, Kibocsátói Akvizíciók Igazgatóság	BÉT
Regőci Bence	UniCredit	Vice President	NOMAD-ok
Seres Réka	Megakrán Nyrt.	Értékesítési menedzser	Kibocsátók
Szekeres Viktor	Gloster Infokommunikációs Nyrt.	Alapító, Chief Executive Officer	Kibocsátók
Szendrői Gábor	GOPD Nyrt. és Concorde MB Partners	Igazgatósági tag/Partner	Kibocsátók/ NOMAD-ok
Vitkovics Péter	DM-ker Nyrt. és Megakrán Nyrt.	BÉT Xtendre lépés projektmenedzser	Kibocsátók

1. táblázat. A mélyinterjúk alanyai Forrás: saját szerkesztés a BÉT adatai alapján

Az interjúk 30-60 percesek voltak az adott alany válaszainak hosszától függően. A reprezentativitás szempontjából sikeresnek értékelhetőek az interjúk, hiszen a kibocsátók mintája 100%-os, tehát nevezhető populációnak, mivel itt minden BÉT Xtend-en résztvevő cég egy-egy képviselőjét sikerült megszólaltatni.

A mélyinterjúk elkészítésénél a fő cél a BÉT Xtend és az ahhoz kapcsoló kiegészítő szolgáltatások ökoszisztémájának megismerése és értékelése volt a kapott inputok alapján. Az interjúkat egyesével lettek elkészítve az érintettekkel, hogy senkit ne befolyásoljon más véleménye. Ezt kiegészítve a kvalitatív tartalomelemzéssel sikerült valós képet kapni az említett témáról. Az utóbbi előnye, hogy flexibilis technika szövegek elemzésére, illetve azok interpretálására, emellett beavatkozástól mentes, tehát az analízis nem hat az adatokra és eredményekre. (Hoffmann et al. 2012).

Az elkészített interjúk feldolgozására a grounded theory módszer szolgál. Ez egy induktív, összehasonlító módszertan, amely szisztematikus irányelveket nyújt a kvalitatív adatok összegyűjtésére, szintetizálására, elemzésére, valamint koncepcióalkotásra egy adott elmélet felépítése céljából. (K.Charmaz, 2001)

A Mitev (2012) által leírt utasításokat követve már a kutatás legelején megtörtént az interjúk bizonyos kulcs részeinek elemzése, azokhoz kódokat rendelve. A grounded theory egyik lényeges technikája az összehasonlítás. (Glaser, 1992) A módszer előnye jelen kutatás szempontjából, hogy

által különböző mintázatok azonosítására nyílt lehetőség az adott kategóriába tartozó alanyok válaszai között. Követve a feljegyzések írásának lépését - amely segített meghatározni az elemzés irányát - sikerült finomítani a kategóriákon, valamint kapcsolatot felfedezni azok között. (Mitev, 2012).

Az interjúkat követően elkészítésre kerültek a felvett anyagok írott másolatai, majd el lettek küldve a válaszadóknak. Ezzel ellenőrizve a válaszok érvényességét. A Strauss és Corbin-féle (2008) kódolási technika alkalmazásával, az interjúk részekre bontása után, nyílt kódokkal lettek ellátva (példa a 2. sz. Mellékletben). Ezt követően axiális kódolás által lettek összevonva kategóriák és kerültek kiválogatásra a kutatás szempontjából irrelevánsnak ítélt részek. Végül szelektív kódolással lettek kiválasztva azok a kategóriák, amelyek által végül megválaszolásra kerültek kutatási kérdéseim és kialakult a végső elmélet a témáról.

III.2.A BÉT KKV ökoszisztémájának bemutatása és elemzése

A fejezet célja a Budapesti Értéktőzsde kis- és középvállalatok számára létrehozott ökoszisztémájának, „szolgáltatáscsomagjának” bemutatása.



5. ábra. A BÉT KKV-knak szóló eszközei Forrás: Budapesti Értéktőzsde, 2018

III.2.1.A BÉT 50 kiadvány

A BÉT 50 kiadvány a Budapesti Értéktőzsde 2016 óta évente elkészített publikációja. A BÉT célja, hogy felhívja a magyar pénzügyi piac résztvevőinek figyelmét a komoly potenciállal rendelkező kis- és középvállalatokra. Ez a BÉT KKV-kat célzó szolgáltatásainak első állomása.

„Alapkövetelmény kiválasztáskor, hogy az adott vállalat kiemelkedő, elért sikereket tudjon felmutatni saját piacán, illetve eredményes múlttal és olyan növekedési potenciállal rendelkezzen, amely megfelelő alapja lehet a későbbi bővülésnek, legyen az tőzsdei bevezetés, nemzetközi terjeszkedés, vállalatfejlesztés vagy egyéb beruházás.” – (BÉT, 2017)

A BÉT célzottan figyeli, majd felkeresi a kritériumoknak megfelelő vállalatokat, és felajánlja nekik a lehetőséget a megjelenésre. *„Sokféle módon lehet tőzsdei (részvény vagy kötvény) kibocsátó egy cég. Eljuthat úgy is, hogy egyből bejelentkezik az Xtend-re/Xbond-ra, de úgy is, hogy – láttunk már erre pozitív példákat – használja a BÉT olyan szolgáltatásait, amelyek még a tőzsde előtti léttel kapcsolatosak. Van egy BÉT 50 kiadvány nevű szolgáltatásunk, ebben minden évben 50 céget jelenítünk meg, akik magyarországi tulajdonosi háttérrel, székhellyel, siker sztorival rendelkeznek. Azt mondjuk nekik, hogy a tőkepiac felé vezető úton az első lépés az, hogy megismerjenek titeket. Ebben elég jók vagyunk, mert 5 év alatt sikerült 5x50 céget megszólítani, bemutatni a nyilvánosságnak és azóta sok egyéb tőkepiaci lehetőséggel ismertettük meg őket.”* (Nagy Péter Gábor, BÉT)

A BÉT Xtend-re belépett 5 vállalatból 4 megjelent a BÉT 50 kiadványok valamelyikében. Ez is mutatja ennek a kezdeti lépésnek a relevanciáját. Szekeres Viktor a legutóbbi kibocsátó Gloster Infokommunikációs Nyrt. CEO-ja is fontos lépésként értékelte utólag a kiadványban való részvételt: *„A BÉT 50 szerintem nagyon jó, van egyfajta presztízs értéke - nem tőzsdén lévő cégeknek egy lehetőség a tőzsdétől. Én magam sem tulajdonítottam neki különösebb jelentőséget, de amikor bekerültünk és pozitív visszajelzéseket kaptunk a környezetünktől, azt kell, hogy mondjam, az én motivációmon mindenképp segített.”* (Szekeres Viktor, Gloster - Kibocsátó)

A reklámértéke mellett, a kiadvány nagyon jó eszköz az egész magyar kis-és középvállalkozói szektor megítélésének javítására. „A magyar vállalkozóknak sokáig negatív volt a megítélése és legtöbbször egy a '90-es évekbeli ügyeskedő figurát társítottak az emberek a vállalkozó kifejezéshez. Ez azóta persze sokat változott, de van még mit rajta javítani. Ez a kiadvány pont abban segíti, hogy ez a negatív képzettársítás megváltozzon és inkább olyan legyen a vállalkozók megítélése, mint pl. az USA-ban. Sok jó példa szerepel a kiadványban, ami azt üzeni,

hogy értéket teremtve, korrekten vállalkozva is lehet valaki pénzügyileg sikeres.” (Regőci Bence, UniCredit - NOMAD).

A kapott inputok és saját vizsgálódás alapján is kiváló megjelenési lehetőséget biztosít a BÉT 50 a magyar vállalkozások számára, mint kézzelfogható, teljesen díjmentes felület. Ennek egyik kiegészítő szolgáltatása a BÉT Xmatch rendezvénysorozat. Ezen keresztül szintén bemutatkozhatnak a prosperáló vállalatok a befektetőknek, elősegítve a megfelelő kapcsolati háló kiépítését. (BÉT, 2021)

III.2.2.ELITE Program

Az ELITE program egy vállalatfejlesztési képzés, amelyet 2012-ben a London Stock Exchange Group égisze alatt működő olasz ELITE S.p.A indított útnak. Mára összesen 45 országból, 36 szektorból több, mint 1500 cég csatlakozott hozzá, amelyek között szép számban találhatók Európán kívüli entitások is. A BÉT 2016-ban írt alá megállapodást az ELITE S.p.A-val. Azóta 50 cég vett részt a programban, amelyet a tanévenkénti 10.000 EUR helyett ma már díjmentesen is igénybe vehetnek a vállalatok EU-s források által a BÉT Mentor Programján keresztül. (BÉT, 2021) *„Többféle programot, képzést adunk nekik, külföldön és Magyarországon egyaránt. Összeismertetjük őket, más tőkepiaci szereplőkkel, akikkel ismereteket tudnak cserélni és megpróbáljuk bennük elültetni a gondolatot, hogy nem az ördögtől való a tőzsdén való megjelenés”* – (Nagy Péter Gábor, BÉT)

Az átfogó oktatási program alapvetően vállalatvezetőknek, tulajdonosoknak szól. Célja a vállalati, menedzsment kultúra javítása és a hosszútávú finanszírozási lehetőségek megismertetése a vállalatvezetőkkel. A képzési tervben helyet kapnak olyan előadások, tréningek, amelyek során a vállalatfinanszírozási és vállalatirányítási ismereteik mellett, soft skill-jeiket is fejleszthetik. (BÉT, 2021) *„2017 tavaszán az első magyar cégek között csatlakoztunk az ELITE Programhoz. Ez egy kétéves nemzetközi képzés és tanulási folyamat, amely felkészít egy tőzsdei vállalatvezetésére. Sokat tanulhattunk döntési folyamatokról, átfogó képet kapva pénzügyi, marketing és menedzsment területekről. Ebben segítséget nyújtottak hazai és nemzetközi szakemberek, professzorok, illetve csoport szinten is támogattuk egymást, és azt gondolom sokat tanultunk tőlük és egymástól is.”* (Seres Réka, Megakrán - Kibocsátó) Ahogyan Szekeres Viktor (Gloster – Kibocsátó) is kiemeli ez azért rendkívül fontos, mert a tulajdonosok egy része nem üzleti tanulmányokat végzett.

Szendrői Gábor a Concorde MB Partners partnere (NOMAD) és a GOPD Nyrt. (Kibocsátó) igazgatósági tagja szerint az ELITE Program megfeleltethető egy Executive MBA képzésnek. *„Nagyon sokat hirdettük az ELITE-t. Mi oktatunk is benne, ha meghívunk. Szerintem zseniálisan lett összerakva. A résztvevők számukra abszolút releváns peerekkel, tipikusan nagyvállalatokkal működhetnek együtt.”* (Szendrői Gábor, CMBP/GOPD – NOMAD/Kibocsátó) Fülep Dávid a PwC (NOMAD) szenior menedzsere is dicséri a BÉT-et a program becsatornázásáért: *„Az ELITE Program sikeres, sok cég vesz részt benne. Nekünk is vannak korábbi és jelenlegi ügyfeleink, akik részt vesznek és alapvetően pozitív a visszajelzés, tehát edukáció szintjén szerintem az nagyon jó.”* (Fülep Dávid, PwC - NOMAD)

A program az edukatív jelentőségén túl kiváló kapcsolatteremtési lehetőségeket is biztosít a résztvevők számára, akik gyakran kollaborálnak egymással a későbbiekben. *„A network rész nagyon jó. Vannak onnan jó barátaim, a mai napig üzletelünk, tervezünk projekteket, néhányuk vett is részvényt. Olyan ez, mint egy klub.”* (Szekeres Viktor, Gloster - Kibocsátó)

III.2.3.A Mentor Program és a NOMAD-ok

A Budapesti Értéktőzsde és a Nemzetgazdasági Minisztérium 2017-ben aláírt támogatási szerződése révén jött létre az EU-s forrásból megvalósuló Mentor Program. A program két fő komponensből tevődik össze. Az első által a nemzetközi partnerekkel megvalósuló képzési programban résztvevő KKV-k finansziális támogatása, a második keretében a KKV-k tőzsdei felkészülésének és bevezetésének elősegítése valósul meg. (BÉT, 2017)

Az első komponens keretein belül, olyan nemzetközi programokban vesznek részt, mint például a korábbiakban tárgyalt ELITE. A projektre alokált 1 milliárd forintos keretösszeg fedezi a résztvevők oktatási költségeit, amelyet a jelentkezők pályázat útján nyerhetnek el. (BÉT, 2017) A célcsoportot tehát olyan gyorsan növekvő középvállalatok adják, amelyek stratégiai és finanszírozási szempontból is alkalmasak és motiváltak a szintlépésre egy versenyképes nagyvállalati státusz felé. A BÉT meglátása szerint hosszú távon a vállalkozói képzés a KKV-szektor teljesítményének egyik legfontosabb tényezője lehet. *„A BÉT a projekt megvalósításával hozzájárul a kiemelt növekedési potenciállal bíró kis- és középvállalkozások: pénzügyi ismereteihez, önálló külső finanszírozási képességükhöz, nemzetközi hálózatosodásukhoz, nemzetközi piacokon történő megjelenésükhöz, továbbá tőzsdei jelenlétükhöz.”* (BÉT Stratégiai

Jelentés 2017, 17. oldal) A program ezeken felül lehetőséget biztosít a vállalkozások számára, hogy a számukra legkedvezőbb finanszírozási formát megtalálják: legyen az hitel- vagy tőkeági, akár a BÉT-en keresztüli forrásbevonás. (BÉT, 2017)

A tőzsdefejlesztési projekt második „lába” a KKV-k tőzsdére lépésének közvetlen elősegítése a NOMAD-ok becsatornázásával. A koncepció lényege, hogy kijelölt tanácsadók készítik fel a céget a tőzsdei létre. *„A tőzsdére lépés előtt, a felkészülés során a NOMAD-ok szerepe hasonló ahhoz, mint amikor egy standard piacra belépő cégnek segítjük a felkészülését, tehát ebben érdemi különbséget nem látok, mindössze annyit, hogy a kisebb cégek esetében nagyobb mértékű edukációra van szükség a folyamattal és a tőzsdei léttel kapcsolatban. Ami jelentős különbség, hogy a tőzsdei lét alatt is ott vagyunk velük, ami szerintem nyilvánvalóan nagy segítség nekik.”* (Regőci Bence, UniCredit - NOMAD)

A BÉT a pályázati forráson keresztül 50%-os támogatási intenzitással legfeljebb 40 millió forintértékben támogatja a NOMAD szolgáltatásának költségeit, a maradékot a jövőbeli kibocsátó finanszírozza. (BÉT, 2017) Ez nagyon nagy segítségét jelent a vállalkozásoknak a tőzsdére lépés során.

A mélyinterjúk során a NOMAD-ok koncepciójának megítélése valamennyi válaszadó esetében pozitív volt. A megkérdezett kibocsátó oldali képviselők egyhangúlag azon a véleményen voltak, hogy a NOMAD-ok kulcsfontosságúak a sikeres tőkepiaci jelenléhez. *„Mindenképpen elengedhetetlennek és nagyon fontosnak tartom a szerepüket az életünkben. Nyilván egyösszekötő híd e között a két sokban eltérő világ között. A Budapesti Értéktőzsde világa egy ismeretlen terep volt eleinte. Például a közzétételi kötelezettségek pontosan egy ilyen jellegű témakör. Néhány részletet említve a bennfentes kereskedelem tilalma, az ehhez szükséges szabályozások, nyilvántartások és folyamatok betartása és betartatása. Tehát tényleg egy olyan ismeretlen adminisztrációs háttér húzódik meg mögötte, amelynek nagy segítséget nyújtanak. A tőkebevonást ösztönző befektetői prezentációban nyújtott támogatás is elengedhetetlen, annak megalkotásában és lebonyolításában adott szakmai támogatásuk és tapasztalataik beépítése a sikeres tranzakció érdekében. Azt gondolom mi végig szerencsések voltunk a kijelölt tanácsadóinkkal, és továbbra is azok vagyunk, ezúton is köszönetet mondunk nekik.”* (Seres Réka, Megakrán – Kibocsátó) Kiss Gábor (Cyberg - Kibocsátó) hasonlóan esszenciálisnak tartja a NOMAD-ok jelenlétét: *„Szerintem kell valaki, aki egy ilyen struktúrában fogja gyakorlatilag a KKV-k kezét, hogy kvázi ne hibázzanak. Nagyon jó volt az látni, hogy milyen alapossággal, milyen átláthatósággal, milyen minden részletre*

kiterjedő figyelemmel kell egy ilyen tőzsdei bevezetésnél vagy előkészítésnél jelen lenni. Rengeteg jogszabálynak, rengeteg pénzügyi feltételnek kell megfelelni, sőt vonzóvá válni ebben a száraz keretben, erre abszolút kell vagy szükséges egy NOMAD, aki végig vezet ezen és a szükséges dokumentációk előkészítésében segít. Nem lehet panaszunk az UniCredit-es teamre.” (Kiss Gábor, Cyberg - Kibocsátó)

Jelenleg 15 kijelölt tanácsadó szerepel a BÉT honlapján a kisebb entitásoktól egészen a nagy bankokig, BIG 4 cégekig. Mind pályázat útján nyerték el a programban való részvétel jogát. Érdekes disszonancia figyelhető meg a különböző érintettek „nagyobb” NOMAD-okról való állásfoglalásaiban. Az egyik oldal – a nagyobb tanácsadócégek képviselői – szerint a legtöbb felelősség a NOMAD-okat terheli és nem éri meg a nagyobb tanácsadó cégeknek elvállalni a KKV-k tőzsdére vitelét, mert nagyobb a reputációs kockázat, mint a projekt büdzséje. *„Van egy óriási kockázata: ahhoz, hogy ezt a dolgot olcsóvá lehessen tenni, ezért a szabályozók úgy döntöttek, hogy az átvilágítás a terhét a NOMAD-ra telepítik. Azért itt vannak felelősségi kérdések, különösen a Concorde és egyébként különösen a Concorde MB Partners-nek a neve is praktikus. Minden egyes alkalommal, amikor felmerülne, hogy mi egy ilyen NOMAD-ságot csináljunk, egyrészt most nem nagyképpően mondva, de hát azért a tény az az, hogy a befektetendő munkát sem feltétlenül fedezi a mi oldalunkról az a finansziális juttatás, amit meg lehetne kapni, hogy ha még ehhez hozzátesszük azt is, hogy milyen kockázatot vállalunk. Nem is nagyon kérdeznak meg, hogy akarunk-e NOMAD-ok lenni, de nem is nagyon propagáljuk, hogy mi szívesen lennénk NOMAD-ok. Nagyon szelektívek lennénk, valószínűleg a helyzet az az, hogy egyébként az összes többi nagy céggel együtt, mi olyat vállalnánk be, aki eleve nem az Xtend-re menne. (Szendrői Gábor, CMBP/GOPD – NOMAD/Kibocsátó)*

A másik oldal – főként bizonyos kibocsátók, valamint a kisebb tanácsadók – úgy gondolják, hogy mivel a nagyobb tanácsadók nem dolgoznak általában ilyen méretű cégekkel ezért hiányzik nekik a specifikus szakértelem a magyar KKV-khoz. Vitkovics Péter a Megakrán és a DM-ker Xtend-re belépését támogató projektmenedzser is ezt a tényezőt említette, kiemelve, hogy ez nem az általa képviselt vállalatok állásfoglalása, mivel magánemberként mindegyik NOMAD-dal volt kapcsolatban ajánlatkérés, vagy hosszabb beszélgetés során, így ebben a minőségében osztotta meg gondolatait. *„Nagyon pici százalékuk nem nevesítve, de bőven egy kezemen meg tudom számolni, hogy hány olyan van, aki ért is hozzá. A legtöbb NOMAD-nak az a baja, elsősorban például a nagy banki háttérrel rendelkező, befektetési bankárokból álló tőkepiaci részlegnek fogalmuk sincs a*

KKV szektorról. Az Xtend piac elsősorban a középvállalatokat célozza, akiknek a működése, a struktúrája, a stratégiája, motivációja nagyban eltér a nagyvállalatokétól, és ezek a befektetési bankárok elsősorban a nagyvállalatokhoz, nemzetközi multikhoz szoktak, rajtuk nevelkedtek és nagyon nehezen értik meg a KKV-k motivációját, kockázatait. De például olyat is hallottam név nélkül, hogy egy KKV-val foglalkozni nem éri meg nekik. Túl sok munkaórát kell beletenni és ahhoz képest túl kevés a díjazás egy-egy tranzakció esetében. De a nagyobb probléma az, hogy nem nagyon látják, nem nagyon értik a működésüket és a középvállalatokban rejlő lehetőségeket. Ezt konkrétan abból a tapasztalatból mondom, hogy nagyon sok befektetési alapkezelővel is találkoztunk a roadshow-k során és ott is sokszor belefutottunk abba, hogy MOL-lal meg OTP-vel próbálnak hasonlítani középvállalatokat. Tehát érett stádiumban lévő nemzetközi nagyvállalatokkal, tőzsdei vállalatokkal, holott ezek teljesen más kategóriát képviselnek.” (Vitkovics Péter, DM-ker/Megakrán – Kibocsátó/Kibocsátó)

A befektetők védelme szempontjából fontos döntés volt a BÉT részéről, hogy a kijelölt tanácsadókkal osztozik a felelősségen, hiszen így ők nagyon alaposan megszűrlik a tőzsdére lépési ambíciókkal rendelkező vállalatokat. *„Ez egy nagyon jó ötlet volt, hogy ezeket a cégeket, akiket mi tőzsdére viszünk, azért nagyon oda kell rájuk figyelni. Ha lehet azt mondani, ezzel a konstrukcióval elérte a tőzsde a célját. Jó pár olyan céget kiszelektáltunk már és nem indultunk el velük, akik szerintünk nem oda való. Egyszerűen azt mondjuk, hogy nem vállaljuk fel és nem talál magának olyan NOMAD-ot, aki hajlandó vele végig csinálni a projektet, ha nem gondoljuk azt egyébként, hogy ennek a cégnek van helye az Xtend-en.”* (Jutasi Zoltán, Navigator Investments - NOMAD)

Összefoglalva az interjúk alapján tehát egy nagyon életképes koncepció a NOMAD-oké a BÉT Xtend ökoszisztémájában. Érdekes megfontolni a kérdést, hogy megfelelő-e a tanácsadók kiválasztási folyamata. A legnagyobb entitások ugyan különösebb akadály nélkül elnyerik a NOMAD státuszt azonban jelentős részük nem volt aktív egyelőre. Ez természetesen a fent említett okok mellett, azzal is indokolható, hogy jelentős túlkínálat van a kijelölt tanácsadókból az elmúlt három év alatt lezajlott kibocsátás számosságát (5 darab) figyelembe véve. Erre rácafol Jutasi Zoltán és Szekeres Viktor véleménye, akik szerint inkább a tanácsadók válogatnak a potenciális ügyfelek között, mintsem fordítva.

Kibocsátó	NOMAD a bevezetés során	NOMAD a tőkepiaci lét során
Cyberg Nyrt.	UniCredit	UniCredit
DM-ker Nyrt	Random Capital - Navigator Investments konzorcium	Random Capital - Navigator Investments konzorcium
Gloster Infokommunikációs Nyrt.	Random Capital - Navigator Investments konzorcium	Random Capital - Navigator Investments konzorcium
GOPD Nyrt.	Concorde MB Partners	Concorde MB Partners
Megakrán Nyrt.	MKB Bank	Random Capital - Navigator Investments konzorcium

2.táblázat. A BÉT Xtend-en résztvevő vállalatok NOMAD-jai Forrás: saját szerkesztés a BÉT adatai alapján

III.3.A BÉT Xtend bemutatása és elemzése

A BÉT Xtend, a BÉT által üzemeltetett MTF piac a tőkepiacon való nyilvános megjelenés lehetőségét teremti meg jellemzően KKV-k számára könnyített feltételrendszerrel a szabályozott piacokhoz képest (alacsonyabb költségek, speciális támogató eszközök). Ezáltal lehetőséget ad arra, hogy a vállalatok fokozatosan szokjanak hozzá a tőzsdei jelenléttel együtt járó kötelezettségekhez, transzparenciához. „A BÉT Xtend megnyitásával a BÉT egy olyan fejlődési utat jelöl ki a kibocsátóknak, amely fokozatosan vezeti be őket a tőkepiaci működésbe. A kibocsátók először a BÉT Xtenden ismerkedhetnek meg a nyilvános jelenléttel, majd a továbbléphetnek a szabályozott piaci kategóriákba.” (BÉT, 2017)

III.3.1.A BÉT Xtend-re való belépés folyamata, az NTfA szerepe

A BÉT Xtend-re belépni való vállalatok opcionálisan élhetnek a számukra létrehozott Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap (továbbiakban NTfA) nyújtotta tőkebevonási lehetőséggel. Kiemelkedően fontos a kiegyensúlyozott befektetői kör megalapozása, ezzel a bevezetés stabilitásának biztosítása. Az NTfA pályázat útján kiválasztott alapkezelője a Széchenyi Tőkealapkezelő Zrt. (továbbiakban SZTAK) lett, „a kiválasztott nyertes alapkezelőnek arra kell törekednie,

hogy évente több – a pályázati kiírás feltételeinek megfelelő – középvállalkozás bevezetésére kerüljön sor az Xtend platformra” (BÉT, 2017)

Nagy Péter Gábor szerint „a tőzsdefejlesztés célja egyik oldalról az, hogy minél több társaság a tőzsdére jöjjön, tehát legyen egy jó tőkepiaci kínálat, a másik cél, hogy a keresleti-befektetői oldalt is erősítsük. Ez utóbbi miatt jött létre a tőzsdefejlesztési alap koncepciója, amelynek az alapkezelője a 2017 októberében meghirdetett pályázat nyertese a Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. lett. Ezért jött létre a NTfA” (Nagy Péter Gábor, BÉT) Az alapkezelő jelenléte tehát pozitív hatást gyakorolhat a tőzsdei keresletre, hiszen az alap is jegyezhet le részvényt egy kibocsátás során. Amennyiben tehát az adott cég megfelel a tőkealap-kezelő kritériumainak az lejegyzi a kibocsátott részvények egy előre megbeszélt hányadát. Ez azért is előnyös a kibocsátónak, mert így az alapkezelő nem tesz szert többletjogosultságra, szemben egy klasszikus kockázati tőkebefektetéssel. „A Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap – a SZTAK többi tőkealapjához hasonlóan – kizárólag kisebbségi tulajdonrészt (maximum 49 százalék) szerez a befektetések révén. Az adott vállalatban csendestársként viselkedik, így az üzletrész megszerzéséhez nem társul közvetlen vállalatirányítási jogosultság.” (BÉT, 2017)

A befektetés minden esetben magánbefektetővel együttes társbefektetés (coinvestment) által valósul meg, ahol a befektetéssel kapcsolatban a bevont magántőke arányára teljesülnie kell az Általános Csoportmentességi Rendelet (a továbbiakban ÁCSR) által rögzített kötelező minimális arányértékeknek. Az elvárt privát társbefektetői részvétel aránya 10 (induló vállalkozásoknál), 40 és 60 százalék a célvállalat életkorától függően. Az NtfA belső szabályzata alapján a magántőke aránya hét évnél fiatalabb vállalkozás esetében legkevesebb 40 százalék, e fölött pedig 60 százalék kell, hogy legyen. (BÉT, 2017)

A kibocsátónak tehát feladatuk megszólítani más befektetőket is, mivel maximalizálva van a kibocsátott részvények SZTAK által megvásárolható aránya. Az SZTAK jelenléte egyfajta garancia lehet a magánbefektetők számára, bizalmat ébreszthet bennük. „*Ugyanúgy el kellett adni a sztorit a többi befektetőnek is, de jelentős könnyebbség, hogy tudod, ha jön az SZTAK és neked akkor már „csak” a többit kell megoldani.*” (Szekeres Viktor, Gloster – Kibocsátó)

III.3.2. Az Xtend nyújtotta előnyök és könnyített belépési kritériumok

A hazai KKV-k külső finanszírozási szerkezete többnyire hitelen alapul. Az elmúlt években EU-s fejlesztési projektek révén lehetőség nyílt KKV-knak tőkeágon forráshoz jutni különböző kockázati tőke-alapokon keresztül. Azonban a legtöbb tulajdonos nem szívesen von be olyan befektetőket, akik aktívan részt szeretnének venni a cég mindennapi működésében, ahogyan az a kockázati tőke-befektetéseknél jellemző. A nyilvános működés lehetővé teszi, hogy a tőkebevonás során a vállalat diverzifikált befektetői szerkezetet építsen ki, valamint a tulajdonosi irányítást csak az általa előre deklarált mértékben adja át az új befektetőknek, ehhez nyújt segítséget a BÉT Xtend. (BÉT, 2017) Jutasi Zoltán (Navigator Investments – NOMAD) is erősíti ezt az általános vélekedést: *„A cégek másik alternatívája az lenne, hogy ezen ügyletek finanszírozására kockázati tőkét vonnak be. Az viszont sokkal rosszabb feltételrendszert nyújt, mint az Xtend ebben biztos vagyok. Egyszerűen azért, mert a kockázati tőkeágon a kockázati tőkések hihetetlen magas hozamokkal számolnak, nagyon komoly biztosítékokat kérnek el. Nagyon sokszor túl terjeszkednek tulajdonban is. Ahol egy kockázati tőke bemegy, ott azért az alapító tulajdonos nem szokta magát túl jól érezni.”* (Jutasi Zoltán, Navigator Investments – NOMAD)

A Budapesti Értéktőzsde publikációjában az alábbi realizálható előnyöket emeli ki az Xtend piacra való belépés hirdetésekor: forrásbevonás; rugalmas cégeladás, részleges kiszállás, kedvezőbb hitelfelvételi lehetőségek; vezetők, munkatársak motiválása; befektetői bizalomépítés; erősödő márkanev; a versenytársaktól való differenciáló eszköz; adóelőnyök; javuló hatékonyság. (BÉT, 2017)

Interjúalanyaimat is megkérdeztem arról, hogy miben látják a BÉT Xtend legfőbb előnyeit. Kivétel nélkül mindenki megemlítette a forrásbevonási lehetőséget, hiszen a legtöbb eddigi kibocsátó haza viszonylatban jelentős tőkeemelést vitt véghez belépése által. *„Mind a Megakrán, mind a DM-ker esetében igaz volt, hogy növekedni, fejlődni szerettek volna, amihez tőkére volt szükségük.”* (Vitkovics Péter, DM-ker/Megakrán – Kibocsátó/Kibocsátó)

A sikeres tőzsdei jelenlét eléréséhez jelentős szervezeti átalakításokat eszközölt a legtöbb kibocsátó, amely hatékonyabb vállalatvezetést eredményezett. A DM-ker és a Megakrán esetében is igaz, hogy *„a tulajdonosi kör, aki addig irányította a vállalkozást, szeretett volna hátrébb lépni, szeretett volna tovább fejlődni, a vállalatát tovább fejleszteni és ehhez már ki kellett lépni a „one man show” típusú keretből. Tehát valódi menedzsmenttel rendelkező vállalatot szerettek volna*

építeni, tulajdonképpen egy tőzsdeképes vállalatot akartunk csinálni.” (Vitkovics Péter, DM-ker/Megakrán– Kibocsátó/Kibocsátó)

A tőkepiacra való lépés elsődleges célja gyakran nem a forrásbevonás, hanem az, hogy az eredeti tulajdonosok egy meghatározott mértékű tulajdonosi részesedést értékesítsenek. (BÉT, 2017) Ez azonban hosszadalmas folyamat lehet és a kockázatos részvényárfolyam szempontjából *„A tulajdonosi exit is lehet cél, de azt kell róla tudni, hogy egy lépésben ez nehezen valósítható meg, mivel a befektetők általában nem szeretik, ha a meghatározó tulajdonos egy lépésben kiszáll a cégből. Ez egy hosszabb folyamat, jó néhány év, mire több részletben el tudja adni a tulajdoni részét, és teljesen ki tud belőle szállni. Hosszabb távon biztos ez is benne van, tehát aki mondjuk tőkebevonásban gondolkodik, mérlegeli ezt is, hogy később könnyebben tud majd kiszállni.”* (Regöci Bence, UniCredit - NOMAD)

A tőzsdei lét marketing szempontból sem elhanyagolható előnyöket hordoz magában. Reputáció növekedést eredményez a transzparens, nyilvános működés és a „jó tőzsdei sztori”. *„Cél volt a belépéssel a tőzsdei történet kommunikációja a márkaépítés, a szállítók, bankok, munkavállalók felé. Ez egy minőségi pecsét és előny.”* (Szendrői Gábor, CMBP/GOPD – NOMAD/Kibocsátó) Önmagában azonban nem elég „csak” jelen lenni a tőzsdén. Valamennyi interjúalany szerint számtalan kihívással szembesültek a megjelenést óta is és folyamatos teljesítménykényszerben vannak a befektetők, szabályozók és munkavállalók felé. *„A tőzsdei jelenlét szerintem ilyen szempontból egy kicsit túl van értékelve. Van reputációs értéke, van marketing értéke, de ez is, mint minden, akkor ér valamit, hogy ki is használjuk. Önmagában, hogy tőzsdei céged van, az nem jelent semmit. Ha tőzsdei céged van, az akkor ér valamit, ha rendszeresen kommunikálsz és ezekben a rendszeres kommunikációidban a korábbi kommunikációid során tett vállalásokat és ígéreteket rendre betartod. Amennyiben ezt sok éven át csinálod, akkor a piac részéről előbb-utóbb kialakul egy bizalom irányodba és annak komoly értéke van. De az a fajta reputáció növekedés, amire számít egy magyar KKV, hogy eddig Kft. voltam és holnaptól Nyrt. vagyok majd egy csapásra kinyílnak az ajtók és minden egészen más lesz, mint korábban, ez szerintem tévhit. Ez szerintem nem így van. De kétségtelen tény, hogy van értéke.”* (Szekeres Viktor, Gloster - Kibocsátó)

„A BÉT Xtend szabályozása piackonform módon került kialakításra. Számos könnyítés él a vállalatok számára: amíg a szabályozott piacon kötelező az IFRS sztenderdek szerinti beszámolót készíteni a vállalatoknak, addig a BÉT Xtenden elfogadott a Magyar Számviteli Szabványok

szerint elkészített pénzügyi jelentés is. Szintén könyveléssel, illetve könyvvizsgálattal kapcsolatos könnyítés, hogy a BÉT Xtenden nem kell a kibocsátó könyvvizsgálójának kibocsátói minősítéssel rendelkeznie, míg a szabályozott piacon igen.” (BÉT, 2017) Ezen felül a tradicionális tőzsdei tájékoztatóhoz képes egy mind tartalmában, mind terjedelmében egyszerűbben elkészíthető információs dokumentum közzététele elegendő a bevezetéskor.

Az MTF piac a résztvevő entitások mérete és a könnyített kritériumok miatt kockázatosabb lehet a befektetők számára. A megnövekedett kockázat fedezésére a BÉT kettős felügyeleti rendszert használ, mivel – ahogy a kutatás elején is szóba került – a tőzsdére lépés előtt a kibocsátóknak találniuk kell egy NOMAD-ot, aki lesz szerződik velük. A tanácsadó átvilágítja őket és csak ezután kerülnek a BÉT-hez, ahol újabb szűrőkön esnek át. (BÉT, 2017)

„Az enyhített kritériumok jók. Amik fájó pontok lehetnének, enyhítve vannak. A könyvelésben nem kell áttérni az IFRS-re nyilván ez egy nagy könnyítés azért egy magyar KKV-nak, auditor szempontjából sincs elvárás, ez szintén jelentős költségcsökkentés. Meg hát nyilván értelemszerűen rugalmasabbak, a kisebb auditorok, mint egy BIG 4. A díjak, pedig sokkal alacsonyabbak. Ezen felül itt meg tud jelenni egy cég úgy, hogy igazából tényleg csak vizibilitást kap, de nem lesz a tulajdonosi szerkezet szempontjából egy igazi nyilvános részvénytársaság. Itt nincs minimum közkézhányad, mint a Standard kategóriában. Tehát szerintem mindenképp jó arra, hogy megnézzék, ez most tényleg való-e nekik. Megkapják-e azt, amiért ők oda bemennek.” (Fülep Dávid, PwC - NOMAD)

Az enyhített kritériumok betartása is ugyanolyan komolyan ellenőrzésre kerül, mint a szabályozott piac feltételei, ezért ez is szignifikáns idejű felkészülést igényel. *„Nagyon sokat olvastunk, kutattunk a témában, hogy milyen kritériumoknak kell megfelelni, ez milyen működést jelentene. A részvények bevezetését 2-2,5 év kemény munka előzte meg. Így igazából élesben amikor ezt csináltuk, már nem tűnt olyan nehéznek, vagy annyira megugorhatatlan akadállyal. Azt gondolom, hogy emiatt a vállalat eléggé zökkenőmentesen vette ezt az akadályt is.”* (Seres Réka, Megakrán - Kibocsátó)

Annak ellenére, hogy lehetnek cégspecifikus akadályok, - *„hiszen nincs két egyforma cég, aki hasonló paraméterekkel vág neki ennek az útnak.”* (Kiss Gábor, Cyberg - Kibocsátó) - összességében elmondható, hogy a megkérdezettek egybehangzóan teljesíthetőnek tartják a BÉT Xtend bevezetési kritériumait.

III.3.3. Az eddig végbement kibocsátások bemutatása és értékelése

Idáig 5 vállalat lépett be a BÉT MTF piacára: a Megakrán, a Cyberg, a GOPD, a DM-ker, valamint a Gloster. A tőkeemelés végrehajtók közül legtöbbjük zártkörű részvénykibocsátás által vont be tőkét a működésébe. Ez úgy néz ki, hogy a tőzsdei bevezetés előtt zárt körben emelnek tőkét, majd regisztrálják részvényeiket a BÉT Xtendre a tőkeemelés után. Ezt a nyilvános megjelenési formát nevezik technikai regisztrációnak. (BÉT, 2017) Az interjúk során minden kibocsátó megválaszolta a kérdést: „Hogyan értékeli a BÉT Xtendre való belépését mai fejjele?”. A kapott válaszokat egy-egy rövid vállalati áttekintést követően kerülnek bemutatásra.

A Megakrán Nyrt. a hazai emelőtechnikai piac egyik legmeghatározóbb szereplője. Tevékenységének két fő része az emelőtechnikai szolgáltatások úgy, mint daruzási szolgáltatások mobil autódarukkal, személy- és teheremelő gépek bérbeadása, valamint a termelő vállalatok számára biztosított komplett géptelepítési szolgáltatások. A vállalat az említettek mellett olyan kiegészítő szolgáltatásokat is nyújt, mint az emelőtechnikai biztonsági termékek forgalmazása, emelőtechnikai, szakértői tanácsadás, ami által a cég az ipari szolgáltató szektor valóban komplex szolgáltatója. (BÉT, 2018) A Megakrán Nyrt. papírjai 2018. októberében kerültek bevezetésre az Xtend piacra. A tőzsdei megjelenést 678 millió forint összértékű zártkörű tőkebevonás előzte meg, melyből az SZTAK hozzávetőlegesen 40, a többi intézményi és magánbefektető körülbelül 30-30 %-ban részesedtek. Seres Réka kereskedési vezető szerint megérte a kibocsátás. *„A tőkebevonás sikeres volt, meg tudtuk valósítani az előzetes terveinket. A vállalat előre tudott lépni. Tehát ebből a szempontból azt gondolom, hogy mindenképpen megérte. Azt gondolom, hogy a Megakrán tehát jóval ismertebb lett a piacon, mint korábban.”* (Seres Réka, Megakrán - Kibocsátó)

A 2015-ben alapított Cyberg a 3FA (Food For Free Anywhere) digitális közösségi ösztönző és értékesítő platform fejlesztője. Az általa létrehozni tervezett, valós fizikai pontokra épülő infrastruktúra, a ma ismerteknél jobb minőségű, tisztább, és magasabb konverziót biztosító, digitális ügyféladatbázist (clean data) eredményez. A fizikai-digitális hibrid modell a vállalat saját rendszergasztronómiai egységein (KAJAHU éttermek), és harmadik fél tulajdonában álló nemzetközi franchise láncokon keresztül épül fel. (BÉT, 2017) A vállalat tehát 3 éves piaci jelenlét után 2018. novemberében, zártkörű részvénykibocsátás keretein belül bevont 307 millió forint összegű tőkeemeléssel regisztrált a BÉT Xtend piacára. A cég többek között olyan intézményi befektetőket tudott bevonni, mint az OTP Alapkezelő, a Generali Alapkezelő, az Equilor Alapkezelő, az Amundi Alapkezelő és az Accord Alapkezelő, az Uniqa Biztosító, valamint a

Horizont Magánnyugdíjpénztár és a Prémium Önkéntes Nyugdíjpénztár. (Portfolio, 2018) Kiss Gábor CFO az árfolyammozgásokat és a közkézhányadot figyelembe véve sikeresnek értékeli a belépést. *„Most így több, mint két év elteltével látjuk a papírba vetett bizalmat megtérülni. Ha megnézed az Xtend piaci kibocsátókat, akkor láthatod, hogy kétféle van: az egyik, aki gyorsan kibocsát valamekkora részvényt, aztán arra gyorsan ráül – most, hogy itt tulajdonosi struktúra, tulajdonosi kör ül rá vagy egy befektetői kör, az szerintem nem mindegy. A Cyberg papírok egy jelentős része közkézhányadon forog, ami nyilván az árfolyam volatilitását is befolyásolja és nagyon jó látni mai napra azt, hogy az 1800,-Ft-on bevezetett papírjaink voltak már 500, 600-as mélységben is, de most újra 1800,-Ft felé törnek és stabilan tartják ezt a szinten. Szerintem ez jó eredmény, mostanra azt látjuk, hogy ez a cégbe és a papírba vetett bizalom abszolút gyökeret vert.”* (Kiss Gábor, Cyberg - Kibocsátó)

A GOPD Nyrt. 2018-ban alakult, évtizedek óta ingatlanfejlesztésben dolgozó szakemberek és szakmai befektetők részvételével. Alapításának célja az volt, hogy egy stabil, hosszú távon működőképes formáció jöjjön létre. A társaság ennek megfelelően az ingatlanberuházások megvalósításának teljes spektrumát lefedi, beleértve az ingatlantervezést, az ingatlanfejlesztést, a kivitelezést, a finanszírozás-szervezést és az értékesítést. (BÉT, 2019) A GOPD Nyrt. alapvetően a Standard piacon már megjelent SunDell Nyrt. ingatlanfejlesztő testvérvállalata, amely biztosítja háttértervezőként és kivitelezőként. Az egyetlen cég eddig a piacon, aki nem csinált tőkeemelést, viszont kihasználta a megjelenési lehetőséget a tőzsdei regisztrációval. A cég részben a Tartós Befektetési Számla (továbbiakban TBSZ9 nyújtotta adókedvezmények miatt regisztrált a BÉT Xtend-re, amely egy „tartós befektetések kezelésére nyitott számla, amely lehet bankbetét típusú vagy értékpapír jellegű számla. A Magyar Államkincstár kizárólag értékpapír jellegű TBSZ-t nyit és vezet, mely 3 vagy 5 éves lekötésre nyitható, és az Szja tv.-ben meghatározott adókedvezmény kapcsolódik hozzá.” (Magyar Államkincstár, 1995) *„A lehetséges adószabályokat úgy használtuk ki, hogy a GOPD az Xtend-en a már TBSZ-re, tartós befektetési számlára rátehető. A SunDell, ami pedig az úgynevezett angolul REIT, a SZIT szabályozott ingatlanbefektetési társaság, aminek nagyon komoly előnyei vannak az ingatlanfejlesztésnél. A SunDell az SZIT lett, de az, ha jól tudom, nem lehet nem szabályozott piacon, az Xtenden. A SunDell ezért a szabályozott piacon van.”* (Szendrői Gábor, CMBP/GOPD – NOMAD/Kibocsátó)

A több mint 10 éve alapított DM-KER Nyrt. számos neves gyártó építőipari és mezőgazdasági gépeinek márkaképviselőjét látja el, többek között Csehországban gyártott

prémium minőségű munkagépek hivatalos és kizárólagos forgalmazója és javítóműhelye. Kínálatában az építőipari munkagépek terén szintén megtalálhatóak a legnagyobb, piacvezető gyártók termékei. A DM-KER Nyrt. a fentieken túlmenően küldetésének tekinti, hogy szakértő munkatársai kiszolgálják a mezőgazdaság, az építőipar és az ipar gép-, alkatrész- és szervizigényét, melyet a társaság országos szerviz- és képviselői hálózata segít elő. (BÉT, 2019) A cég 2019. decemberében közel egy milliárd forintos zártkörű tőkeemelés után vezette be részvényeit a BÉT Xtend piacra. A tőkeemelést követően az újonnan belépő részvényesek aránya hozzávetőlegesen 20% lett, amelyből a SZTAK részesedése közel 15% volt. „Valóban tőzsdeképes vállalat jött létre, ami azt jelenti, hogy az a menedzsment, amit a szervezetfejlesztés során építettünk, ma már sokkal jobban, sokkal hatékonyabban vállalatszerűbben irányítja a céget. Gyakorlatilag a tulajdonosoknak sokkal több idejük szabadult fel, illetve másra is tudnak fókuszálni, nem csak az operatív tevékenységre, és az operatív irányításra. A másik ok pedig az, amit a tőkepiac igazolt vissza azzal, hogy sikeresen tudott a vállalat tőkét bevonni. Megérte a sok befektetett energia és költség, mert jóval több forrást tudtak a cégek begyűjteni, mint amennyibe az egész felkészülés került. A harmadik ok, - és ezt nagyon sokan a tőzsdei jelenlét mögött nem látják - hogy a tőzsdére lépés egy hosszútávon is megtérülő befektetés, bár az addicionális előnyöket nem feltétlenül lehet mérni. De egyértelműen kimutatható például HR oldalon, hogy sokkal könnyebben találnak jó munkaerőt ezek a cégek, hiszen van egy hitelességük, van egy jobb reputációjuk. Egy tőzsdei vállalathoz szívesebben megy el a munkavállaló, mert nem azt feltételezi, hogy majd a fizetésem nagy részét zsebbe kapom és utána vagy kifizetnek, vagy nem, hanem azt látja, hogy transzparensen működik a vállalat, minden számot meg lehet ismerni és teljes egészében a kirakatban működnek, akkor valószínűleg a munkavállalókkal szemben is így viselkednek. Egyébként presztízse is van annak, hogy tőzsdei vállalat, tehát azt jelenti, hogy jobb munkavállalókat lehet megszerezni a különböző szakterületekre. A másik előny, hogy sokkal jobb kondíciókkal kapnak finanszírozási forrásokat, bankhitelt. Egy átlag KKV esetén azért nem az a szituáció áll fent, hogy a bankok versenyeznek érte, hogy hitelt adhassanak. A tőzsdei vállalatok esetében viszont könnyebb tendereztetni már a pénzintézeteket és ezáltal sokkal jobb kondíciókat lehet elérni, mintha ugyanezt nem nyilvános KKV-ként tették volna.” (Vitkovics Péter, DM-ker/Megakrán – Kibocsátó/Kibocsátó)

A Gloster többretegű informatikai szolgáltatóként nemzetközi közép- és nagyvállalati ügyfelei számára nyújt komplex informatikai megoldásokat. Termék és szolgáltatás palettáján

megtalálhatóak: hálózati infrastruktúra, hálózatbiztonsági, legújabb monitoring, és kollaborációs megoldások, valamint az intelligens épület üzletág egyaránt. (BÉT, 2020) A cég már a COVID válság alatt 2020. áprilisában vezette be zártkörűen kibocsátott részvényeit, melynek 70%-át a SZTAK vásárolta meg. A tőkeemelés során 1,1 milliárd forintot tudott bevonni a vállalat. (Portfolio.hu, 2020/Szekeres Viktor, 2021) *„A nap végén ebből egy jobb cég lett. Egyrészt azért, mert be tudtunk vonni 1,1 milliárd forint tőkét, ami a KKV világban azért sok pénznek számít. De még ebben a startup világban is... ezt már megírja a Forbes is! Másrészt belekényszerültünk abba, hogy a tulajdonosi és a menedzsmenti réteg elváljon egymástól. Most van egy jól, önállóan működő menedzsment, ami felett nyilván fő tulajdonosként én gyakorlok kontrollt és jellemzően csak a nagyobb kaliberű, stratégiai kérdésekben mutatok irányt. A tőkepiaci műveletek és az akvizíciók tartoznak hozzám. KKV-ból egy olyan középállalattá váltunk, akiben már a piac és az alkalmazottak is azt gondolják, hogy megvan benne a lehetőség, hogy többszáz főt foglalkoztató nagyvállalat legyen belőle. Összességében nekünk nagyon jól tett, hogy tőzsdére mentünk.”* (Szekeres Viktor, Gloster - Kibocsátó)

III.3.4.A KKV-kat a tőzsdére lépéstől visszatartó tényezők

A 2017 óta működő BÉT Xtend MTF piacon jelenlévő vállalatok száma nem feltétlenül ad okot elégedettségre, annak ellenére, hogy a szabályozók sikeresnek ítélik a platform elmúlt 3 évét. *„Ez az Xtend ugye működik jó pár éve. Öt társaság van regisztrálva rajta. Szerintem az idei cél az lenne, hogy ez megduplázódjon, hogy 10 legyen 2021 végére. Meglátjuk, hogy ez sikerül-e. A 10 cég az azért fontos (nem azért, mert kerek szám), hanem 10 cégből 4-5 sikeres biztos, hogy lesz. Lehet, hogy lesz benne sikertelen is. A nagyszámok törvénye alapján meg lesz 3, aki ott van, de nem aktív, és ha siker sztorikat be tudjuk mutatni a közösségnek a BÉT ökoszisztémájának a vállalatok egész piacnak, akkor ezt a tízet, egyre könnyebb lesz megduplázni.”* (Nagy Péter Gábor, BÉT)

Az Xtend-en lévő KKV-k – ahogyan az interjúkból kiderült – elégedettek a tőzsdei léttel. A kérdés tehát, hogy miért nem csatlakoznak egyelőre tömegesen a magyar KKV-k a BÉT Xtend-hez. A kutatás alapvetően 3 lehetséges visszatartó erőt definiál: más finanszírozási lehetőségek előnyben részesítése, a tőzsdei léttől való félelem és a transzparens működés elutasítása.

A BÉT Xtend-en történő tőkebevonásra jó alternatíva lehet a Nemzeti Kötvényprogram által a Xbond platformon létrehozott egyszerűsített kötvénykibocsátási struktúra, amellyel ugyanúgy

megvalósíthatnak beruházásokat és tulajdonrész sem hagyja el a céget. (BÉT, 2017) Másik lehetőségként a hitelfelvétel is megjelenik, különösen a dolgozat elején említett Növekedési Hitel Program nyújtotta kedvezményes lehetőségek. Több interjúalany is rávilágított, hogy ezek az államilag támogatott finanszírozási lehetőségek sokkal inkább egymás komplementereivé válnak majd egy idő után, mintsem „versenytársakká.” *„Az időzítés miatt nem mentek egyelőre többen az Xtend-re. Amíg a hitel oldalon tudnak finanszírozni, addig a hitel olcsóbb, egyszerűbb. Ahogy viszont azon túl nőtt már – például Gloster és DM-ker - mind a kettőnek volt egy már kimunkált, nagyon jól működő hitelezési gyakorlata. Kihasználták a hitelkereteiket, az alap üzlet finanszírozása teljesen jó volt, de növekedni már nem tudtak belőle. Ahhoz kevés volt. Mi volt a lehetőség? Tőke. Tőkénél viszont azért már más a helyzet:kockázati tőke vagy tőzsde. Ebből a szempontból a tőzsde sokkal jobb. Ez életpálya szakasztól is függ, hogy melyik cégnek melyik lehet érdekes.”* (Jutasi Zoltán, Navigator Investments - NOMAD) Jutasi Zoltán (NOMAD) ugyan ezt gondolja a kötvénykibocsátásról: *„Ami az Xbond-ot illeti egy nagyon hosszú futamidejű és hiteltípusú forrás, és nem kell odaadni részvényeket. Azért ebben a kategóriában, egy középvállalati rétegnél ez egy elég komoly kapcsoló, hogy a tulajdonosok azt mondják, ők hígulnak. Ebből a szempontból azt gondolom, hogy jó konstrukció és alternatíva, de annak is vége lesz, annak is van egy kifutása. Előbb utóbb vissza kell fizetni, amire azt gondolom, hogy egy jó következő lépés lehet ezeknek a cégeknek, mondjuk majd az Xbond refinanszírozása egy Xtend-es kibocsátással. Meg oda-vissza is működik, például a most Xtenden vagy tőzsdén standard kategóriában lévő cégeknek is ott van a lehetőség, hogy az Xbond programba bemenjenek. Ezek a források, finanszírozások, nem alternatívák, hanem cég életszakasz függvényében kiegészítő termékek.”* (Jutasi Zoltán, Navigator Investments - NOMAD)

A magyar piacgazdaság fiatal kora determinálja sokak szerint a vállalkozói gondolkodásmód fejlettségi szintjét. Több interjúalany említette, hogy a magyar vállalkozók egyfajta misztériumként tekintenek a tőzsdei létre és nincsenek is igazán tisztában a tőkepiacokon keresztül elérhető lehetőségekkel. Ennek az edukáció hiánya mellett kulturális okai is lehetnek. *„Ebben az országban néhány évtizedenként elvesznek mindent. Első világháború, második világháború, Rákosiék, tehát itt nagyon ritka a generációkon átívelő vagyonfelhalmozás. Magyarország nem Kína, ahol alapértelmezett ez a gondolkodás. Nem könnyű megtalálni azokat az ambiciózus vállalkozókat, akik hajlandóak kockázatot vállalni a növekedés érdekében, ebben a közegben.”* (Szekeres Viktor, Gloster) Vitkovics Péter a tőzsdével kapcsolatos ismeretek hiányára

tett utalást. „A DM-KER, az építőipari és mezőgazdasági gépek forgalmazása piacán működik. Ott több olyan vállalat is van, aki akár tőzsdékes lehetne. Őket mi tartja vissza a tőzsdére lépéstől? Nem tudom, inkább csak feltételezem. Az egyik feltételezés az, hogy a vállalkozók fejében a tőzsdével kapcsolatosan még mindig vannak sztereotípiák és azt gondolják, hogy ha más befektetőket beengednek, vagy transzparenssebbé teszik a vállalatokat, nyíltabbá, akkor azzal titkokat árulnak el és sebezhetőbbé válnak, pedig ez egyáltalán nincs így.” (Vitkovics Péter, DM-ker/Megakrán, Kibocsátó/Kibocsátó)

Az interjúalanyok utalásaiból kirajzolódó legnagyobb akadály, ami BÉT Xtend-en résztvevő vállalatok számának növekedésének útjában áll, az a transzparens működés elutasítása a KKV szektorban. A legtöbb interjúalany szerint ez szintén egy vállalatvezetéshez kapcsolódó kulturális probléma itthon.

IV.Összefoglalás

IV.1.A kutatás eredményeinek összegzése

A fejezet összegzi a kutatás eredményeit, a kutatási kérdésekre kapott válaszok kifejtése mentén.

1. kutatási kérdés - Miért részesítheti a BÉT Xtend-et előnyben egy entitás más finanszírozási formákkal szemben?

Kormányzati ösztönzők

A mélyinterjúkból kiderült, hogy alapvetően bizonyos finanszírozási formák nem feltétlenül tekinthetők egymás alternatíváinak, hanem sokkal inkább egymás komplementereiként „viselkednek”. Emögött a technikai okok mellett a kormányzati ösztönzők állnak, amelyek összekapcsolják a bizonyos kedvezményes finanszírozási lehetőségeket (NHP, NKP).

Kimerített hitelkeretek, megmaradó kontroll

Sokan azért mennek tőzsdére, mert már kimerítették hitelkeretüket és jobb alternatívaként tekintenek a részvénykibocsátásra, mint a kockázati tőkebefektető bevonására. Az interjúalanyok szerint ennek oka, hogy a tőkebefektetők legtöbbször bele akarnak szólni a vállalatirányításba, valamint gyakran irreális hozamelvárásokat támasztanak a finanszírozott vállalat irányába. A részvénykibocsátás helyett a kötvénykibocsátás egy olcsóbb hitelági finanszírozási forma lehet. A kötvények lejártával azonban a kibocsátóknak lehetőségük nyílna azok refinanszírozása az Xtend-en kibocsátott részvények által.

Tőzsdei jelenlét pozitívan hat a későbbi hitelfelvételre

A tőzsdei jelenlét pozitívan hat a későbbi hitelfelvételi lehetőségekre. Több vállalati képviselő is említette, hogy a tőzsdére lépés után ők tendereztethetik a bankokat, akik kvázi egymással versengenek, hogy hitelt adjanak a társaságnak. Ennek oka, hogy a piac sokkal megbízhatóbbnak tart egy nyilvánosan működő entitást.

2. kutatási alkérdés – Melyek azok a tényezők, amelyek jellemzően visszatartanak egy magyar KKV-t a tőzsdére lépéstől?

Időzítés – még van (olcsóbb) hitelhez hozzáférhetősége

Az alternatív/komplementer finanszírozási lehetőségek elemzése, valamint az interjúalanyok véleménye által kiderült, hogy az időzítés nagyon releváns tényező bizonyos finanszírozási döntések esetében. Sok gazdasági társaság azért nem lép be az Xtend-re, mert még rendelkezésére állnak olcsóbb hitelági finanszírozási lehetőségek, de ez – ahogyan az első alkérdés megválaszolása során is kiderült – nem azt jelenti, hogy ezek kimerülését követően ne lenne számára kifejezetten előnyös a tőkepiaci jelenlét.

Bizalmatlanság a tőzsdével szemben

Ami viszont permanensebbnek és nehezebben megváltoztathatóként említhető visszatartó erő, a magyar vállalkozói kultúra. Egyrészt fiatal piacgazdaságként továbbra sem szilárdultak meg a modern vállalatvezetési és finanszírozási módszerek a legtöbb KKV vezetésében. Alapvetően nem szeretnék külső forrásból finanszírozni cégüket, mert ezt elköteleződésnek, kiszolgáltatottságként élik meg. A tőzsdével kapcsolatos ismereteik is javarészt hiányosak és egyfajta kockázatos misztériumként tekintenek a tőkepiaci jelenlétre.

Transzparens működés visszautasítása

A harmadik visszatartó erő, a kutatás eredményei alapján, a transzparens működés visszautasítása. A magyar vállalkozói szemléletbe beivódott évtizedek alatt, hogy rejtegetni kell az eredményeket, minél „okosabban” kijátszva a magyar számviteli- és adótörvényeket. A tőzsdei jelenléttel egy kötelezően transzparens működés is jár, valamint a felügyelet köre is bővül az MNB-vel.

3. kutatási alkérdés – Mennyire sikeres a BÉT KKV-kat célzó ökoszisztémája?

A képzések hasznossága megkérdőjelezhetetlen

Az Xtend piacig elvezető opcionálisan igénybevehető eszközökről valamennyi megkérdezett rendkívül pozitívan nyilatkozott. Egyhangúan hangsúlyozzák az EU-s forrásokból támogatott ELITE Program jelentőségét, amelyben a legtöbben részt vettek a kibocsátást megelőzően. A szintén financiálisan támogatott NOMAD szolgáltatások hasznossága is megkérdőjelezhetetlen a kapott válaszok alapján. Ezeken felül a „kisebb” horderejű rendelkezésre álló eszközök úgy, mint a BÉT 50 kiadvány vagy az Xmatch program is nagyon pozitív megítéléssel bír.

A fő kutatási kérdésre - Megéri-e egy magyarországi KKV-nak belépni a Budapesti Értéktőzsde Xtend piacára? – a kapott válaszok alapján is nehézkes bináris választ adni. Egy olyan vállalatnak éri meg, amely hosszú távon gondolkodik, a tulajdonosi rétegnek lehetnek „visszavonulási” szándékai, növekedni szeretne és nem áll már rendelkezésére olcsóbb külső finanszírozási opció.

Potens lehetőség

Alapvetően, mind a Budapesti Értéktőzsde tartalmainak kvalitatív elemzése, mind a mélyinterjú alanyok válaszai rávilágítottak, hogy potens lehetőséggel állnak szemben a magyar KKV szektor szereplői. Egy gondosan megtervezett tőzsdére vezető „útvonallal” kialakításával a BÉT lehetőséget ad a résztvevőknek elmélyíteni ismereteiket, megismerkedni potenciális befektetőikkel. A financiálisan támogatott út állomásainak végén a vállalat eldöntheti, hogy nagyon kedvező feltételek mellett belép-e az Xtend-re.

Teljesíthető, de hosszas felkészülést igénylő folyamat

A kritériumok teljesíthetőek, viszont hosszadalmas precíz előkészítő munkát igényel a könnyített piacra való belépés is. Nagyon fontos az időzítés, ahogyan többen is említették, jól meg kell választani a lehetséges finanszírozási formák sorrendjét, hogy a tőkepiaci jelenlétből a lehető legtöbbet tudják kihozni.

A BÉT Xtend nyújtotta előnyök és a lehetséges kockázatok ismeretében kijelenthető, hogy összességében jó döntés lehet egy érett, stabil, nagy növekedési potenciállal rendelkező magyar kis- és középvállalat számára a BÉT Xtend piacán való megjelenés.

IV.2.Az eredmények gyakorlati alkalmazhatósága, javaslatok megfogalmazása

Dolgozat elkészítése előtt a fő cél az volt, hogy kutatás output-ját a BÉT KKV-kat célzó ökoszisztémájának vizsgált érintettjei – BÉT, kibocsátók, NOMAD-ok – mind hasznosítani tudják. Egy ezen is túlmutató publikáció született, amely a szabályozó hatóságok és a KKV szektor minden tagjának áttekintést nyújt a jelen lehetőségekről és a vállalkozások motivációiról.

A BÉT kiválóan teljesíti a stratégiában tett vállalásait, amely hamarosan az Xtend-en lévő kibocsátók számában is meg fog mutatkozni (időközben áprilisban 6-ra bővül a kibocsátók száma az OXO Labs belépésével). Továbbra is nagy hangsúlyt kell fektetniük a vállalatok megszólítására, az edukációra. Ha egy vállalat valamely képzési programban való részvétel után mégsem dönt a tőzsdei lét mellett, akkor is értékes tudással gazdagodik meglátásom szerint.

Amit érdemes lehet átgondolni az a nagyobb méretű kijelölt tanácsadók felé közvetített értékajánlat. Ezek a cégek – ahogyan természetesen kisebb versenytársaik is – nagyon komoly szakértelemmel rendelkeznek, viszont ahogyan a kutatás során is kiderült, jelenleg nem feltétlenül érdekeltek az aktív NOMAD létben. A kisebb KKV-jellegű ügyfelek hiányát orvosolni lehetne a képzésekbe történő intenzívebb bevonással, hogy nagyobb rálátást nyerjenek a vállalatok helyzetére, az előttük álló kihívásokra.

Ami makroszinten nagyon komoly probléma az a KKV szektor szereplői között uralkodó vállalatvezetési kultúra helyzete. Esszenciális a magyar gazdaság jövőbeni fejlődése szempontjából a KKV-k edukálását, nyugati mintájú vezetési kultúra széleskörű meghonosítását. A szekunder kutatás alapján az ITM KKV stratégiára egy nagyon sok területet érintő, reális célokat kitűző akcióterv, amelynek több eleme is sikeresnek bizonyul már most. Az irány, a vizsgált paraméterek mentén kiváló, és a BÉT által nyilvánosság elé tárt KKV sikertörténetek elősegíthetik a menedzsment kultúra fejlődését, példaként szolgálhatnak a szabályos, transzparens és gyümölcsöző vállalati működésre.

IV.3.A kutatás korlátai és további kutatási javaslatok

A kutatás értékét növelhetné olyan szereplők megszólítása, akik tőzsdeképesek, de még nem szerepelnek a BÉT Xtend piacon. Ez több szakértő megkérdezése után azért tűnik aggályosnak, mert aki tőzsdére készül lépni nem fog nyilatkozni az említett kérdésekben, hiszen ezzel befolyásolhatná tőkepiaci létének sikerességét. Az a cégvezető, aki pedig „túl távol van” attól, hogy tőzsdére vigye vállalkozását, jó eséllyel nincs tisztában feltétlenül ennek paramétereivel, így nem feltétlenül tudna koherensen megnyilvánulni a témában. Ezen túlmenően befektetői oldal különféle szereplőinek megszólítása is hasznos betekintést nyújthat egyes a dolgozat által elemzett vagy érintett kérdés megválaszolásához.

Jelen dolgozatra építve további kutatások az alábbi témákban szolgálhatnak hasznos információval mind gyakorlati szakemberek, mind a tudományos szakirodalom számára:

- Generációváltás a magyar KKV szektorban – hogyan lehetne hatékonyan megvalósítani a modern vállalatvezetésre való átállást?
- A Növekedési Hitel Program értékelése a piacon elérhető hitelkínálat tükrében
- A Növekedési Kötvény Program és az Xbond értékelése
- Egy KKV Index és egy abból származtatott KKV ETF koncepciójának vizsgálata a BÉT Xtend piacon
- Nemzetközi kitekintés: jelen kutatás eredményeinek régiós, globális összevetése

Hivatkozásjegyzék

2004. évi XXXIV. Törvény a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról, elérhető: <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a0400034.tv>, letöltés dátuma: 2021.03.06

Banai Ádám – Pulai György, MNB (2018): Hiányoznak a hosszú, fix kamatozású kkv-hitelek, elérhető: <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/hitelezes-nhp/banai-adam-pulai-gyorgy-hianyoznak-a-hosszu-fix-kamatozasu-kkv-hitelek>, letöltés dátuma: 2021.03.08

Bank of Finland (2008): Financial Market Report, elérhető: https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/11411/1_2008_FMreport.pdf?sequence=1, letöltés dátuma: 2021.03.15

Bruno Dallago (2011): SME policy and competitiveness in Hungary, University of Trento elérhető: <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/2537/1/VT2012n7-8p84.pdf>, letöltés dátuma: 2021.03.08

Budapesti Értéktőzsde (2016): A Budapesti Értéktőzsde 2016-2020-as stratégiájának fő irányai, elérhető: https://www.bet.hu/newkibdata/120801723/Strategia_fo_iranyai_160309.pdf, letöltés dátuma: 2021.04.03

Budapesti Értéktőzsde (2017): A BÉT Xbondról, elérhető: <https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/bet-xbond/bet-xbond>, letöltés dátuma: 2021.04.03

Budapesti Értéktőzsde (2017): A BÉT Xmatch-ről, elérhető: <https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/bet-xmatch/a-bet-xmatchrol>, letöltés dátuma: 2021.04.01

Budapesti Értéktőzsde (2017): Élet a BÉT Xtend-en, elérhető: <https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/xtend/Elet-a-BET-Xtend-en>, letöltés: 2021.04.02

Budapesti Értéktőzsde (2017): ELITE Program, elérhető: <https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/ELITE-program/ELITE-program>, letöltés dátuma: 2021.04.01

Budapesti Értéktőzsde (2017): Előnyök a BÉT Xtend piacon, elérhető: <https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/xtend/Elonyok-a-BET-Xtend-piacon>, letöltés dátuma: 2021.04.02

Budapesti Értéktőzsde (2017): Kijelölt tanácsadók listája, elérhető:
<https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/xtend/Kijelolt-tanacsadok-listaja>,
letöltés dátuma: 2021.04.02

Budapesti Értéktőzsde (2017): Kik a kijelölt tanácsadók? elérhető:
<https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/xtend/Kik-a-kijelolt-tanacsadok>,
letöltés dátuma: 2021.04.02

Budapesti Értéktőzsde (2017): Lehetőség középvállalatoknak, elérhető:
<https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/xtend/Lehetoseg-kozepvallalatoknak>, letöltés dátuma: 2021.04.02

Budapesti Értéktőzsde (2017): Mentor Program, elérhető:
<https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/Mentor-program/mentor-program>,
letöltés dátuma: 2021.04.02

Budapesti Értéktőzsde (2017): Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap, elérhető:
<https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/nemzeti-tozsdefejlesztesi-alap>,
letöltés dátuma: 2021.04.02

Budapesti Értéktőzsde (2017): NTfA – Gyakran ismételt kérdések, elérhető:
<https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/nemzeti-tozsdefejlesztesi-alap/ntfa-gyakran-ismetelt-kerdesek>, letöltés dátuma: 2021.04.02

Budapesti Értéktőzsde (2017): Stratégiai jelentés 2017, elérhető: <https://bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/bet-strategia-2016-2020/BET-Strategiai-Jelentes-2017>, letöltés dátuma: 2021.04.02

Budapesti Értéktőzsde (2017): Xtend szemben az egyéb tőzsdei kategóriákkal, elérhető:
<https://www.bet.hu/site/Magyar/tartalmak/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/xtend/Xtend-szemben-az-egyeb-tozsdei-kategoriakkal>, letöltés dátuma: 2021.04.02

Budapesti Értéktőzsde (2018): CyBERG Corp. Nyrt. Törzsrészcím, elérhető:
[https://www.bet.hu/oldalak/ceg_adatlap/\\$issuer/3495](https://www.bet.hu/oldalak/ceg_adatlap/$issuer/3495), letöltés dátuma: 2021.04.03

Budapesti Értéktőzsde (2018): GOPD Nyrt., elérhető:
[https://www.bet.hu/oldalak/ceg_adatlap/\\$issuer/3510](https://www.bet.hu/oldalak/ceg_adatlap/$issuer/3510), letöltés dátuma: 2021.04.03

Budapesti Értéktőzsde (2018): MEGAKRÁN Nyrt., elérhető:
[https://www.bet.hu/oldalak/ceg_adatlap/\\$issuer/3492](https://www.bet.hu/oldalak/ceg_adatlap/$issuer/3492), letöltés dátuma: 2021.04.03

Budapesti Értéktőzsde (2019): DM-KER Nyrt., elérhető:
[https://www.bet.hu/oldalak/ceg_adatlap/\\$issuer/3522](https://www.bet.hu/oldalak/ceg_adatlap/$issuer/3522), letöltés dátuma: 2021.04.03

Budapesti Értéktőzsde (2020): BÉT50 - Akikre büszkék lehetünk, elérhető:
<https://www.bet.hu/Kibocsatok/bet50/bet50-akikre-buszkék-lehetünk>, letöltés dátuma: 2021.04.01

Budapesti Értéktőzsde (2020): Gloster Infokommunikációs Nyrt., elérhető:
[https://www.bet.hu/oldalak/ceg_adatlap/\\$issuer/3547](https://www.bet.hu/oldalak/ceg_adatlap/$issuer/3547), letöltés dátuma: 2021.04.03

Chikán Attila (2017): Vállalatgazdaságtan, Saldo Kiadó

Cyberg Nyrt. (2018): Összevont tájékoztató, elérhető:
https://bet.hu/newkibdata/128088503/T_j_koztat__181016_MNB_enged_lyes.pdf, letöltés dátuma: 2021.04.03

DM-ker Nyrt. (2019): Információs Dokumentum, elérhető:
[https://befektetoknek.dmker.hu/images/dokumentumok/DM_KER_INFO-DOK-VEGLEGES-12.11-REG.KERELEMHEZ_\(Optimized\)_fix.pdf](https://befektetoknek.dmker.hu/images/dokumentumok/DM_KER_INFO-DOK-VEGLEGES-12.11-REG.KERELEMHEZ_(Optimized)_fix.pdf), letöltés dátuma: 2021.04.03

Duan Hongbo, Han Xiaojie, Yang Hongbo (2009): An Analysis of Causes for SMEs Financing Difficulty, elérhető:
https://www.researchgate.net/publication/41891411_An_Analysis_of_Causes_for_SMEs_Financing_Difficulty/citations, letöltés dátuma: 2021.03.08

Európai Bizottság (2017): Bankszektor és Pénzügyi Stabilitás, elérhető:
https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic-factsheet_banking-sector-financial-stability_hu.pdf, letöltés dátuma: 2021. 03.08

Európai Bizottság (2018): SME access to finance country fact sheets 2018, Hungary, elérhető: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/32762>, letöltés dátuma: 2021.03.08

Európai Értékpapír-piaci Hatóság (2020): Annual Statistical Report 2020, elérhető:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf, letöltés dátuma: 2021.03.15

Európai Parlament és Tanács (2004): Az Európai Parlament és Tanács 2004/39/EK irányelve a pénzügyi eszközök piacairól, elérhető: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004L0039-20110104&from=EN>, letöltés dátuma: 2021.03.15

Európai Parlament és Tanács (2014): Az Európai Parlament és Tanács 2014/65/EK irányelve a pénzügyi eszközök piacairól, elérhető: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>, letöltés dátuma: 2021.03.15

Frédéric Gouardères (2020): A kis- és középvállalkozások, Európai Parlament, elérhető: https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hu/FTU_2.4.2.pdf, letöltés dátuma: 2021.03.08

Gloster Infokommunikációs Nyrt. (2020): Információs Dokumentum, elérhető: https://gloster.hu/uploads/befektetoknek/alapinformaciok/informacios_dokumentum/glosterinfodok_bet_elfogaott_final_2020_04_09_11_04.pdf, letöltés dátuma: 2021.04.03

GOPD Nyrt. (2019): Információs Dokumentum, elérhető: http://gopd.hu/pdf/2019-05-09_Informacios_dokumentum.pdf, letöltés dátuma: 2021.04.03

Innovációs és Technológiai Minisztérium (2018): A Magyar Mikro-, Kis- és Középvállalkozások Megerősítésének Stratégiája 2019-2030, elérhető: <http://www.vosz.hu/hirek/541-a-magyar-mikro-kis-es-kozepvallalkozasok-megerositesenek-strategiaja-2019-2030>, letöltés dátuma: 2021.03.08

Kállay László (2012): KKV-szektor: versenyképesség, munkahelyteremtés, szerkezetátalakítás - TM 58.sz. műhelytanulmány, BCE Vállalatgazdaságtan Intézet Versenyképesség Kutató Központ, elérhető: http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/838/1/TM58_Kallay.pdf, letöltés dátuma: 2021.03.06

Klis Krisztián – Vidovics-Dancs Ágnes (2019): Multilaterális kereskedési platformok Európában és Magyarországon, Gazdaság és Pénzügy 6. évf. 2. sz. elérhető: <http://real.mtak.hu/94358/1/178-19620Klis-Vidovics.pdf>, letöltés dátuma: 2021.03.15

Központi Statisztikai Hivatal (2018): A kis- és középvállalkozások jellemzői, elérhető: <https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/pdf/kkv18.pdf>, letöltés dátuma: 2021.03.08

London Stock Exchange (2021): A Guide for Entrepreneurs - How to access the world's most successful growth market, elérhető: https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/AIM_guide_for_entrepreneurs_v2.pdf, letöltés dátuma: 2021.03.18

London Stock Exchange (2021): Alternative Investment Market, elérhető: <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim>, letöltés dátuma: 2021.03.18

Magyar Államkincstár (1995): Mit jelent a TBSZ kifejezés? elérhető: <http://www.allamkincstar.gov.hu/hu/gyik/tartalom/5436/>, letöltés dátuma: 2021.03.08

Magyar Nemzeti Bank (2019): Terméktájékoztató a Növekedési Hitelprogram Fix keretében folyósított refinanszírozási hitelek igénybevételének módjáról és feltételeiről (hatályos: 2019. április 5-től 2020. április 19-ig), elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/nhp-fix-termektajekoztato-1-mod-final-clean.pdf>, letöltés dátuma: 2021.03.08

Magyarország Kormányának hivatalos honlapja (2018): A versenyképesség erősítésében kiemelt szerep jut a kkv-knak, elérhető: <https://2015-2019.kormany.hu/hu/nemzetgazdasagi-miniszterium/hirek/a-versenykepesseg-erositeseben-kiemelt-szerep-jut-a-kkv-knak>, letöltés dátuma: 2021.03.08

Megakrán Nyrt. (2018): A MEGAKRÁN Nyrt. BÉT 15/Xtend/2018. számú határozatával jóváhagyott Információs Dokumentuma, elérhető: <https://megakran.hu/images/MkrInfDok.pdf>, letöltés dátuma: 2021.04.03

Mester Éva - Tóth Róbert (2015): A magyarországi kkv-k aktuális helyzete és finanszírozási lehetőségei, elérhető: <https://deenkdev.lib.unideb.hu/ojs/economica/article/download/4554/4342>, letöltés dátuma: 2021.03.08

Nasdaq First North (2021): About us, elérhető: http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us, letöltés dátuma: 2021.03.18

Nasdaq First North (2021): Companies Listed on Nasdaq First North Growth Market, elérhető: <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/listed-companies/first-north>, letöltés dátuma: 2021.03.18

NewConnect (2021): The NewConnect Handbook, elérhető: https://newconnect.pl/newconnect_handbook, letöltés dátuma: 2021.03.18

OECD (2014): Economic Surveys: Hungary, elérhető: https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-hungary-2014_eco_surveys-hun-2014-en, letöltés dátuma: 2021.03.08

Portfolio.hu (2018): Új részvény a magyar tőzsdén: Elindult a kereskedés a Cyberg részvényeivel, elérhető: <https://www.portfolio.hu/uzlet/20190110/uj-reszveny-a-magyar-tozsden-elindult-a-kereskedes-a-cyberg-reszvenyeivel-310049>, letöltés dátuma: 2021.04.03

Spectrum Markets (2021): Multilateral Trading Facility, elérhető: <https://www.spectrum-markets.com/what-is-an-mtf>, letöltés dátuma: 2021.03.15

Ábrajegyzék

1. ábra. KKV hitel/GDP arány néhány európai uniós országban, % (év végi hitelállomány/nominális GDP) Forrás: OECD Scoreboard Financing SMEs and Entrepreneurs, Eurostat, idézi ITM 2018, 82. oldal	7
2. ábra. Igénybevett-e a múltban vagy készül-e igénybe venni a jövőben bankhitelt (folyószámlahitelen és támogatott hitelen kívül), % Forrás: Európai Bizottság Survey on the Access to Finance of Enterprises, 2018, idézi ITM 2018, 85. oldal	8
3. ábra. „A KKV-k finanszírozáshoz jutásának ösztönzése” pillér specifikus céljai Forrás: Innovációs és Technológiai Minisztérium A Magyar Mikro-, Kis- és Középvállalkozások Megerősítésének Stratégiája 2019-2030, 89. oldal	9
4. ábra. Regisztrált cégek száma európai MTF piacokon Forrás: saját szerkesztés a London Stock Exchange, a Nasdaq, a NewConnect és a BÉT adatai alapján	12
5. ábra. A BÉT KKV-knak szóló eszközei Forrás: Budapesti Értéktőzsde, 2018.....	16

Táblázatjegyzék

1. táblázat. A mélyinterjúk alanyai Forrás: saját szerkesztés a BÉT adatai alapján.....	15
2.táblázat. A BÉT Xtend-en résztvevő vállalatok NOMAD-jai Forrás: saját szerkesztés a BÉT adatai alapján	23

Mellékletek

1. Melléklet – Mélyinterjú kérdések

a. Mintaréteg – A BÉT Intézménye

- Kérem meséljen nekem arról, hogy milyen konstrukcióban kezdődött el az Xtend program, milyen intézmények felelnek érte!
- Mi a szerepe a Széchenyi Tőke-alapkezelőnek ezen belül a Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alapnak?
- Mi a KKV-k bevonásának elsődleges célja? Kik ennek makroszinten a haszonélvezői?
- Miért jobb ez nekik, mint felvenni egy növekedési hitelt vagy kötvényt kibocsátani?
- Használták benchmark-ként más európai értéktőzsdék megoldásait vagy teljesen önállóan zajlott a koncepcióalkotás? Ismernek más az Xtend-hez hasonló platformot külföldön?
- Hogyan zajlik a kibocsátók "tőzsdére csábítása"? Mi a tipikus "customer journey"?
- Meséljen kérem az ELITE Program, az Xmatch és a BÉT Mentor Program szerepéről, hogyan kapcsolódnak ezek az Xtend-hez?
- Milyen fogadtatásban részesülnek/részesültek?
- Mik a terveik a jövőre nézve? Milyen időhorizonton működik ez a projekt, mi a vízió és az elvárt eredmény?
- A COVID milyen hatással volt a KKV kibocsátásokra?

b. Mintaréteg – A kijelölt tanácsadók (NOMAD-ok)

- Mit gondol mi a vállalatok az elsődleges célja a BÉT Xtend piacra való belépéssel? (tulajdonosi exit, adóelőnyök, addicionális forrásbevonási lehetőség stb.)
- Mit gondol az eddig végbement kibocsátásokról?
- Miért részesíthetik egyes entitások előnyben a részvénykibocsátást más finanszírozási formákkal szemben? Mit gondol az NHP/NKP + BÉT Xtend kibocsátás hibrid megoldásról?
- Ön szerint mennyire teljesíthetőek a bevezetési kritériumok?
- Mi az, ami vélhetően visszatartja a cégeket a BÉT Xtend-re való belépéstől?

- Hogyan értékeli a NOMAD-ok/saját maguk munkáját, szerepét a rendszerben? Hogyan értékeli a BÉT KKV-kat célzó ökoszisztémáját? (ELITE program, Mentor program, BÉT Xmatch, BÉT50 stb.)
- Ön szerint reális cél ezeknek a cégeknek a jövőben a BÉT Standard piacán való megjelenés?
- Hogyan értékeli ezt a finanszírozási formát kimondottan a COVID-válság alatt tapasztaltak tükrében?

c. Mintaréteg – A kibocsátók

- Mi volt az elsődleges céljuk a BÉT KKV-knak szóló Xtend piacára való belépéssel (tulajdonosi exit, adóelőnyök, addicionális forrásbevonási lehetőség stb.) ?
- Megérte-e Önöknek mai szemmel a kibocsátás?
- Miért részesítették előnyben a nyilvános részvénykibocsátást más tőkebevonási formákkal szemben? Vettek-e fel korábban vagy azóta növekedési hitelt, például az NHP valamelyik formáját? Bocsátottak ki kötvényt az Xbond-on keresztül?
- Hogyan értékelik az Xtend-es kibocsátás sikerességét?
- Mennyire voltak könnyen teljesíthetőek a bevezetési kritériumok?
- Az önök iparágában ismernek olyan versenytársat, aki szintén tőzsdeképes? Mi az ami vélhetően visszatartja a cégeket a BÉT Xtendre való belépéstől?
- Hogyan értékeli a kijelölt tanácsadók (NOMAD-ok) munkáját, szerepét a rendszerben?
- Vették-e igénybe a BÉT más KKV-kat célzó "eszközeit" (ELITE program, Mentor program, BÉT Xmatch)?
- Tervezik-e a jövőben a BÉT standard piacán való megjelenést? Megfelelnének-e a kritériumoknak?
- Hogyan értékeli ezt a finanszírozási formát kimondottan a COVID-válság alatt tapasztaltak tükrében?

2. Melléklet – Példa szelektív kódolásra (saját ábra)

