

OTDK-dolgozat

2025

**SZEGEDI TUDOMÁNYEGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR**



**AZ IPO, AZAZ A TŐZSDEI BEVEZETÉS FOLYAMATA ÉS
KIHÍVÁSAI**

**THE PROCESS AND CHALLENGES OF INITIAL PUBLIC
OFFERINGS**

Schmid Krisztián József

Konzulens: Dr. Kosztópulosz Andreász

KÉZIRAT LEZÁRÁSÁNAK DÁTUMA: 2023. 11. 14

TARTALOMJEGYZÉK

Bevezetés	1
1. A tőzsde szerepe a vállalatok finanszírozásában.....	3
1.1. A saját tőke természete.....	3
1.2. A tőzsde általános áttekintése	7
1.3. Az IPO fogalma.....	10
2. A tőzsdei bevezetés résztvevői.....	12
2.1. Befektetési vállalkozások	12
2.2. Könyvvizsgálók	16
2.3. Jogi szakértők	17
2.4. Marketing és PR szakemberek.....	18
3. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás folyamata	19
3.1. Döntés a nyilvános működésről	20
3.2. I. Szakasz	25
3.4. II. szakasz	32
4. Az IPO részvények árazása, a könyvépítés.....	36
5. A nyilvános működés hozadékai.....	39
5.1. A tőzsdei jelenlét előnyei	39
5.2. A tőzsdei jelenlét hátrányai	44
6. A tőzsdei bevezetés költségei	49
6.1. Közvetlen költségek	49
6.2. Közvetett költségek.....	53
7. Rövid esettanulmányok magyar vállalatok tőzsdei bevezetéséről.....	55
7.1. A Megakrán tőzsdei bevezetése	56
7.2. A DM-KER sztori	60
7.3. A Civita IPO	65
Összefoglalás	71
Felhasznált irodalom és források jegyzéke	73
Mellékletek	77

Táblázat- és ábrajegyzék

Táblázatjegyzék:

- 1. táblázat A kezdeti nyilvános részvénykibocsátást befolyásoló kvantitatív tényezők 22
- 2. táblázat A tőzsdei bevezetés melletti érvek fontossági sorrendje 44

Ábrajegyzék:

- 1. ábra Saját tőke finanszírozás típusai 3
- 2. ábra A saját tőke evolúciós pályája a finanszírozás növekedésciklus-elméletében 6
- 3. ábra A közvetlen tőkeáramlás rendszere 7
- 4. ábra A Budapesti Értéktőzsdén forgalmazott termékek 9
- 5. ábra A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás folyamatábrája 19
- 6. ábra Egy tőzsdére lépő vállalat tipikus jellemzői és céljai 24
- 7. ábra A due diligence célja és szereplői 26
- 8. ábra A prospektus tartalma 29
- 9. ábra Az IPO hozzávetőleges költségstruktúrája 51

BEVEZETÉS

Az alapszakos tanulmányaim végéhez közeledve határozottan kialakult egyfajta nagyobb érdeklődés bennem a pénzügyi eszközök kereskedelme, különösen az értékpapírpiacok iránt. A gazdaságtudományi karon számos ismerősöm számolt be arról, hogy valamilyen nemzetközi vagy hazai tőzsdei kereskedési platformon keresztül részese a pénzügyi közvetítő rendszernek megtakarítóként, befektetőként. Ezzel szemben a másik oldalról, a tőzsdén szereplő vállalatokról vajmi keveset hallottam mindaddig, míg 2022 szeptemberében az európai pénzügyi szaksajtóban óriási szenzációként mutatták be a Porsche AG frankfurti tőzsdére történő bevezetését és nyilvános ajánlattételét az újonnan kibocsátandó részvényeire vonatkozóan. Lényegében a Porsche sikersztori óta foglalkoztat az IPO.

Ebből következik, hogy a dolgozatom témája maga a tőzsdei bevezetés és az első nyilvános részvénykibocsátás. A téma azért aktuális, mert a magyar tőkepiacon elég jó hírnévnek örvendő BÉT XTend piac 2017 óta folyamatosan bővül, azaz növekszik Magyarországon az olyan vállalatok száma, amelyek a tőzsdei jelenlét előnyeit élvezik és jelentős alternatívát találnak a tőzsdei finanszírozásban és a szabályozott értékpapírpiaci jelenlétben. Sajnos ezzel szemben a relatív gyakoriságuk a magyar vállalati szférában még mindig elég csekélynek mondható nemcsak az angolszász, de még a nyugat-európai országokkal összevetve is.

A kutatásom célja az, hogy felfedjem azokat a hátrányokat és költségeket, amelyek jelentős visszatartó tényezőnek számítanak az IPO során, ám a teljesség igényével a tőzsdei jelenlét előnyeit is feltárom azért, hogy egyfajta költség-haszon elemzés alá vessem az egész tőzsdei bevezetési procedúrát. Ennek fontos része maga a tőzsdei bevezetés és az elsődleges részvénykibocsátás folyamata, ezért a dolgozatomban a lehető legrészletesebb formában kívánom bemutatni azt, hogy hogyan is tud eljutni például egy magyar vállalat a magyar értékpapírpiac csúcsára, a Budapesti Értéktőzsdére. A kutatásom során választ szeretnék kapni arra a kérdésre, hogy: „melyek azok a szempontok, amelyeket a vállalati döntéshozók figyelembe vesznek az IPO során?”. Emellett a dolgozati kutatásom hallgatólagos célja az is, hogy egy rövid, olvasmányos formában elősegítsem a valós piaci körülmények között működő vállalatok finanszírozási döntéseit az IPO-val kapcsolatosan, illetve az is, hogy részlegesen kielégítsem az IPO-k iránti érdeklődésemet.

A dolgozatomat a tulajdonosi tőke és a tőzsde szerepének, valamint az IPO, mint pénzügyi definíciónak tisztázásával kezdem, ugyanis meg vagyok győződve arról, hogy elengedhetetlen egy ilyen alapvető fogalmi keretrendszer a téma megértéséhez és

megérttetéséhez. Ezt követően bemutatásra kerülnek a tőzsdei bevezetés szereplői, majd kellően mélyrehatóan a tőzsdei bevezetés folyamata, szót ejtve az IPO részvények árazásáról is. A kutatásom következő nagyobb részét képezi a tőzsdei jelenlét előnyeinek és hátrányainak, költségeinek feltárása és magyarázata. A költségeken belül röviden kitérek a rövid távú IPO alulárazódásra, amely a pénzügyi szakirodalomban egy már rég óta porondon lévő, számos pénzügyi szakember és pénzügyi statisztikus által vitatott téma. A kutatásom alapját egy átfogó szakirodalomfeldolgozás adja, amely során szintetizálásra kerülnek magyar, illetve külföldi szakirodalmak is. A magyar szakirodalomfeldolgozás során kiemelt jelentőséget kapott Kecskés András és Halász Vendel tőzsdei bevezetésekkel kapcsolatos tudományos munkái, amelyek a magyar tőzsdei és értékpapírpiazi viszonyok témájában a pénzügyi jogi és közgazdasági szakirodalomban kétségtelenül hiánypótlóak. A dolgozatomat végül néhány saját készítésű esettanulmánnyal zárom, amely során azt vizsgálom, hogy az addig kifejtett elméleti kategóriák mennyiben valósulnak meg a gyakorlatban, illetve megfordulnak-e a vállalatok fejében azok az előnyök és hátrányok a döntéshozatal során, amelyeket a kutatásom során feltártam. Az esettanulmányokat primer, illetve szekunder források, pontosabban tőzsdei bevezetésen átesett magyar vállalatok pénzügyi menedzsereivel folytatott saját kivitelezésű mélyinterjúk és nyilvános közzététel útján elérhető dokumentumok alapján állítom össze.

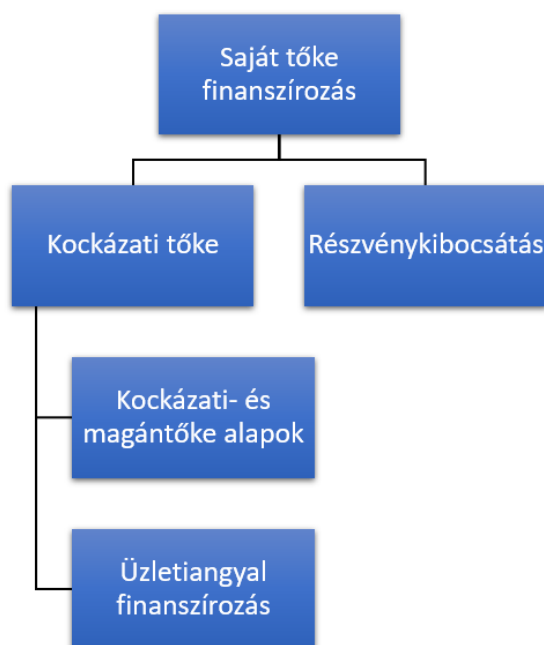
1. A TŐZSDE SZEREPE A VÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSÁBAN

Annak érdekében, hogy a későbbiekben megfelelő módon lehessen értelmezni az IPO kulcsfontosságú területeit, mindenképpen szükségeltetik tisztázni néhány fogalmat és összefüggést a vállalati pénzügyek és a pénzügyi közvetítő rendszer elméleti keretében. A legelső lépés, hogy fel legyen térképezve, hogy a vállalatoknak milyen külső finanszírozási lehetőségük van a hiteleken, kötvényeken és lízingügyleteken kívül, hiszen ez adja a bázisát a tőzsdére lépésnek és részvénykibocsátásnak. Az IPO tényleges fogalmi definiálás előtt pedig a tőzsdét, mint az szabályozott értékpapírpiacot érdemes tisztázni.

1.1. A saját tőke természete

A vállalatok a hosszú távú külső finanszírozásukat alapvetően kétféle úton tudják megoldani, mégpedig idegen tőke vagy saját tőke bevonásával. A saját tőke finanszírozás módzatait számos módon lehet csoportosítani. A legjelentősebb piaci alapon szerveződő saját tőke finanszírozási módszernek a részvénykibocsátás és a kockázati tőkebevonás tekinthető (1. ábra). A részvénykibocsátás újonnan kibocsátott részvények értékesítésével szerzett forrást jelent új tagok, új részvényesek bevonásával. A kockázati tőke finanszírozás történhet úgy, hogy egy kockázati tőke- vagy magántőkealap nyújt forrást egy vállalat számára, vagy egy üzleti angyal befektető száll be a vállalat tulajdonosi körébe kívülről tulajdonosi hányadért cserébe. A kockázati tőke összefoglalóan tőzsdén kívüli részesedés értékesítést is jelent (Makra 2006).

1. ábra Saját tőke finanszírozás típusai



Forrás: Katits (2002), Makra (2006) alapján saját szerkesztés

A saját tőkére szokás tulajdonosi tőkeként is hivatkozni, mert a forrást nyújtó befektető tulajdonosi jogviszonyba kerül a finanszírozott vállalattal kapcsolatban. A tulajdonosi jogviszony megfeleltethető a részvényesi jogokkal és kötelezettségekkel. A 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről (továbbiakban: Ptk.) meghatározza a részvényesek jogait az üzletvezetéssel és a társaság vagyonával kapcsolatban. Minden részvényes jogosult a közgyűlésen, mint legfelsőbb szervi ülésen való részvételre és arra, hogy gyakorolja szavazati jogát, ezzel beleszólva a társaság üzletpolitikai, stratégiai döntéseibe. Másrészt a tulajdonosoknak joguk van az osztalékhoz, mint részesedéshez az adózott eredményből, valamint a likvidációs hányadhoz is, amely a társaság jogutód nélküli megszűnése esetén történő vagyonfelosztáskor releváns. Mindezekért cserébe a befektetőnek egyetlen dolga van, mégpedig a vállalat részére rendelkezésre bocsátani a vagyonának egy részét.¹ A tulajdonosi tőkék sajátossága, hogy lejárat nélküli forrásoknak számítanak, tehát nincs visszafizetési kötelezettsége a vállalatnak a megszerzett tőke kapcsán és osztalékot is csak akkor kell fizetnie az osztalékalapból, hogyha arról a közgyűlés dönt és olyan mértékben, amekkora mértékről a részvényesek döntenek. Egy vállalat szempontjából a saját tőke, mint külső finanszírozás nagyon vonzó lehet abban az esetben, hogyha korlátlan felhasználhatóság és visszafizetési kötelezettség nélkül akar forráshoz jutni.

A tulajdonosi tőkének megvannak a maga fonásai a befektető és a vállalat oldaláról is. A befektető szemszögéből vizsgálva a helyzetet egyértelmű, hogy a forrás biztosítása kockázatos, míg a társaság számára a tulajdonosi tőke tőkeköltsége relatíve magas. A befektető számára a kockázat abban nyilvánul meg, hogy a befektetéséből származó pénzáram (részvények után kifizetett osztalék) nagysága meglehetősen hektikusan alakul más befektetési formához, például a hitelezéshez képest. Míg egy részvényes esetén az osztalék nagysága kiszámíthatatlan és jellemzően az osztalékfizetési politikától, az adókönyvezettől és társaság eredményességétől függ, addig egy hitelezőnél a kamatfizetés szerződéses alapon történik, előre kalkulálható nagyságrenddel. Másik szempontként fel lehet hozni azt, hogy a részvényessel ellentétben egy hitelező könnyen képes bizonyítani az elvárt hozamának elmaradását és emiatt felszámolási eljárást is indíthat a társaság ellen, ráadásul még a felszámolási eljárás során is előkelő helyen szerepel a kielégítési sorrendben. Egy részvényes sosem tudja bebizonyítani azt, hogy a társaság nem tett meg mindent azért, hogy az érdeke érvényesüljön, sőt a tulajdonosok felől felszámolási eljárás indítására sem eshet sor olyan indokkal, hogy a vállalat nem volt képes az adott üzleti évben az ő általa elvárt osztalékszintet,

¹ 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről XXXIV. Fejezet

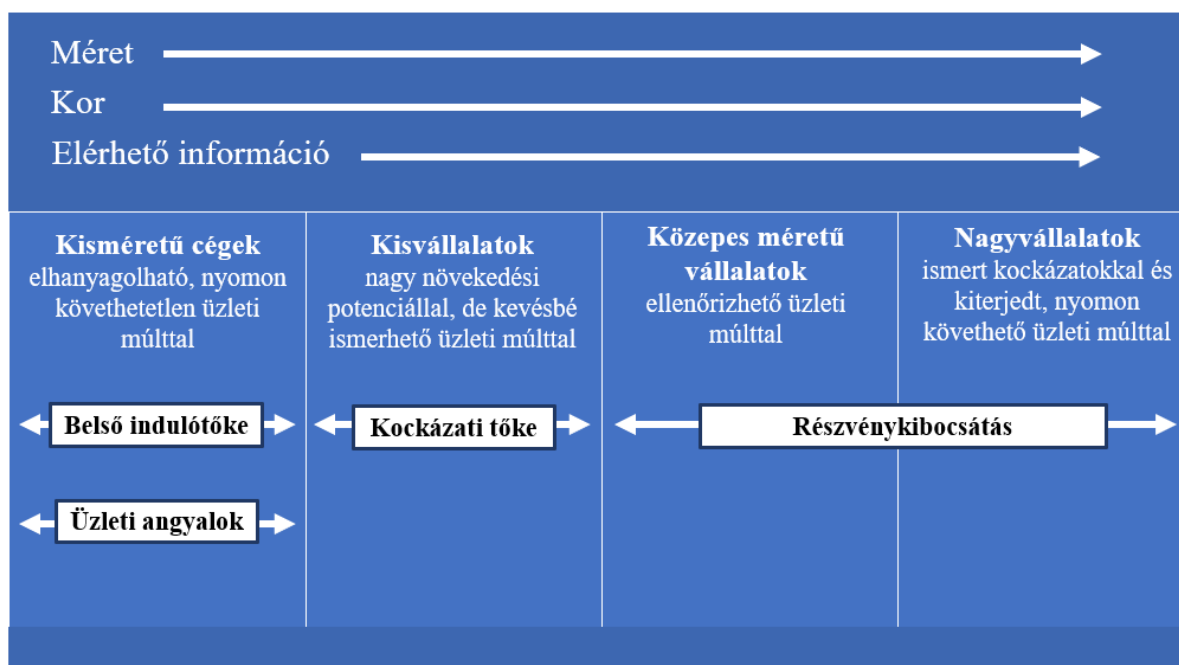
tulajdonosi vagyonerő növekedést, részvény árfolyamnövekedést elérni. Mindemellett a tulajdonosok meglehetősen hátul szerepelnek a kielégítési rangsorban a felszámolási eljárás során. Ezen jellegzetességek mellett belátható, hogy a saját tőkét nyújtó befektetők sokkal nagyobb kockázatot vállalnak, mint a kötvényesek, hitelezők és a lízingbeadók. Márpedig a vállalati pénzügyek alapvető törvényszerűsége, hogy a magasabb kockázat magasabb hozamelhárítást szül (Illés 2002).

A vállalati pénzügyek elméletében a források tőke költségének meghatározásánál a befektetői hozamelhárítást szokás alapnak tekinteni. A beruházásoknak legalább annyi hozamot biztosítaniuk kell kiindulásképpen, amennyi hozamot elvárnak a vállalatától a befektetők a befektetéseik után. A teljes tőke költség kiszámítása érdekében hozzá kell adni a befektetői hozamelhárításhoz a tőkeletlen tőkepiacok miatti addicionális tételeket. Ilyen tőkeletlen tőkepiaci tényezőnek számít például az információs aszimmetria a befektetők és a vállalat menedzsmentje között, a tranzakciós költségek és adók létezése. Legmarkánsabban a részvénykibocsátás útján megszerzett forrás költségét lehet bemutatni. Az újonnan kibocsátandó részvények tőke költségének a befektetői hozamelhárításon túl további elemét képezik a kibocsátással összefüggő költségek, valamint a befektetők túldimenzionálásának és a kínálat növekedésének köszönhető kibocsátási árfolyamcsökkenés (Brealey-Myers 2005).

A tőke költségben az információs aszimmetria kritikus szerepet játszik, mint egy hátráltató tényező az újonnan részvénykibocsátással történő tőkebevonás esetén, de ez sajnálatos módon minden értékpapírkibocsátásnál megjelenik. Ebből adódóan inkább élnek a vállalatok a belső forrásokkal történő finanszírozással, különösképpen a nyereség visszaforgatással eleinte állandó arányú, majd később állandó összegű osztalékfizetés mellett mindaddig, amíg megtehetik. Az információs torzulás sokkal nagyobb mértékben jelenik meg a részvénykibocsátások esetében az idegen tőkéhez képest, mert annak érdekében, hogy a részvényeket megfelelő kibocsátási árfolyam mellett dobják a tőkepiacra a befektetői közönség elé, ahhoz a befektetők információs hátrányát kellene csökkenteni és az relatíve nagyon magas explicit és implicit költségekkel jár a vállalat számára. Ebből adódóan a részvénykibocsátást mindig megelőzi a kötvénykibocsátás és a hitelfinanszírozás, hogyha a pénzügyi vezetőknek választaniuk kell (Brealey-Myers 2005). Újonnan részvénykibocsátással történő finanszírozásra csak akkor tud sor kerülni ez alapján, hogyha a vállalat már kellően kiterjedt üzleti múlttal, kellően nagy növekedési potenciállal és kellően nagy transzparenciával rendelkezik. A saját tőke finanszírozás más külső formáit figyelembe véve elmondható, hogy a kockázati tőke jóval nagyobb információs homályosságot is tud kezelni. Az üzleti angyalokkal való tárgyalás és a kockázati tőke-alapok által végzett átvilágítások lényegesen alacsonyabb idő

és pénzbeli ráfordítást igényelnek a részvénykibocsátáshoz viszonyítva. A saját finanszírozás esetében ez a problémakör már-már elhanyagolható. Ezt a felvázolt jelenséget a finanszírozás hierarchiaelmélete (Pecking Order Theory), valamint Berger és Udell által bemutatott finanszírozás növekedésciklus-elmélete jegyzi le. Előbbi alapján a vállalatok először a belső forrásokra, majd külső forrásokra támaszkodnak és a külső forrásokon belül is jobban preferálja a vállalat vezetősége a hitelfelvételt és a kötvénykibocsátást a részvénykibocsátással szemben. Az utóbb említett elmélet alapján pedig a vállalatok finanszírozási szempontok szerint egyfajta evolúciós folyamatot követnek le a fejlődésük során. Berger és Udell (1998) szerint a vállalatoknak a különböző fejlődési szakaszukban eltérő beruházási igényeik és finanszírozási szükségleteik vannak.

2. ábra A saját tőke evolúciós pályája a finanszírozás növekedésciklus-elméletében



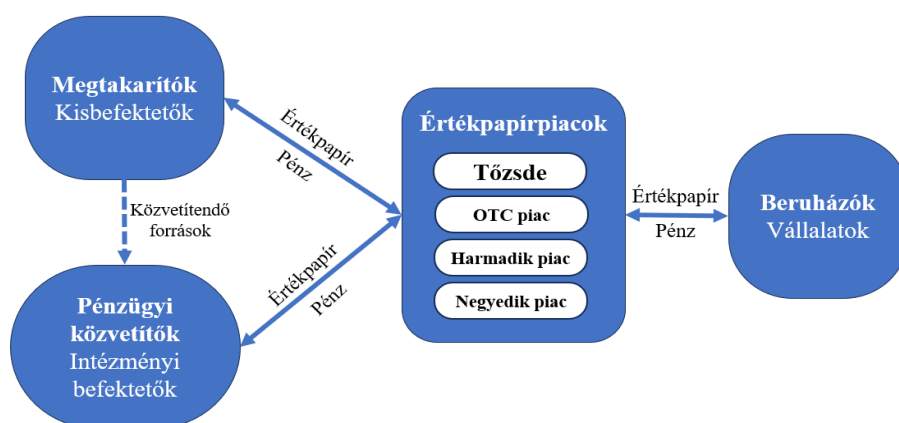
Forrás: Berger-Udell (1998, 623. old.)

A növekedésorientált vállalatok a fejlődésük során eljuthatnak a közepes és nagyvállalati szintre, amely szakaszokban már olyan nagy beruházási projektet kell finanszírozniuk a további növekedéshez, hogy értékpapírkibocsátást kell végezniük. Amikor pedig egy vállalat adósságkapacitása a végéhez ér és más alternatív, nem piaci alapon szerveződő forrás sem áll rendelkezésre, akkor mindenképpen a részvénykibocsátás felé kell orientálódnia. Ennek pedig a legkézenfekvőbb és leghatékonyabb módja a tőzsdére lépés és a részesedések tőzsdén történő értékesítése.

1.2. A tőzsde általános áttekintése

A pénzügyi piac az a speciális piac, ahol a tőke önkéntes módon szerveződő újraelosztása történik a megtakarítók és a megtakarításokat felhasználók között. A pénzügyi piacoknak két fajtája létezik, egyrészt létezik az egy évnél rövidebb lejáratú pénzügyi eszközök, pénzek piaca, azaz a pénzpiac, illetve az egy évnél hosszabb lejáratú tőkék piaca, a tőkepiac. A tőkeáramlása történhet közvetlen vagy közvetett módon. A közvetlen tőkeáramlásnál nincsenek a beruházók és a megtakarítók között pénzügyi közvetítő intézmények, hanem csupán olyan pénzügyi szolgáltatók, amelyek technikai jelleggel közvetítenek tőkét a szereplők saját elhatározásaik alapján. A közvetlen finanszírozás jellegzetessége, hogy a megtakarító önállóan eldöntheti, hogy melyik beruházó számára bocsátja rendelkezésre a megtakarítását és a befektetésének kockázatát is magára vállalja. A tőkék közvetlen kereskedelmének legfontosabb eszköze pedig nem más, mint az értékpapír (Vigvári 2008). Ebből adódóan a közvetlen tőkeáramlás szintjét egyenlővé lehet tenni az értékpapírok piacával. A rendszert lehet annyiban árnyalni, hogy különböző pénzügyi közvetítők is megjelenhetnek befektetőként az értékpapírpiacokon, nem csak a lakosság. A befektetői körnek ezek szerint két fő része van. Egyrészt vannak a lakossági kisbefektetők, másrészt pedig az intézményi befektetők, akik jellemzően bankok, biztosítók, nyugdíj és befektetési alapok. Az értékpapírpiacoknak - ahogy az a 3-as számú ábrán is látható - számos szintjét lehet elkülöníteni a technikai jellegű közvetítést is nélkülöző negyedik piactól kezdve a tőzsdéig, ám az kétségtelen, hogy az értékpapírkereskedelem legkoncentráltabb, leghatékonyabb színtere maga a tőzsde.

3. ábra A közvetlen tőkeáramlás rendszere



Forrás: Bánfi et al. (1986), Vigvári (2008) alapján saját szerkesztés

A tőzsde fogalmi meghatározásához ajánlatos először idézni Kostolany André, híres magyar származású tőzsdeguru szavait: „A tőzsdén találkoznak a tőkések és a vállalkozók. A

tőkések hozzák a pénzt, a vállalkozóknak pedig szükségük van a pénzre. Ott cserélik ki a pénzt a vállalatokra, illetőleg a vállalatok részvényeire”.² Kostolany meglehetősen leegyszerűsítő magyarázatával megelégedni viszont nem szabad, hiszen a tőzsde még ennél is több. A tőzsde egy komoly jogi szabályozási háttérrel rendelkező, átfogó piac, ahol helyettesítő tömegárak és a standardizált pénzügyi termékek, jellemzően értékpapírok kereslete és kínálata találkozik szokványok és szabályok által meghatározott keretek között (Kecskés et al. 2019).

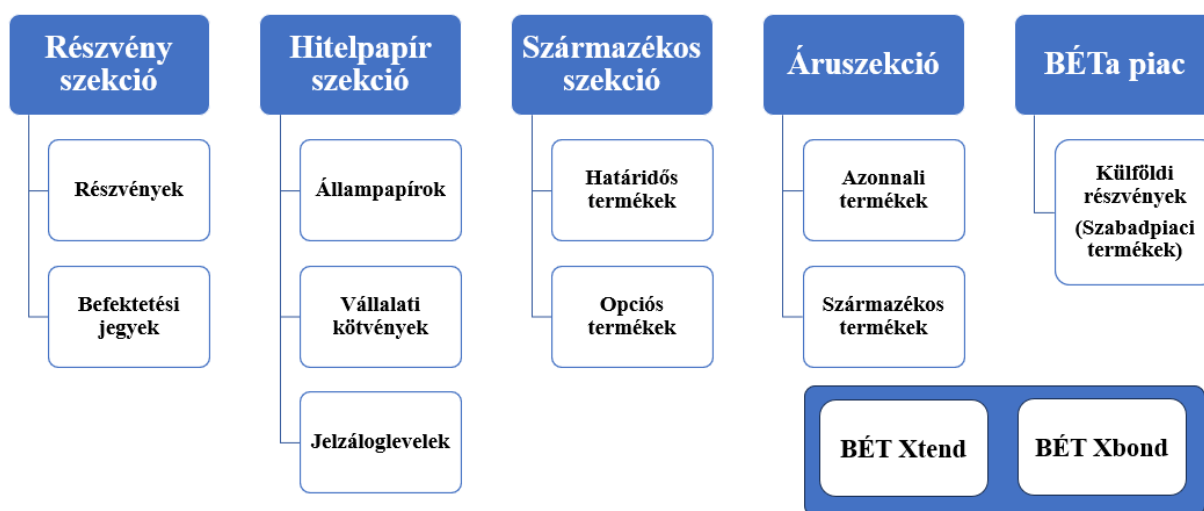
Az értékpapírpiacon fontos megemlíteni, hogy annak két különböző, de mégis szorosan összefüggő része van. Elsődleges piacon van szó abban az esetben, ha az értékpapírt kibocsátó gazdasági szervezetek értékesítik az értékpapírt elsősorban a befektetők számára. Ezzel szemben a másodlagos piac azt jelenti, hogy a befektetők más befektetőktől vásárolják meg az értékpapírt. Funkciójában is eltér a két részpiac, hiszen az elsődleges piacnak az a szerepe, hogy lehetőséget biztosítson a kibocsátók számára arra, hogy a tőkéjüket növeljék a megnövekedett finanszírozási szükségletük kielégítésére érdekében, míg a másodlagos piac arról szól, hogy a befektetők még a lejárat előtt tudjanak kereskedni a már kibocsátott értékpapírokkal. A másodlagos piac biztosítja az értékpapírok likviditását. A tőzsde lényegében a másodlagos piaci funkcióban lényegül, annak a csúcshintézménye (Vigvári 2008). Azonban a tőzsde a piaci szerepe mellett információs központként is szolgál, hiszen az oda bevezetett termékekkel, vállalatokkal kapcsolatosan információkat nyújt nyilvánosan a befektetők számára, amely információk a befektetési döntések és befektetői értékelések alapját jelentik. A befektetők értékelése az értékpapírok árfolyamaiban visszatükröződik, amely árfolyam-meghatározás szintén a tőzsde egyik legfontosabb feladata. Az árfolyamok megállapításával a tőzsde egyben egyfajta objektív vagyoneértékelő funkciót is ellát a nyilvános tőkepiacon. A tőzsdének, mint szabályozott piacnak specialitása, hogy a kereskedés csak a tőzsde szabályzatában előre lejegyzett helyettesítő tömegárakkal, előzetesen megszabott helyen, időben, előre meghatározott ügyletkötési módozattal és személyek közreműködésével lehetséges csak. Ez mind azért van, hogy a tőzsde a lehető legjobban tudja szimulálni, utánózni tökéletes tőkepiacot annak érdekében, hogy a tőke megfelelő módon, zavartalanul és leghatékonyabban tudjon áramolni (Vigvári 2008).

Magyarországon a közvetlen tőkeáramlás egyetlen és legfontosabb intézménye a Budapesti Értéktőzsde Nyrt. (továbbiakban: BÉT). A BÉT egy európai kontinentális jogállású áru és értéktőzsde, ahol az értékpapírok és áru alapú termékek kereskedése egy szekciórendszerben zajlik elektronikus módon. A tőzsdei kereskedés kiszolgáló intézménye a

² Kostolany André ezen nyilatkozata egy 1993-ban sugárzott Friderikusz show adásban hangzott el.

KELER Központi Elszámolóház és Értéktár Zrt. (továbbiakban: KELER), amely az tőzsdei ügyletek nettó elszámolásáról gondoskodik (Kecskés et al. 2019). Az európai kontinentális jogállás azt jelenti a tőzsdék esetében, hogy az intézmény közjogi szervezetként funkcionál jelentős állami ellenőrzéssel. A BÉT tevékenységét a magyar állam mellett az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (továbbiakban: ESMA) is felügyeli. Az áru és értéktőzsde azt fejezi ki, hogy egyszerre teszi lehetővé a BÉT a fizikai tömegárúk (gabona, színesfém) és értékpapírok, devizák, nemesfémek koncentrált kereskedelmét. A szekciórendszer magában foglalja a BÉT-en kereskedhető termékek típusait. Hagyományosan létezik részvény-, hitelpapír-, származékos-, és áruszekció, valamint BÉTa piac. Ezek mellé került kiegészítésként 2017-ben az BÉT Xtend és 2019-ben a BÉT Xbond piac (4. ábra). Az Xtend és Xbond piacok olyan multilaterális kereskedési platformok, amelyek könnyített feltételek mellett engedélyezik a tőzsdei megjelenésre a vállalatok számára.

4. ábra A Budapesti Értéktőzsdén forgalmazott termékek



Forrás: BÉT hivatalos honlapja³

A tőzsde az információs aszimmetria leküzdésében kiemelt szerepet játszik. Több frontról is igyekszik csökkenteni a befektetők információs hátrányát, ezáltal hatékonyabbá téve a részvénykibocsátás útján történő finanszírozást. Az információs aszimmetria elleni küzdelem legfontosabb elemei közé tartoznak kibocsátói oldalról megközelítve a rendszeres és rendkívüli tájékoztatás, valamint a vállalat vezetőségének tájékoztatója, másnéven felelős társaságirányítási jelentések. Ezek mellett említésre méltónak számítanak még az ESG jelentések a 21. század zöld pénzügyi tendenciáinak köszönhetően. A befektetői oldalról pedig a tőzsdetagokként funkcionáló befektetési szolgáltatók, befektetési bankként is működő

³ <https://www.bet.hu/Befektetok/Termekcsoportok>

univerzális bankok biztosítanak független tőzsdei elemzéseket a potenciális és már meglévő részvényesek számára.

1.3. Az IPO fogalma

Az IPO-t célszerű először tükörfordítással megközelíteni. Az *initial public offering* első nyilvános ajánlattételt jelent. Kecskés és társai (2019) nyomán az IPO a kezdeti nyilvános részvénykibocsátást jelenti, amely történhet újonnan kibocsátott részvények nyilvánosság felé történő felkínálásával vagy már korábban zártkörűen kibocsátott és forgalomba hozott részvények nyilvános értékesítésre történő felajánlásával. Tehát az IPO kétértelmű pénzügyi kifejezés, viszont egy dolog biztos, mégpedig a tőzsdei jelenlét. Maga a nyilvánosság számára történő értékesítésnek szükségszerű feltétele az tőzsdére már be legyen vezetve a vállalat, hiszen a nagyérdemű nyilvánosságot csakis a szabályozott értékpapírpiacon lehet ebből a célból elérni. Ez azt jelenti, hogy az IPO mindenképpen maga után vonja a tőzsdei bevezetést, ezért az IPO, mint kezdeti nyilvános részvénykibocsátás magát a részvénytársaságok tőzsdére történő bevezetését is jelentheti. Az IPO kétértelműségének átláthatóságához tisztázni kell, hogy miért is történhet alapvetően a tőzsdére való bevezetés.

Egy társaság már meglévő részvényeinek szabályozott értékpapírpiacon történő bevezetése mögött egyrészt állhat az, hogy a társaság eredeti tulajdonosai exitelni szándékoznak. Az exit a vállalatból történő kiszállást jelenti és a tőzsdei kiszállás talán az exit legnépszerűbb módja, mert egy szabályozott részvénytőzsdén olyan nagyfokú likviditást képes nyújtani a nyilvános részesedésértékesítéshez, amely mellett könnyedén képes egy alapító-tulajdonos kilépni a társaságból. A részvények tőzsdei bevezetésén keresztül szoktak kiszállni például a kockázati tőke befektetők is (Jáki 2021). Ennek elnevezése a másodlagos értékesítés, avagy *secondary offering* (Kecskés et al. 2019). Ezáltal az IPO-nak befektetési funkciója van és az értékpapírpiacon másodlagos piaci részéhez köthető.

A tőzsdei bevezetés másik indoka fő indoka az, hogy a társaság új részvények kibocsátásával szándékozik alaptőkét emelni úgy, hogy az új részvényeket a nyilvánosság számára ajánlja fel értékesítésre. Ezekre a részvényekre IPO részvényként szokás utalni. Ekkor a társaság az újonnan kibocsátott részvényekkel és párhuzamos tőkeemelésével biztosítja nyilvánosság felé felajánlott részvényeket. Ennek megnevezése az elsődleges forgalomba hozatal, avagy *primary offering* (Kecskés et al. 2019). Ilyenkor az IPO finanszírozási funkciót tölt be és az értékpapírpiacon inkább az elsődleges piaci területéhez köthető.

A dolgozatom további részeiben az IPO-t elsődleges forgalomba hozatalként és másodlagos értékesítésként együttesen értelmezem és inkább egy finanszírozási formaként

kezelem, amelynek kiszolgáló pénzügyi intézménye a tőzsde. A IPO-tól szükséges fogalmilag elkülöníteni az első nyilvánosság számára történő részesedés értékesítés utáni részvénykibocsátást. Ezt nevezik utólagos vagy másodlagos részvénykibocsátásnak.⁴ Fontos megjegyezni, hogy amíg a nyilvános részvényértékesítési tranzakciónak jobbra szükséges feltétele a tőzsdei bevezetés, addig a tőzsdére történő bevezetésnek nem előfeltétele a részvények nyilvános forgalomba hozatala. Erre jó példa a BÉT Xtend piac, ahol a BÉT Bevezetési és Forgalomba tartási szabályzata szerint lehetőség van a tőzsdére történő technikai bevezetésre olyan vállalatok számára, akik nem állnak még készen arra, hogy egy teljeskörűen szabályozott piaci környezetben legyenek vagy nem is szándékoznak nyilvános tranzakció keretében a részvényeiket értékesíteni. Ezek a kategóriák általában kiinduló pontként szolgálnak a későbbi tényleges tőzsdei bevezetéshez.

⁴ Angol nyelven SEO (Seasoned Equity Offering) vagy SPO (Secondary Public Offering) megnevezés használatos.

2. A TŐZSDEI BEVEZETÉS RÉSZTVEVŐI

A társaságok kezdeti nyilvános részvénykibocsátása egy komplex tranzakció. A folyamat összetettsége azzal magyarázható, hogy nagyon sok ismeretet, tapasztalatot igényel és nem is feltétlenül egy adott szakterületről. Tulajdonképp az IPO a pénzügyek, a marketing, az üzleti és társasági jog, valamint a számvitel közös halmazában helyezkedik el. Ezekről a területekről szükségeltetik szakértők bevonása a tőzsdei bevezetés és nyilvános tranzakciók kapcsán. A legfontosabb szereplő az IPO során maga a vállalat, amely bevezetésre kerül és felkínálja részvényeit a nyilvánosság számára. Őket nevezik a kibocsátóknak. Minél közelebb van egy kibocsátó a pénzügyi szférához, annál kevesebb közreműködőre van szüksége, viszont a vállalatok sokasága egyáltalán nem koncentrálnak a pénzforgalmi, befektetési és banki szolgáltatásokra a tevékenység tekintetében. A reálgazdasági szférában működő társaságoknak pedig szükségük van segítségre, mert nem rendelkeznek a folyamathoz szükséges specifikus tudással.

A tőzsdei bevezetést támogató intézmények, személyek közé tartoznak a tranzakció lebonyolításáért felelős befektetési vállalkozások, a társaság jogi átvilágításában és jogi kérdések megértésében illetékes jogászok, a kibocsátó vállalat számviteli információs rendszerét áttekintő auditorok, másnéven könyvvizsgálók, illetve a tranzakció kampányszervezését megtervező marketing és PR szakemberek. Emellett egyéb intézményi szereplőként megjelenik az IPO kapcsán a tőzsde illetékességi területéhez tartozó Felügyeleti szerv, valamint maga az adott tőzsde. A felsorolás kiegészítendő az állam különböző közvetlen tőkeáramlást támogató, elősegítő gazdaságpolitikai intézkedései folytán létrejött intézményekkel, hiszen ezen szervezetek is jelentősen hozzájárulhatnak közvetetten a társaságok tőzsdére történő bevezetéséhez a bevezetésről való döntéstől kezdve az IPO sikerességéig. A fejezet további részében kifejtésre kerülnek az egyes szereplők és feladataik a tőzsdei bevezetéssel összefüggésben.

2.1. Befektetési vállalkozások

A befektetési vállalkozásoknak nevezik azokat a társaságokat, akik ellenérték fejében befektetési szolgáltatást nyújtanak és befektetési tevékenységet végeznek. Ezek azok a pénzügyi intézmények, amelyek a kibocsátó és a tőkepiaci szereplők, befektetők között meglévő kapcsolatot megteremtik és fenntartják (Draho 2006). Mivel tevékenységük a pénzügyi szférában kiemelt fontosságú, ezért a pénzügyi ellenőrzések folyamatos elszenvedőinek lehet őket tekinteni. Magyarországon a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló

2007. évi CXXXVIII. törvény (továbbiakban: Bszt.) tartalmazza, hogy befektetési szolgáltatást és az ahhoz tartozó kiegészítő szolgáltatásokat csakis a befektetési vállalkozások, illetve a hitelintézetek nyújthatnak.⁵ Tevékenységüket kizárólag csak a Felügyelet engedélyével végezhetik. Minden hitelintézetnek és befektetési vállalkozásnak van vállalatfinanszírozási vagy részvénytőkepiaci (ECM: *equity capital market*) csoportja, amely a társaságok részvénykibocsátás útján történő finanszírozására specializálódik. Gyakorta fordul elő, hogy ezen részlegek közel vannak az értékpapír értékesítési csoportokhoz, hiszen ez a két osztály nagyon nagy összefüggésben van egymással (Kecskés et al. 2019). A befektetési vállalkozások harmadik kiemelten jelentős részlegének tekinthető az elemzői osztály, akik szakértelmüket és tapasztalatukat felhasználva független elemzéseket készítenek a vállalatokról és a hozzájuk kapcsolódó pénzügyi eszközökről.

A befektetési vállalkozásokat és a hitelintézeteket együttesen forgalmazóknak nevezik a tőzsdei bevezetéshez köthetően. Megbízni őket csak akkor szükséges, ha nyilvános ajánlattételre kerül sor az IPO során.⁶ A magyar szabályozás szerint értékpapír nyilvános forgalomba hozatalához kötelező megbízni befektetési szolgáltatót, ahogy az IPO esetében is. A forgalmazó a nyilvános forgalomba hozatal során az egész nyilvános tranzakciót megtervezi, megszervezi és kivitelezi a kibocsátó társasággal egyeztetve. A forgalmazók a részvénykibocsátásokhoz köthető, múltbeli tapasztalatuk alapján nagy mértékben hozzá tudnak járulni az IPO-ra való felkészüléshez és a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás megstrukturálásához is. A befektetési vállalkozások és hitelintézetek a tőzsdei bevezetésre való felkészítés során átvilágítják a vállalatot pénzügyi, jogi és üzleti szempontok szerint, hogy a későbbiekben ezekre alapozva segítsék a kibocsátó társaságot az IPO-hoz szükséges dokumentáció elkészítésében. A közreműködő forgalmazók emellett tanácsadással is szolgálhatják a kibocsátót a kezdeti részvénykibocsátás során. Geddes (2005) leírása alapján bármely olyan kérdésben, amelynek megválaszolásához piaci érzék, a pénzügyi eszköz piacára való rálátás szükséges, a forgalmazók a legkompetensebbek és ők tudják a kibocsátó vállalat számára biztosítani azokat az információkat, illetve tanácsokat, amelyek alapján reálisan és hatékonyan meg lehet szervezni az első nyilvános részvénykibocsátást. Tehát a forgalmazók közreműködnek a tőketörténet, az üzleti terv megírásában, sőt még a nyilvános működés követelményeként megfogalmazott felelős társaságirányítási szabályoknak való megfelelésben is tanácsot adhat (Kecskés et al. 2019). Ezek mellett még az allokációban, a

⁵ A befektetési vállalkozásokról és árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény 7. § - 8 §.

⁶ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 23§ (1)

befektetői közösségben lévő hatékony részvényelosztásban is döntő szerepet játszik, mert a másodlagos piacon árjegyzőként funkcionálhat. Kétségtelenül a legfontosabb piaci kondíció az árazás, hiszen az ár meghatározása nagyon nagy mértékben kihat arra, hogy az elsődleges forgalomba hozatal mennyire lesz sikeres.

A befektetési vállalkozások értékpapírkibocsátásban való közreműködésében a Bszt. alapján van egy esszenciális kiegészítő szolgáltatása, mégpedig pénzügyi eszköz elhelyezése az eszköz vételére vonatkozó kötelezettségvállalással, amelyre úgy szoktak hivatkozni a szaknyelvben, hogy jegyzési garanciavállalás. A jegyzési garanciavállalás azért létezik, hogy a kibocsátó függetlenítse magát az kezdeti nyilvános részvénykibocsátás meghiúsulásának kockázatától, azaz elkerülje az aluljegyzést. Aluljegyzésnek nevezik azt a jelenséget, amikor a befektetői kör együttesen nem volt képes és hajlandó az újonnan kibocsátott értékpapírok minimális összegére vételi ajánlatot jelezni. A forgalmazó a jegyzési garanciavállalás esetén az összes újonnan kibocsátandó részvényre vonatkozóan jegyzési kötelezettséget vállal és ezután igyekszik azokat értékesíteni. Emellett arra is kötelezi magát ilyenkor a forgalmazó, hogy átveszi azt a részt, amelyre nem érkezett a befektetők felől vételi szándék. Ez egy kockázatot jelent a befektetési vállalkozás számára két irányból is. Egyrészt a piaci tendenciák az IPO során kedvezőtlenül alakulhatnak és a hátrányos piaci kondíciók mellett egyáltalán nem biztos, hogy a kialakított kibocsátási árfolyam mellett képes értékesíteni a részvényeket a forgalmazó. Másrészt a kibocsátó tevékenysége a tőzsdei bevezetés és nyilvános ajánlattétel alatt jelentősen befolyásolhatja a befektetők értékelését (Kecskés et al. 2019). A forgalmazók a jegyzési garanciavállalásért mindig kérnek egyfajta kompenzációt, amely abban nyilvánul meg, hogy a kibocsátó részvényeit egy előzetesen rögzített alacsonyabb áron jegyezheti a forgalmazó, mint amilyen áron értékesíti azt majdan a befektetői közösség számára. Ez lényegében egy árfolyamkülönbözetben megnyilvánuló jutalék. A kompenzáció mértéke általában valamilyen százalékos mértékben van meghatározva. Mivel a forgalmazók jelentős fix költségek mellett végzik tevékenységüket az IPO kapcsán, ezért a tranzakció méretének növekedésével a forgalmazó jutaléka várhatóan csökken (Brealey-Myers 2005). Ezen elmélet gyakorlati megvalósulása viszont megkérdőjelezhető, hiszen az ezredfordulóban az USA-ban különböző kibocsátási költségekkel járó IPO ügyletek esetén átlagosan 7% volt az árfolyamkülönbözetszerű jutalék mértéke, elhanyagolható szórással. A jelenség azzal magyarázható, hogy forgalmazók piaca nem eléggé kompetitív (Chen-Ritter 2000). A magas fix költségekből az következik, hogy az adott nyilvános tranzakcióban való közreműködésben vannak méretgazdaságossági megfontolások is, hiszen minél alacsonyabb az újonnan részvénykibocsátás volumene, annál kevésbé bizonyul gazdaságosnak az ügylet lefolytatása a

befektetési vállalkozás számára. Ezzel ellentétben létezik az az eset is (jellemzően fejlett tőkepiacokon), amikor olyan nagy mértékű tőkebevonást szándékozik egy kibocsátó társaság elvégezni, hogy azt egyetlen forgalmazó nem képes elbírní, főként a jegyzési garanciavállalásból adódó kockázatok és más kapacitások hiánya miatt. Ezért a kibocsátó nem egyetlen befektetési vállalkozást bíz meg az IPO-ban való közreműködésre, hanem egyszerre többet is. Ilyenkor azonban nem egy forgalmazóról van szó, hanem inkább forgalmazási konzorciumról vagy forgalmazási szindikátusról, amelynek az élén van egy vezető forgalmazó, aki a többi (társ)forgalmazóval együttműködve koordinálja az egész nyilvános tranzakciót.

Egyértelmű, hogy a befektetési vállalkozás kitüntetett szerepe miatt időt és energiát kell szánni arra, hogy megfelelő módon legyen kiválasztva. Kecskés és társai (2019) mentén hét olyan tényezőt lehet felsorolni, amelyet mindenképpen figyelembe kell a kiválasztás során:

1. Adott iparágban szerzett tapasztalat
2. Alkalmazott elemzők
3. Disztribúciós képesség
4. Másodlagos piaci teljesítmény
5. Reputáció
6. Esetleges összeférhetetlenségek
7. Nyújtott szolgáltatások

A kibocsátó vállalatnak tanácsos megválasztania forgalmazónak egy olyan befektetési vállalkozást vagy hitelintézetet, amelyik jelentős szakmai tapasztalattal rendelkezik abban az iparágban, amely iparágban saját maga tevékenykedik, hiszen a kiválasztott forgalmazónak tudnia kell, hogy piac hogyan reagálna egy részvénykibocsátás útján történő tőkeemelésre (Draho 2006). Jellemző, hogy a befektetési vállalkozások egy adott iparágra specializálódnak és olyan pénzügyi elemzőket alkalmaznak, akiket az adott iparágban magukat otthonosan érző befektetők minden bizonnyal ismernek. Minél híresebb és minél jelentősebb elemzőket alkalmaz egy forgalmazó, annál eredményesebben lehet az IPO részvények árazását elvégezni. Illetőleg azt is fontos figyelembe venni, hogy a forgalmazó milyen piacokat képes elérni, hiszen vannak azon hitelintézetek, akik inkább a kisbefektetőkre vannak szakosodva értékpapír értékesítés terén, illetve vannak olyan befektetési vállalkozások, akik hatalmas tőkével és kifinomult szakmai érzéssel rendelkező intézményi befektetőket preferálják. Ez a szempont kifejezetten attól függ, hogy mely célcsoportot kívánja elérni az újonnan kibocsátott részvényeivel a kibocsátó társaság. Legoptimálisabb, ha mindkét befektetői halmazt képes lefedni egy forgalmazó elosztási képessége. Ennél már csak az fontosabb, hogy a szóban forgó

forgalmazó milyen teljesítményt tudott felmutatni a másodlagos piacon, hiszen abban az esetben, ha az előző kezdeti részvénykibocsátásokból származó értékpapírok árfolyamteljesítményei gyengék, akkor az könnyen arra utal, hogy a megelőző első nyilvános ajánlattételek során értékesített részvények árát nem sikerült megfelelően meghatározni és félő a kibocsátó papírai sem lesznek jól beárazva. A forgalmazó befektetési vállalkozás hírneve kardinális szempont. Ez abból adódik, hogy a befektetők eredetileg nem ismerik a tőzsdére lépő társaságot, de a közreműködő forgalmazót pedig igen. A befektetők szemszögét vizsgálva egy jelentős renoméval rendelkező befektetési vállalkozás megfelelő információkat állít elő a kibocsátó társaságról és nem hagyhatnak ki vagy módosíthatnak olyan információkat, amelyek a befektetési döntéshozatal során jelentősnek számítanak. A forgalmazó reputációja a befektetői biztonságérzetet és egyben stabilabb részvényárfolyamokat eredményez (Kecskés et al. 2019). Következő alapvetés, hogy nem szabad olyan befektetési vállalkozást választani, amelynek érdekeltsége és részvétele bármilyen más IPO-ban az iparágon belül feltételezhető. A befektetési vállalkozások, hitelintézetek addicionális marketing és pénzügyi szolgáltatásokat is nyújthatnak a tőzsdei bevezetés alatt és után is. Ez megjelenhet akár a későbbi másodlagos részvénykibocsátásokban vagy a felvásárlási ügyletekhez és az üzleti tevékenységhez köthető tanácsadásokban.

2.2. Könyvvizsgálók

A független könyvvizsgálók általános számviteli belső ellenőrzéssel és tanácsadással foglalkoznak. A kibocsátó társaságok már jóval az tőzsdére történő bevezetés elhatározása előtt megkereshetnek könyvvizsgáló cégeket, akik a nyilvános működésnek megfelelő számviteli információs rendszer kialakítására vonatkozóan javaslatokat tehetnek amellet, hogy a társaság rendszeres könyvvizsgálatát is végzik. A könyvvizsgálati folyamat során az auditorok ellenőrzik, hogy a vállalat vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzetét reprezentáló pénzügyi beszámolók a megbízható és valós képet tükrözik úgy, hogy közben az adott területen hatályos számviteli szabályozásnak is megfelelnek. Könyvvizsgálók megbízása abban az esetben jelentékeny igazán, hogyha a társaság pénzügyi beszámolóit nem kerültek auditálásra a tőzsdei bevezetést megelőzően. Ilyenkor a könyvvizsgáló nem csak a nyilvános működéshez köthető számviteli információs rendszer kialakításában segédkezik, hanem abban is, hogy a kibocsátó társaság olyan támogató (elsősorban informatikai és információs) rendszereket alkalmazzon, amelyek a könyvvizsgálati folyamatot gördülékenyebbé és hatékonyabbá tehetik a későbbiekben.

Sarkalatos pont az Európai Unióban a tőzsdei bevezetés kapcsán a nemzetközi pénzügyi beszámolási standardok (továbbiakban: IFRS) alkalmazására való átállás. Magyarországon a számvitelről szóló 2000. évi C. törvény az 1606/2002/EK európai uniós rendelettel összeegyeztetve azt tartalmazza, hogy minden olyan vállalatnak, amelynek értékpapírjait az Európai Gazdasági Térség bármelyik államának szabályozott piacán forgalmazzák, kötelező a pénzügyi beszámolóit IFRS szerint készíteni.⁷ Az IFRS-re történő átállás nem kevés idő- és pénzbeli ráfordítást, valamint szaktudást igényel, ezért kifejezetten fontos olyan könyvvizsgáló cég megbízása, akinek már van tapasztalata nemzetközi számviteli standardok alkalmazásában, valamint tőzsdei bevezetésekben való közreműködésekben (Bartha et al. 2014). Emellett a tőzsdei bevezetés során a Ptk. alapján átalakulással jár, hiszen a zártkörűen működő részvénytársaságból nyilvánosan működő részvénytársasággá változik a társaság. Az esetleges átalakulás és működési formaváltás folyamatát is könyvvizsgáló felügyeli és ehhez kapcsolódóan végez ellenőrzési, véleményezési és értékelési feladatokat (Kresalek 2008). Az IPO során főleg a pénzügyi átvilágításban van kiemelt szerepe a könyvvizsgálónak, mely során áttekintik a társaság mérlegeit és eredménykimutatásait visszamenőlegesen, hogy azokból olyan információkat állítsanak elő, amelyek szükségesek az IPO-hoz köthető dokumentációk elkészítéséhez, kifejezetten a kibocsátási tájékoztatók pénzügyi információira és a korábbi évek beszámolóinak auditálására tekintettel.

2.3. Jogi szakértők

A jogászok két oldalról is érkehetnek a tőzsdei bevezetés során. Egyrészt a kibocsátó társaság oldaláról jelenhetnek meg az úgynevezett vállalati jogászok, jogtanácsosok és jogi előadók, másrészt a forgalmazó is küld saját jogi szakértőt, jogi tanácsadót a kibocsátó társasághoz. Azért szükségeltetik elkülöníteni ezt a két oldalt, mert a kibocsátó társaság és forgalmazó közötti érdekellentétekből megszülető jogvitákban is ezek a szereplők kompetensek a saját oldalukat képviselve.⁸ A jogi szakértők együttesen felelnek a társaság jogi átvilágításáért, azaz minden olyan létező dokumentumot átvizsgálják, szakmailag véleményeznek, amelynek valamilyen jogi relevanciája van. A legfontosabb dokumentumok közé tartozik egyértelműen a társaság létesítő okirata, avagy alapszabálya (Kecskés et al. 2019). High-tech és IT szektorban tevékenykedő vállalatoknál kulcsfontosságú mozzanat a társaság licenceinek, szellemi tulajdonjogi védelemi iratainak átfésülése, hiszen ezen cégek növekedésének magját ezen immateriális erőforrások teszik ki. A jogi szakértők közös munkájának hatékony elősegítése

⁷ 2000. évi C. törvény a számvitelről 9/A. §

⁸ <https://www.bet.hu/Kibocsatok/vallalati-tudastar/A-tozsdei-bevezetes-lepesei>

érdekében szoktak létrehozni az IPO során jogi adatszobát, ahol a jogászoknak minden olyan eszköz és belső információ rendelkezésre áll, amely szükséges a kibocsátó társaság jogi átvilágításához (Kecskés et al. 2019).

A befektetési vállalkozások jogi szakértői jelen vannak a befektetési vállalkozással kötött forgalmazási szerződés és esetleges jegyzési garanciavállalás aláírásakor is, illetve a társaság tőzsdei bevezetéséhez szükséges kibocsátási tájékoztatóját átfésülik és próbálják megtalálni azokat a pontokat, szövegrészeket, amelyek javításra szorulnak, mert a Felügyelet másképp kifogásolhatónak tartaná a dokumentumot.⁹ A társaság jogtanácsosainak pedig az a sajátos feladatuk, hogy felügyeljék az IPO jogszabályi megfelelőségét és ehhez mérten tisztában is kell lenniük a hazai és nemzetközi tőkepiaci szabályzásokkal, különösen a tőzsdei bevezetés pénzügyi jogi háttérét biztosító a 2001. évi CXX. törvénnyel (továbbiakban Tpt.) és a 2017/1129/EU rendelettel.

2.4. Marketing és PR szakemberek

A kibocsátó társaságok a tőzsdei bevezetéshez mindenképpen felvesznek egy PR területért felelős szakembert, akik közreműködnek a nyilvános tranzakció lebonyolításához szükséges marketing és értékesítési tevékenységben. A PR szakemberek feladata továbbá az is, hogy a különböző sajtóorgánumokon megnyilvánuljanak, illetve képviseljék, képviseltessék a kibocsátó vállalatot egy olyan környezetben, ahol a befektetői kört kell meggyőzni arról, hogy a kibocsátó társaságba történő részvényekkel való csatlakozás egy olyan befektetési lehetőség, amellyel mindenképpen érdemes élni. Felkészítik a vállalat „arcait” arra, hogy mit és hogyan kommunikáljanak a befektetők részére annak érdekében, hogy megnyerjék őket (Kecskés et al. 2019). Marketingtevékenységet ugyan nem csak a kibocsátó társaság végezhet az IPO során, hanem a forgalmazó is, azonban a befektetési vállalkozások marketingje egy jóval komplexebb folyamatot ír le, amely függ az IPO részvények árazási módszerétől és a preferált befektetői körtől egyaránt.

⁹ <https://www.bet.hu/Kibocsatok/vallalati-tudastar/A-tozsdei-bevezetes-lepesei>

3. A KEZDETI NYILVÁNOS RÉSZVÉNYKIBOCSÁTÁS FOLYAMATA

A nyilvános tőkepiacra való kilépés egy egyedi folyamat a vállalatok életében. Nincs két olyan vállalat, amely teljesen ugyanolyan úton halad végig az effajta saját tőke típusú forrás megszerzéséért, kiváltképpen azért sem, mert teljesen más motivációk, indítékok, eltérő lehetőségek, befektetési környezetek és alkalmazott módszerek, eszközök vannak jelen. A részvények kibocsátása a komplexitása ellenére felosztható nagyvonalakban néhány folyamategységre. A legfőbb folyamategységnek számít Geddes (2005) alapján a társaság szervezeti és strukturális átalakítása, az ajánlati struktúra felépítése, a szükséges dokumentáció elkészítése, a marketing, árazás és részvényallokáció, valamint az aftermarket. Ezen folyamategységek további részekre is oszthatóak. Egy általános IPO folyamat Gantt-diagrammját a 5. ábra mutatja be. Az egész folyamatot az átláthatóság érdekében érdemes felosztani négy részre. Legyen először egy előkészületi fázis, amely az IPO-hoz tartozó előmunkálatokat tartalmazza, aztán pedig kezdődhet a tényleges kezdeti részvénykibocsátási folyamat két szakaszra bontva. Az első szakasz tartalmazza a társaság átvilágítását, a dokumentációs folyamatot, valamint az elemzőkkel való találkozókat. A második szakaszban le lehetők fel azon események, amelyek már a marketing és az IPO részvények értékesítéséhez szorosan köthetők. Utolsó részegység pedig magába foglalja az újonnan kibocsátott részvények árfolyamstabilizálásához, a részvények hatékony allokációjához köthető folyamatokat, amiket együttesen aftermarketnek neveznek (Zsembéry 2009).

5. ábra A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás folyamatábrája

	Elő- munkálatok	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	IPO
Szervezeti átalakulás														
Közreműködők kiválasztása														
Due diligence														
Tájékoztató összeállítás														
Tájékoztató engedélyeztetése														
Elemzőkkel való interakció														
Előzetes (informális) marketing														
Formális marketing														
Roadshow														
Könyvpítés														
Árazás														
Allokáció														

Megjegyzés: A világoskék egységek az előkészületek, a sötétkékek az első szakasz, míg a szürkék a második szakasz folyamatait jelölik. Minden egység egy hetet jelöl a részvénykibocsátáshoz viszonyítva.

Forrás: Geddes (2005), Kecskés et al. (2019) és Zsembéry (2009) alapján saját szerkesztés

3.1. Döntés a nyilvános működésről

Minden IPO ott kezdődik, hogy a vezető szervi ülésen eldöntik a tulajdonosok, hogy tőzsdére viszik a céget. A döntéshozatal során igénybe vehetnek a társaságok külsős pénzügyi tanácsadót vagy akár alkalmazhatnak belsős pénzügyi menedzsert is, aki valószínűleg nagyobb rálátással bír a társaság helyzetére. A tőzsdei bevezetésnek számtalan motivációi lehetnek. A fogalmi meghatározásnál kifejtett finanszírozási és kiszállási motiváció a két legfontosabb ugyan, de ezeknek a befolyásoló tényezőit is érdemes megvizsgálni. Honjo (2021) szerint egy társaság akkor dönt a tőzsdei bevezetés mellett, ha a tőzsdei jelenlét várható hozadéka meghaladja annak a várható előnyét, hogyha továbbra is zártkörűen működne a társaság. A nyilvános tőkepiacokra való kilépést nagy mértékben befolyásolja a finanszírozási igény. Számos valószínűségi regressziós modelleken alapuló empirikus kutatás született már az IPO-ról való döntés kapcsán, és az alábbiakban felsorolt számszerűsíthető tényezők szinte mindegyikben szerepelnek:

1. Méret
2. Életkor
3. Jövedelmezőség
4. Növekedés
5. Iparági MTB
6. Tőkeáttétel nagysága

Pagano et al. (1998) alapján a társaságok mérete és a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás valószínűsége között szignifikáns kapcsolat van. A kapcsolat abban mutatkozik meg, hogy minél nagyobb a vállalat mérete, annál inkább döntenek a tőzsdei bevezetés mellett, hiszen egy bizonyos méret fölött a társaságoknak olyan beruházási igényeik vannak, amelyhez tőkét a leghatékosabb módon a szabályozott piacon történő nyilvános részvénykibocsátás útján tudnak szerezni. A kapcsolatrendszer kiegészítendő az életkorral, hiszen Ritter (2023) által készített IPO statisztikák alapján is elmondható, hogy az tőzsdére lépő társaságok életkora inkább magas. Ez teljesen összeegyeztethető Berger-Udell (1998) által felvázolt finanszírozás növekedésciklus-elmélettel. Ámbár ezt a fajta törvényszerűséget árnyalni érdemes. Vannak időszakok, amikor nagyon sok társaság lép tőzsdére akár a kiszállás, akár a pótlólagos finanszírozási lehetőségek miatt. Ilyen „hot market” periódus volt például az ezredforduló környékén zajló dotcom válság, amikor nagyon sok, kisebb méretű cég került a tőzsdére abban a reményben, hogy a megnövekedett online értékesítésből adódó prosperitást újonnan részvényesek támogatásával még nagyobb intenzitással tudják kiaknázni. A dotcom buborék időszakában az USA-ban 5 évre, míg Európában 10 évre csökkent az IPO-t végrehajtó

vállalatok átlagéletkora (Kecskés et al. 2019). Ezzel ellentétben előfordulhat olyan időszak is, amikor nagyon kevés cég kerül tőzsdére. Ezeket nevezik „cold market”-nek. Ilyen például a 2008-as pénzügyi válság és az azt követő évek, valamint 2022-ben is meglehetősen kevés vállalat hajtott végre kezdeti nyilvános részvénykibocsátást 2021-hez képest (Ritter 2023, Statista 2023)¹⁰. Alapvetően nem csak a vállalat mérete és az életkora meghatározó az IPO során. Egyedül azt képes indikálni a befektetők felé a méret és az életkor, hogy a társaság mennyire stabil és mennyiben képes tartani a folyamatos értékesítést és bevételtermelést (Kecskés et al. 2019). Ha ezt a problémát a befektetők oldaláról közelítjük meg, akkor egy tőzsdére lépő társasággal szemben az az elvárás, hogy egy nagyon jó befektetési lehetőség legyen. Ennek pedig három legkézenfekvőbb megközelítése a jövedelemtermelőképeség, a növekedési potenciál, illetve az iparági kilátások vizsgálata. Pagano et al. (1998) alapján a jövedelemtermelőképeség és a növekedés pozitív irányú, szignifikáns kapcsolatot ír le az IPO valószínűségével összefüggésben. A jövedelemtermelőképeséget az árbevétel arányos adózás, kamatfizetés és amortizáció előtti nyereséggel (ROA), míg a növekedést az árbevétel növekedésével tették egyértelművé. Az iparági kilátásokat pedig az iparágban tevékenykedő társaságok MTB (*market to book ratio*) mutatójával, azaz könyv szerinti értékükhöz mért piaci értékükkel tették egyenlővé. Az MTB növekedése azt fejezi ki, hogy az iparágban egyre pozitívabb megítélése van a társaságoknak. Ha értéke 1-nél nagyobb, akkor az azt jelenti, hogy az iparágban a vállalatok piaci értéke együttesen és átlagosan meghaladja azok könyv szerinti értékét, azaz a társaság túlértékeltnek számít, a tőkepiaci szereplők pedig kellően pozitív hozzáállással vannak az iparággal kapcsolatban. Az utolsó tényezőként a pénzügyi tőkeáttétel jeleníthető meg. A pénzügyi tőkeáttételt Pagano et al. (1998) egy általános adósságarány mutatóval fejezte ki, amely mutató magasabb értéke csökkenő pénzügyi rugalmasságot és nagyobb eladósodottságot és ezen keresztül egyre nagyobb pénzügyi kockázatot jelent. Az IPO-val kapcsolatos motivációk között található meg pénzügyi tőkeáttétel kapcsán a tőkeszerkezet kiegyensúlyozására vonatkozó elmélet, valamint az tőkeszerkezet útfüggőségének, avagy útfüggő finanszírozás koncepciója. Előbbi szerint a társaságok minél inkább eladósodottnak tekinthető, annál inkább megy tőzsdére azért, hogy kihasználja a tőzsde által nyújtott saját tőke típusú finanszírozási lehetőségeket és csökkentsék a hiteltőke költségét (Pagano et al. 1998, Honjo 2021). Utóbbi alapján pedig minél inkább támaszkodik egy társaság a bankhitelekre, pénzügyi lízing konstrukciókra, annál kevésbé hajlandó újonnan kibocsátott részvények útján finanszírozni a beruházási projektjeit. Ezt Berger és Udell (1995) azzal magyarázza, hogy azon

¹⁰ <https://www.statista.com/statistics/733635/total-number-of-initial-public-offerings-europe/>

cégek, amelyeknek az elsődleges pénzügyi forrásuk nem a bankok felől származik, kevésbé fognak bankszektorhoz fordulni pótlólagos források szerzéséért, mégpedig azért, mert a bankok hitelezési módszerei között jelentős szerepet töltenek be az ügyfelekkel kialakított kapcsolatok és a múltbeli tapasztalatok. Jelentős kapcsolat pedig nem tud kialakulni abban az esetben, ha egy társaság inkább a saját tőke finanszírozásra támaszkodik. Bhamra et al. (2010) alapján tehát egy adott finanszírozási út választása a választott úton történő további finanszírozás előnyeit okozza, ezáltal ösztönözve van egy hitelfinanszírozásra támaszkodó vállalat arra, hogy továbbra is hitelből finanszírozza tevékenységét. A két elmélet közül számos esetben az utóbbi bizonyult igaznak nem csak európai (Pagano et al. 1998), de még távol-keleti országokban is, mint például Japánban (Honjo 2021). Ebből adódóan a pénzügyi tőkeáttétel inkább negatív tényezőnek számít az IPO valószínűségét tekintve.

1. táblázat A kezdeti nyilvános részvénykibocsátást befolyásoló kvantitatív tényezők

IPO tényezők	Méret	Kor	ROA	Növekedés	Iparági MTB	Tőkeáttétel
Kapcsolat iránya	+	+	+	+	+	-

Forrás: Pagano et al. (1998), Honjo (2021) és Bhamra et al. (2010) alapján saját szerkesztés

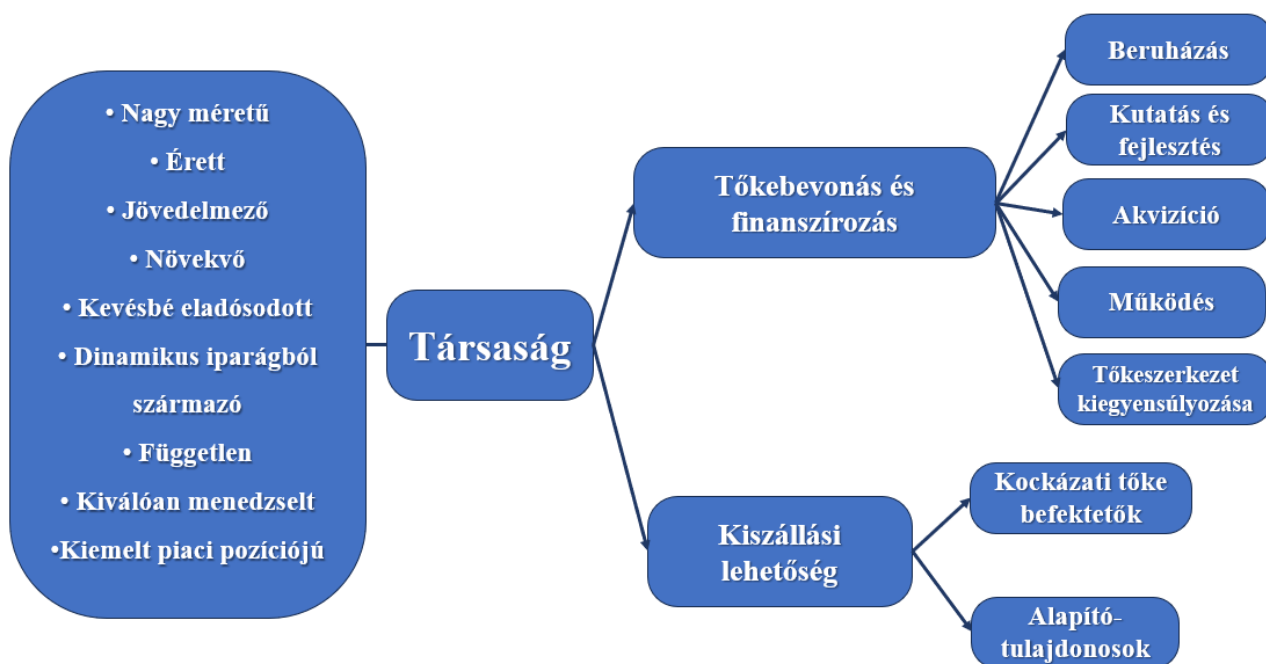
A számszerűsíthető elemek mellett meg lehet fogalmazni minőségi tulajdonságokat is a tőzsdei bevezetés mellett döntő cégekről. A tőzsdei bevezetés főbb céljai közül az exit kevésbé preferált a fejlett tőkepiacokon. Nyugat-Európában és főleg az USA-ban az IPO-t lefolytató társaságok döntő többsége új részvények kibocsátásával együtt lép tőzsdére. Ezzel szemben Kelet-Közép-Európában, így Magyarországon is, a tőzsdei bevezetés mögötti legfőbb indok a kiszállás szokott lenni. Ennek magyarázata abban lelhető, hogy nagyon sok aktuálisan tőzsdére lépő cég még közvetlen a rendszerváltások utáni időszakban jött létre és ezen vállalkozások alapítói elkezdtek nyugdíjba vonulni (Csóka-Hermann 2019). Egyfajta generáció-váltásnak a lenyomata az IPO, viszont a fejlett tőkepiacokra jellemző finanszírozási motiváció is megjelenik hazánkban egyre növekvő arányban (Szabó-Szűcs 2014). A finanszírozási igények jellemzően azért növekednek meg, mert a társaságnak lehetősége lett valamilyen jövedelmező beruházásra, kutatás-fejlesztési tervek lefolytatására, illetve vállalatfelvásárlásra, azaz akvizícióra. A fúziós tevékenységek finanszírozásában az IPO jelentős szerepet játszik. Az akvizíció fontos tényezőnek számít az IPO melletti döntésben, hiszen sok vállalat a tőzsdei bevezetést követő néhány évben számos felvásárlási ügyletet hajtott végre abból a tőkeforrásból, amelyet a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során szerzett meg (Celikyurt et al. 2010). Ezek mellett előfordulhat az is, hogy akár a mindennapi működés finanszírozása

érdekében döntenek az IPO mellett. Kiemelten fontos megjegyezni, hogy léteznek külön olyan iparágak, amelyekre inkább jellemző a tőzsdei bevezetés, mint más iparágban működő vállalatok esetén. Ilyenek például azok a dinamikusan növekvő vállalatok, amelyek magas napi szintű működési és kutatás-fejlesztéssel összefüggő költségekkel jellemezhetőek és a korai szakaszaikban jelentős kockázati tőkét vettek igénybe. Ezek közül kiemelkedő példaként említhető a biotechnológia, mint iparág (Huszák 2021). Ezen vállalatok tőzsdei bevezetése mögött viszont fellelhető egyfajta kettősség, hiszen a további növekedés érdekében újabb kutatásokat és fejlesztéseket kell véghez vinniük és egyben biztosítaniuk kell egy hatékony kiszállási lehetőséget a korábbi kockázatitőke-befektetők számára. Azonban a biotech iparág mellett az elektronika, telekommunikáció, vagy az utóbbi években sokat emlegetett elektromos autógyártás is példaként felhozható, hiszen ezen iparágakban is kulcsfontosságú szerepet játszik az innováció és annak finanszírozása. További minőségi jellemzőnek tekinthető az is, hogy a társaság menedzsmentje kikből épül fel, hiszen egy szakképzett, értékelhető szakmai múlttal rendelkező, szakmailag kellően diverzifikált csapat óriási mértékben hozzá tud járulni a társaság teljesítményéhez és tulajdonosi vagyoneérték növekedéséhez. Az adott iparágban lévő verseny, illetve az abban betöltött pozíció sem elhanyagolható szempont, mert ezek mind pozitív tényezőknek számítanak egy olyan befektető szemszögéből, aki vonzó befektetési alternatívákat keres (Kecskés et al. 2019).

Hangsúlyos szempont az IPO-t végző társaságok esetén a tulajdonlási kapcsolatok, pontosabban az a kérdéskör, hogy az adott társaság része-e egy vállalatcsoportnak leányvállalatként vagy sem. Azok a társaságok, amelyek önállóak, tehát nem tartoznak semmilyen vállalatcsoportba, sokkal hamarabb mennek tőzsdére, mint a társult, leányvállalati státuszban lévő vállalkozások. Ennek az az oka, hogy a kontrollnak jelentős szerepe van a vállalatcsoporton belül és egy nyilvános részvénykibocsátást végző leányvállalat tulajdonosi szerkezetébe bekerülhetnek olyan befektetők is, akik a kontrollt visszafoghatják (Sekhar-Lukose 2022). A részesedés hígulás vagy felhígulás egy olyan jelenség, amely során az újonnan kibocsátott részvények esetén az egy részvényre jutó saját tőke, az eredmény és a szavazati befolyás csökken. Ebből adódóan az anyavállalatoknak csökken az érdekérvényesítő képességük a céltársaságban az üzletpolitikai döntések terén (Kecskés et al. 2019). Ez ellen úgy lehet védekezni a legegyszerűbben, hogy a meglévő tulajdonos (az anyavállalat) az újonnan kibocsátott részvények arányos részét megvásárolja, jóformán a vállalatcsoporton belül finanszírozza a leányvállalatot. A vállalatcsoporton belüli finanszírozásnak pedig vannak számos kevésbé költségesebb és preferáltabb módjai is, minthogy egy leányvállalat IPO részvényeit vásárolja meg.

Az előbbieken kifejtett jellemzők, motivációk és célok tárgyalását követően meglehet mondani, hogy mégis milyen a kezdeti nyilvános részvénykibocsátást végző társaság. Egy tipikus tőzsdei bevezetésre kerülő vállalat – ahogyan ezt a 6. ábra összefoglalóan mutatja – nagy méretű, érett, jövedelmező, független, jelentős növekedési potenciállal rendelkezik, és olyan iparágban tevékenykedik, amelyik dinamikusan fejlődőnek tekinthető. Emellett hozzáértő menedzsmenttel, kiemelkedő piaci pozícióval rendelkezik versenytársaihoz képest. A tőzsdére bevezetésre kerülő cégek a tőzsdére mennek a megnövekedett finanszírozási igényeik kielégítése céljából, mert számottevő beruházási projektek állnak rendelkezésre, ígéretes innovációk érhetőek el kutatás és fejlesztés útján, illetve olyan pénzügyi befektetések, akvizíciók vannak kilátásban, amelyek kihagyása irracionálisnak tekinthető. A tőzsdei bevezetés motivációi mellett pedig tetten érhető még a tőkeszerkezet kiegyensúlyozására való törekvés is. A társaság tőzsdére lépését pedig az is motiválhatja, hogy a társaság alapító tulajdonosai vagy a korábbi informális, illetve intézményi kockázati tőke befektetők kiszállhassanak.

6. ábra Egy tőzsdére lépő vállalat tipikus jellemzői és céljai



Forrás: Pagano et al. (1998), Honjo (2021) és Kecskés et al. (2019) alapján saját szerkesztés

A fentebb kifejtett kvalitatív és kvantitatív jellemzők teljesen összeegyeztethetők a BÉT tőzsdeérettség kritériumaival, illetve az egyes részvénykategóriákban fellelhető alapvető elvárásokkal (Nagy 2016).

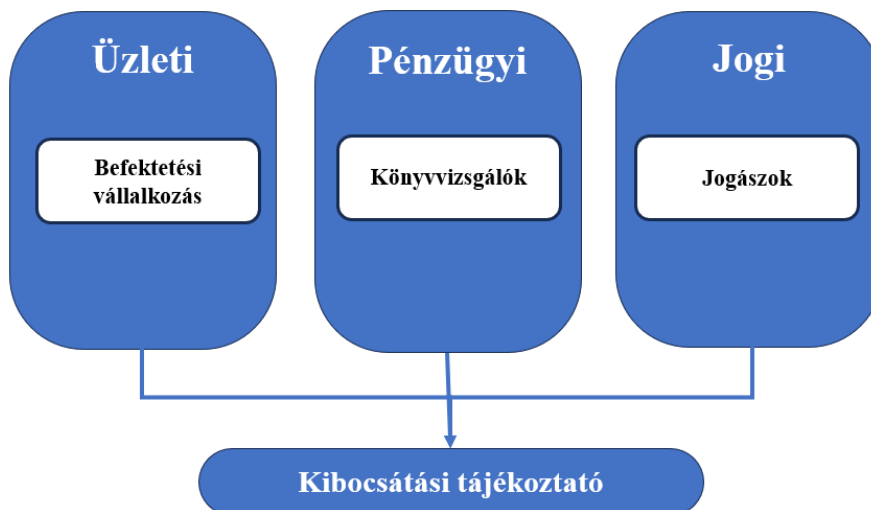
3.2. I. Szakasz

Egy megfelelő közreműködői támogatottsággal és szervezeti struktúrával rendelkező vállalat első lépései között található a due diligence, a dokumentáció és az elemzői felkészítés. Ezek mind olyan tevékenységek, amelyek még jószérivel a társaságon belül történnek és nem tartalmaznak közvetlenül semmilyen értékpapír kereskedelmi és marketing feladatot. A due diligence átvilágítást jelent, amely arról szól, hogy a közreműködők különböző ellenőrzési procedúrákat folytatnak le annak érdekében, hogy a társaságról később rendelkezésre álló információk valósak és megbízhatóak legyenek. Ezek az információk majd a tőzsdei bevezetés legfontosabb dokumentumában, a kibocsátási tájékoztatóban, másnéven a prospektusban fognak megjelenni. A kibocsátási tájékoztató egy olyan komplex dokumentum, amely minden releváns és lényeges információt tartalmaz a társaságról és a nyilvános ajánlattétel tárgyául szolgáló részvényekről, amelyek szükségesek a befektetők számára a befektetési döntés meghozatalához (Kecskés et al. 2019). A befektetők tájékozottságához pedig hozzájárulnak a szakavatott tőkepiaci elemzők munkája is, akik a társaság újonnan bevezetésre kerülő részvényeiről, illetőleg magáról a kibocsátóról készítenek szakszerű fundamentális elemzéseket. Ezekkel az elemzőkkel a társaság képviseletének szintén találkoznia kell, hogy bemutassa a céget, annak történetét és jövőjét. Az első szakaszon belül a due diligence folyamathoz és a kibocsátási tájékoztatóhoz köthető munkálatok szinkronban szoktak történni, míg az elemzői felkészítés jellemzően az első szakasz vége fele, a kibocsátási tájékoztató elfogadtatásakor aktuális.

A due diligence eljárás tipikusan az IPO, mint tranzakció előtti információs aszimmetria kezelésére szolgál, hiszen a társaság tőzsdei bevezetése előtt a működéssel kapcsolatos bizalmas információk a zártkörű működésből adódóan nem kerülhettek napvilágra, a befektetők erről nem tudhatnak. Ezen információk nyilvánosságra hozatala pedig szükséges ahhoz, hogy a társaságot a tőkepiac megfelelően, objektíven értékelje és meg lehessen határozni azokat az értékesítési feltételeket, amely mellett a befektetői kör számára hatékonyan lehet allokálni a papírokat. A megbízható információk záloga a due diligence eljárás, amely mentén biztosítani lehet azt, hogy a lehető legkevesebb esélye legyen annak, hogy pontatlan és téves információk végett a társaság vagy a befektetők közvetetten veszteséget szenvedjen el a félreárazódás miatt és a tőke hatékonytalanul kerüljön elosztásra a tőkepiacon (Kecskés et al. 2019). A due diligence eljárás több fronton zajlik. Párhuzamosan történik üzleti, pénzügyi és jogi átvilágítás és mindegyik típusú átvilágításhoz hozzá lehet társítani egy-egy közreműködőt (8. ábra). Az üzleti átvilágításért a befektetési vállalkozás, a pénzügyi due diligence eljárásért a választott

könyvvizsgáló, míg a jogi információk megbízhatóságáért a kibocsátó jogászai, valamint a befektetési vállalkozás jogi szakértői felelnek.

7. ábra A due diligence célja és szereplői



Forrás: Kecskés et al. (2019) alapján saját szerkesztés

Az üzleti átvilágítás folyamatában áttekintik a társaság üzleti és üzemi tevékenységét minden létező aspektusból. Több szakaszon keresztül ajánlatos végezni komplexitása végett. A társaság gondolatának, az ötletnek a megszületésétől át kell futni a társaságot az IPO folyamatáig. Ennek keretében felméri, hogy a társaságnak milyen válságai voltak és azokra milyen megoldásokat voltak képesek felmutatni. Legtipikusabb üzleti due diligence eszközök közé sorolható a környezetelemzés. Makro- és mikroelemzéseket végeznek azért, hogy jól körülírható legyen a társaság szempontjából lényeges piac, annak szereplői, versenytársak és piaci tendenciák. Kifejezetten nagy hangsúlyt fektetnek arra, hogy a múltbéli és jövőbeli eredményekre ható külső tényezőket feltárják. A vállalatra vonatkozó elemzések egyik legnépszerűbb eszköze a SWOT analízis, illetve a stakeholder-elemzés. A SWOT analízis segítségével felméri a társaság erősségeit, gyengeségeit, lehetőségeit és veszélyeit, míg a stakeholder-elemzés segítségével be tudják azonosítani a társaság legjelentősebb beszállítóit, valamint vevőit, ügyfeleit. Létezhet olyan is, hogy a befektetési vállalkozás külső HR szakértőt is igénybe vesz annak érdekében, hogy a menedzsment és a vállalat munkatársainak szakképzettségét, kompetenciáit objektíve értékeljék, hiszen az is egy fontos része a működési folyamatok megértésének, hogy megismerjék azokat, akik egyáltalán működtetik a társaságot. Sor kerülhet az üzleti due diligence során arra, hogy a befektetési vállalkozás helyszíni szemlét is végez annak érdekében, hogy objektíve megtekintsék a vállalat eszközállományainak legfontosabb elemeit, különös figyelmet fordítva a gyártóberendezésekre és az ingatlanokra (Kecskés et al.

2019). A pénzügyi átvilágítás során minden releváns pénzügyi és számviteli kérdésre választ keresnek a választott könyvvizsgáló koordinálásában. A társaság múltbeli és jövőbeli, várható pénzügyi eredményeire koncentrálnak elsősorban. A jövőbeli eredményre vonatkozóan kritikus elemnek számít a nyereségelőrejelzés, amit a menedzsment állít össze, azt a könyvvizsgáló csupán minősíti, nem pedig megerősíti.¹¹ A múltbeli eredmények kapcsán az auditor áttekinti a társaság beszámolóit visszamenőlegesen. További elemzések tárgyát képezi az, hogy hogyan lehetne kialakítani egy gazdaságosabb és hatékonyabb számviteli információs rendszert a befektetői közösség elvárásainak történő megfelelés érdekében. A pénzügyi due diligence végén a könyvvizsgáló egy megerősítő nyilatkozatot tesz, amelyben igazolja, hogy a prospektusban szereplő pénzügyi jellegű információk a valóságnak megfelelnek és kétségtelenül megbízhatóak (Kecskés et al. 2019). A jogi due diligence során pedig az összes társasági, üzleti jogi kérdéskörhöz kapcsolódó dokumentumot áttekintik a jogi szakértők. Tevékenységük végén kiállítanak egy jogi szakvéleményt, amely szintén szerepel a kibocsátási tájékoztatóban.

A társaság átvilágítása során végig olyan információkat állítanak elő, amelyeket a prospektusban fel kell használni. Észrevehető, hogy a közreműködők közül a központi szerepben a befektetési vállalkozás áll, aki akár az egész due diligence folyamatot is vezetheti. A befektetési vállalkozás – ellentétben a vállalat menedzsmentjével – rendelkezik a due diligence követelményeire és folyamataira vonatkozó tapasztalattal és tudással. Ebből a szempontból is nagyon fontos kritérium, hogy az adott iparágban releváns tapasztalattal és presztízzsel rendelkezzen a forgalmazó. A megfelelő mennyiségű iparági tapasztalat hatékony és gyors átvilágítást eredményezhet, míg a presztízs a befektetők kockázatérzékelésének csökkenését okozza, hiszen egy befektetői körökben híres befektetési vállalkozás alapos és átfogó due diligence eljárást sugall. A befektetési vállalkozás kifejezetten nagy figyelmet fordít azokra az elemekre, amelyeknek a tőketörténeti és az üzleti tervi relevanciája van. Ezen dokumentumok amúgy is kulcsfontosságúnak számítanak a prospektus összeállításában.

A tőzsdei bevezetés kísérő levele a befektetők részére a kibocsátási tájékoztató, avagy prospektus. Ez egy hármas funkciójú dokumentum, ugyanis azon kívül, hogy törvényi kötelezettség az elkészítése, egyben pénzügyi információs bázisként és marketingeszközként is szolgál. A tájékoztató legfőbb szerepe az, hogy a befektetők esetleges félrevezetésével kapcsolatos felelősséget csökkentse, ez indokolja a 300-400 oldalas terjedelmét is (Kecskés et al. 2019). Minél hosszabb, minél részletesebb a kibocsátási tájékoztató, annál kevésbé lehet

¹¹ <https://www.bet.hu/Kibocsatok/vallalati-tudastar/A-tozsdei-bevezetes-lepesei>

felelősségre vonni a dokumentációért felelős személyeket. A tájékoztató információs halmaza meglehetősen változó, hiszen értékpapír-kibocsátásonként és kibocsátónként eltérő. A prospektust a hármas funkcióját figyelembe véve kell összeállítani mindamellett, hogy megfeleljen a megcélzott tőzsde prospektus elkészítési és közzétételi szabályzatának. Egy jó kibocsátási tájékoztató megfelel a törvényi előírásoknak, tőzsdei szabályzatoknak, a lehető legnagyobb mértékben csökkenti a felelősséget, illetve kedvező benyomást kelt és vásárlásra ösztönöz. Tartalmában pedig az értékpapír megítéléséhez szükséges információkat maradéktalanul tartalmazza, pontos képet nyújt a felajánlásra kerülő részvényekről, azok nyilvános ajánlattételéről, a kibocsátó vállalat üzleti várakozásairól, pénzügyi helyzetéről, és tőkestruktúrájáról időben visszamenőlegesen is. A társaság üzleti és üzemi tevékenysége is bemutatásra kerül. Ezen információk előállítása, beillesztése, megszővegezése, megszerkesztése relatíve sok időt vesz igénybe. Ha nagyon sok feldolgozandó adat kerül elő a due diligence eljárás alatt, akkor ez két hónapot is igénybe vehet.

A prospektus vázlatos tartalma hasonló módon kerül meghatározásra minden országban. Magyarországi és európai uniós szabályozás szempontjából a 2017/1129/EU rendelet és a Tpt. mérvadó. A prospektus tartalmára vonatkozó szabályok végig a befektetővédelem mentén fogalmazódnak meg, hiszen a tőkepiacon az információ egy olyan tényezőnek számít, amely a befektetői bizalom emelése, illetve a tőkepiac optimális működése vonatkozásában elengedhetetlennek bizonyul. A rendelet szerint lehetséges a kibocsátási tájékoztatót két féle módon elkészíteni. Egyik megoldás alapján az egész tájékoztató egyetlen dokumentumból áll, míg a másik esetben különálló dokumentumokból épül fel. Magyarországon az utóbbi érvényesül, azaz külön létezik dokumentum a tájékoztatón belül a kibocsátó társasághoz és külön a nyilvános ajánlattételre kerülő részvényekhez köthetően. A kibocsátó általános jellemzését tartalmazó dokumentumot nevezik regisztrációs okmánynak, míg a tőzsdére bevezetésre kerülő meglévő és újonnan kibocsátásra kerülő részvényekről szólót értékpapírjegyzéknek. A regisztrációs okmányban fellelhetőek technikai és tartalmi jellegű információk. Technikai információk közé sorolható a kibocsátó adatai, személyi és szervezeti felépítésre vonatkozó információk. A tartalmi elemek lényeges pontjai közé pedig a kibocsátó működési és pénzügyi kockázati tényezői, üzleti áttekintése, üzleti tevékenysége, tőkeforrásai, kapcsolt felek, a jellemző iparági trendek és nyereség-előrejelzés sorolható. Ezek mellett szerepeltetni szükséges az eszközökre, forrásokra, pénzügyi helyzetre és eredményre vonatkozó pénzügyi információkat is. Az értékpapírjegyzékben szerepel a részvénykibocsátás oka, azaz a részvényforrásból származó tőkeforrás gyűjtésének felhasználási célja, hogyha részvénykibocsátás útján történő tőkeemelésre kerül sor az IPO során. A szabályozott piacra

történő bevezetésre kerülő részvényekre vonatkozó jogokat és az ajánlattétel részletkérdéseit is tartalmazza. Utóbbit illetőleg kiemelten fontos az ajánlattétel idejére, jegyzési eljárás menetére, jegyzési garanciavállalásra, túljegyzésre és aluljegyzésre, árképzésre, forgalmazási tervre, allokációra, befektetési szolgáltatók kilétére, az IPO tranzakció bevételeire és becsült költségére kitérni. Az értékpapírijegyzék és a regisztrációs okmány lerövidített, könnyebben értelmezhető kivonatát a tájékoztató elején lévő összefoglaló tartalmazza (9. ábra).

8. ábra A prospektus tartalma



Forrás: 2017/1129/EU rendelet alapján saját szerkesztés

Ha a kibocsátási tájékoztatók dokumentumai közül egyfajta fontossági rangsort kellene felállítani, akkor kétségtelenül az összefoglaló lenne a kardinális. A befektetők többsége sajnos csak az összefoglalóig jut el és csak azt olvassák el, dacára annak, hogy az összes összefoglalóban szerepel az alábbi mondat: „Részvényekbe történő befektetésről szóló döntést a Tájékoztató egészének ismeretében lehet meghozni”. Az uniós rendelet komoly, tételes tartalmi, illetve formai előírást ír elő az összefoglalókra a könnyű összehasonlíthatóság végett. Az összefoglaló legfontosabb formai követelménye az, hogy maximális terjedelme hét db A4-es kinyomtatott oldal lehet könnyen olvasható megjelenítéssel és elrendezéssel. Az összes összefoglalóban fellelhető az IPO statisztikai adatai, a kibocsátó rövid működési és pénzügyi áttekintése, valamint a prospektus felelősséghez köthető személyek, intézmények. A kibocsátási tájékoztatók hírhedt eleme a „szokásosnál eltérő kockázat” feltüntetése, amelyet a Felügyelet állapít meg az prospektus engedélyeztetési eljárás során. Az IPO-ra vonatkozóan elég egyszerű szabály van a szokásosnál nagyobb kockázat meghatározására a Felügyelet felől, mégpedig a prospektus felelősség kérdésköre. A prospektus felelősség a tájékoztatóban

szereplő információkért való felelősséget jelenti. Alapvetés, hogy a tájékoztató tartalmáért az információk előállításáért felelős személyek felelnek, tehát a forgalmazó is. A Tpt. alapján abban az esetben lehet indítani kereseti eljárást a felelős ellen, hogyha az értékpapír tulajdonosa valamilyen módon károsul a tájékoztató félrevezető vagy elhallgatott tartalma miatt. Ilyenkor pedig a kibocsátó, a forgalmazó, az ajánlattevő vagy a szabályozott piacra, multilaterális kereskedési rendszerbe történő bevezetését kezdeményező személy felel részvények esetében.¹² Ez a felelősség pedig nem korlátozható semmilyen módon, a felelősségvállalásra vonatkozóan pedig nyilatkozatot is kell tenni és azt szerepeltetni szükséges a tájékoztatóban. A prospektus felelősség lehet egyetemleges vagy megállapodás függő. A Tpt. alapján főszabály szerint egyetemleges a felelősség a befektetőknek okozott kárért, ám más európai uniós tagállamban előfordulhat az egyetemlegestől eltérő felelősség és ilyen esetekben szükséges megjelölni IPO során a szokásostól eltérő kockázatú jelzőt a tájékoztató elején és feltűnő módon kell feltűntetnie a forgalmazónak az értékpapír kereskedelmi kommunikációban. Mivel Magyarországon nem lehet az egyetemleges felelősségtől eltérni, így a szokásostól eltérő kockázat irrelevánssá vált az IPO kapcsán, ha a részvények szabályozott piacra kerülnek.¹³

Az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor – ezáltal az IPO esetében is – szükséges összeállítani egy hirdetményt a tájékoztató mellé. A hirdetmény egy nagyon rövid szövegezés, amely lényegében csak egy felhívás lenne a részvényekbe történő befektetés lehetőségéről a befektetői közösség számára. Tartalmilag a hirdetmény arra ad választ, hogy melyik társaság a kibocsátó, milyen értékpapírt mekkora mennyiségben bocsát ki és a kibocsátás jár-e tőzsdei bevezetéssel. Továbbá azt is leírják benne, hogy mikor lesz a kibocsátás, a bevezetés várható ideje és azt is, hogy a befektetési döntés meghozatalához szükséges tájékoztatót hol lehet elérni (Kecskés et al. 2019).

Amennyiben a prospektust a hirdetménnyel együtt a közreműködők segítségével sikerült összeállítani, akkor a Felügyelet számára el is lehet küldeni engedélyeztetési eljárásra. Ez úgy történik, hogy a kibocsátó társaság a tájékoztató és a hirdetmény tervezetét kereshető elektronikus formában, kereszthivatkozások jegyzékével és engedélyeztetési kérelemmel együtt elküldi a Felügyelet részére. A felsorolás kiegészítendő újonnan kibocsátott részvények esetén a befektetési szolgáltatóval kötött szerződéssel, jegyzési vagy aukciós ív tervezettel, értékpapír szövegtervezettel. Egy IPO-ra vonatkozó engedélyeztetési kérelem elbírálására az MNB-nek a Tpt. alapján húsz munkanapja van.¹⁴ Hiánypótlásra és kiegészítésre vonatkozóan a

¹² 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 29 §

¹³ Hatályon kívül lett helyezve a 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 38 §-a 2019-ben

¹⁴ 2001. évi CXX. törvény 389. § (3)

Felügyelet küldhet értesítést a kibocsátó részére. Az felügyeleti eljárásért igazgatási szolgáltatási díjat kell fizetni, amelynek összege 1.100.000 forint.¹⁵ Az MNB a kapuóri szerepében meglehetősen sokszor él a hiánypótlásra történő felszólításával az úgynevezett pro-forma pénzügyi információk kapcsán. A pro-forma információk a tranzakciók előtti előzetes információkra utal. Jellemző probléma szokott lenni az, hogy nem megfelelő számviteli keretrendszerrel használnak, ugyanis nem készültek fel az IFRS alkalmazására vagy a pro-forma pénzügyi információkat különböző számviteli információs rendszerek vegyítésével állították elő. Tipikus eset, hogy az apport értékelések hibásak, kifejezetten az immateriális javak esetében (File 2018). Az MNB az engedélyeztetési eljárás során mindvégig figyel arra, hogy a nyilvánosságra kerülő tájékoztató érthető, teljes és következetes legyen. Amennyiben elfogadásra kerül az engedélyeztetési kérelem, a prospektus az elfogadástól számítva egy évig érvényes és az elfogadott tájékoztató felhasználható az Európai Unió más tagországában is az Európai Unió egységes belső tőkepiaci reformjainak köszönhetően, ugyanis a prospektusoknak az elfogadást követően egységes európai útlevele van és ezt ki lehet használni abban az esetben, ha egy magyar kibocsátó nem csak a BÉT-re tervezi bevezetni a papírjait (Kecskés et al. 2019). A tájékoztatók nyelve az megcélzott tagállamok illetékes hatóságai által elfogadott nyelv alapján határozódik meg. Magyarországon az MNB által elfogadott nyelv a magyar és az angol. Amennyiben több tagállam tőkepiacait is megcélozza egy kibocsátó, akkor a nemzetközi pénzügyi szférába szokásos nyelv dominál, amely jószerivel az angol nyelv. A kibocsátási tájékoztatót és a hirdetményt IPO esetében az ajánlattétel előtt hat munkanappal nyilvánosan elérhetővé kell tenni az alábbi helyeken (2017/1129/EK):

1. Kibocsátó, ajánlattevő vagy szabályozott piacra történő bevezetést kérelmező honlapja
2. Értékpapírokat elhelyező vagy értékesítő pénzügyi közvetítők honlapja
3. Azon szabályozott piac honlapja, amelyre a bevezetést kéri

A tájékoztatót és a hirdetményt könnyen elérhető módon, letölthető, kinyomtatható formában kell közzétenni. A fenti felsorolás mellett gyakorlatban előfordulhat, hogy papír alapon a hirdetményt több régióban vagy országban forgalmazott újságban vagy szaklapban közzéteszik, de a fordítási és nyomtatási költségek végett elhanyagolható szerepük az IPO során (Kecskés et al. 2019).

¹⁵ <https://www.mnb.hu/felugyelet/felugyeleti-keretrendszer/felugyeleti-hirek/hirek-ujdontsagok/tajekoztatas-a-magyar-nemzeti-bank-altal-igazgatasi-szolgaltatasi-dijfizetesi-kotelezettséghez-kotott-hatosagi-eljarasok-korenek-valtozasarol>

A kezdeti nyilvános kibocsátás I. szakaszának harmadik jelentős tevékenysége az elemzőkkel folytatott kommunikáció, avagy az elemzői felkészítés. Az elemzők kifejezetten nagy szerepet töltenek a részvények értékesítése kapcsán, ezért kiemelt figyelmet érdemes rájuk szentelni az IPO során. Ezek az elemzők többnyire a forgalmazóhoz tartozó pénzügyi elemzők, minthogy teljesen független elemzők. Az elemzői felkészítés során a kibocsátó külön összeállítja a tőketörténetét, prezentációkat tartanak az elemzők számára. Lényegében elsőként az elemzőket próbálják meggyőzni arról, hogy a társaság egy megfelelő befektetési döntés. A társaság elemzéséről az elemzők először egy elemzési tervezetet készítenek, majd eljuttatják azokat a befektetők számára. Ezek az elemzések elfogulatlan módon vannak megfogalmazva és javaslatot a vételre nem tartalmaz. Kizárólagosan a befektetői közösség objektív informálódását szolgálja az elemzők tevékenysége, azonban fel lehet fedezni komoly informális érdekkonfliktusokat az elemzők munkájával kapcsolatosan kiváltképpen, ha az elemzők a forgalmazón belül végzik tevékenységüket. Geddes (2005) alapján egy három szereplős konfliktusrendszer épül fel az elemzők köré. Ezen szereplők pedig maga a forgalmazó, a kibocsátó és a befektetői kör. A befektetési szolgáltató oldaláról az a probléma, hogy az üzleti partnerek megnyerése és megtartása érdekében elvárja, hogy a házon belüli elemzői segítség a munkájukat. A kibocsátó oldalán az a probléma merül fel, hogy a kibocsátó társaság elvárja az elemzőktől, hogy támogassák a kezdeti nyilvános kibocsátást és meglehetősen vonzó befektetési lehetőségnek tüntessék fel elemzéseik során, akár az objektivitás határait súrolva. A befektetői közösség – főleg az intézményi befektetők – felől pedig az az egyértelmű igény merül fel, hogy elfogulatlan, szofisztikált és hiteles elemzéseket, valamint véleményeket olvashassanak (Kecskés et al. 2019).

3.4. II. szakasz

A kibocsátási tájékoztató elfogadását és közzétételét követően pedig elkezdődhet a kibocsátó részvényeire vonatkozó értékesítési és marketing tevékenység. A II. szakasz lényegében magában foglal minden kommerciális tevékenységet a marketingtől kezdve az ár képzésen keresztül az allokációig. Alapvetően a marketing tevékenység az egész szakaszon végigvonul, viszont az effektív értékesítési és forgalmazási tevékenység csak a szakasz végéhez közeledve valósul meg a jegyzési eljárás időtartama alatt, amely nem szokott hosszadalmas lenni (Geddes 2005).

A marketing magában foglal minden olyan tevékenységet és kommunikációt az IPO kapcsán, amely a részvényekre vonatkozó nyilvános ajánlattételére vonatkozik és kifejezetten az értékpapírok jegyzésére, megszerzésére buzdítja a befektetőket, a kibocsátó részvényeit

népszerűsíti. Az egész marketingtevékenység alatt megvalósuló kommunikációnak következetesnek és tartalmában megegyezőnek kell lennie a kibocsátási tájékoztatóval. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás marketingje mindig többlépcsős és célja az, hogy a társaság helyzetét a befektetők reálisan értékeljék és ezt az értékelést valamilyen ár indikáció formájában megszerezzék, hiszen ez jó alapot szolgálhat a végső ajánlati ár meghatározásához (Kecskés et al. 2019). A marketingtevékenység jelentős tranzakció mérettől és megcélzott befektetői köröktől függő költségekkel jár, tehát a marketingköltségek inkább változó tranzakciós költségnek tekinthetők az IPO során.

A marketingtevékenység felosztható két szakaszra, mégpedig egy előzetes, informális marketingre, amelyet főként a piackutatással, igényfelméréssel lehet azonosítani, illetve egy formális marketingre, amely egy tényleges marketingkampányt jelent. Az informális marketing során a forgalmazó képviselői találkozókat szerveznek le a legjelentősebb potenciális befektetőkkel, jellemzően intézményi befektetőkkel, akik már az elemzői véleményezéseket feltételezhetően megkapták és elolvasták. A találkozókon bemutatják számukra részletesebben a kibocsátót, mint befektetési lehetőséget és az árazás legfontosabb tényezőit. Ezt a folyamatot nevezik *pilot fishing*-nek. Előfordulhat azonban az is, hogy a befektetők más körét is megkeresik a befektetési vállalkozások például telefonos kapcsolatfelvétel útján és egy előre meghatározott formanyomtatványon összegyűjtik azokat az információkat, amelyek a befektetők befektetési lehetőség kapcsán produkált reakcióikra és a javasolt ár intervallumra vonatkoznak (Geddes 2005). A formális marketingtevékenység csúcspontja maga a vállalati roadshow. A roadshow kifejezetten a kisbefektetők és magánbefektetők számára szerveződik, de ezeken az alkalmakon intézményi befektetők is szép számban megjelennek. Próbálják maximum fél órás, nagyívű, biztató, erőteljes és pezsgő előadásokkal bemutatni a társaság tevékenységének minden fontos részletét és a releváns információkat a befektetési lehetőségről. Az előadásokat követően pedig a befektetők kérdéseket tehetnek fel a kibocsátó számára vagy akár informálisabb körülmények között kisebb csoportokban is szervezhetnek további találkozókat a jelentős befektetői kör számára, hiszen ez az első alkalom, amikor a befektetői közösség ténylegesen találkozik a kibocsátó menedzsmentjével, képviselőivel (Kecskés et al. 2019).

A marketingtevékenység folyamata közben elkezdődhet az ajánlati struktúra kialakítása az igényfelmérések és piackutatások alapján és maga az értékpapírok tőzsdére történő bevezetése. Az ajánlati struktúra összeállításánál kritikus kérdés a megcélzott befektetői kör. A megcélzott befektetői körök számára vonatkozó ajánlatokról forgalmazási terv készül. A pénzügyi szakirodalomban az egyes befektetői köröket szeleteknek, *tranche*-oknak nevezik és

egyes *tranche*-okra vonatkozóan különböző marketingkommunikációs stratégiákat, eltérő árazási és forgalmazási módszereket alkalmazhatnak. Legjelentősebb befektetői típusok közé sorolható a kisbefektetők és az intézményi befektetők mellett a társaság alkalmazottjai is. Amennyiben a kibocsátó és a befektetési vállalkozás az egyes szeleteket elkülöníti egymástól, azt az értékpapírszerződésben mindenképpen szükséges feltüntetni. Az IPO kapcsán a kibocsátók fenntarthatnak bizonyos számú részvényt a bennfentes személyek (társaság meglévő tulajdonosai, azoknak családtagjai, barátai) számára, akik a részvények allokációja során elsőbbségi bánásmódban részesülnek. A részvények elosztásába a befektetési vállalkozásnak jelentős beleszólása van az árazási és forgalomba hozatali módszertől függően. Az kezdeti nyilvános részvénykibocsátások túlnyomó többségében a részvényallokációt a befektetési vállalkozás tervezi meg. Ehhez köthető egy morálisan és jogilag kifogásolható jelenség, mégpedig a preferenciális részvényallokáció, másnéven *spinning*. A *spinning* során a forgalmazó ismerve a piaci kondíciókat – kiváltképp a keresletet és a kínálatot – olyan árat és olyan allokációs tervezetet tud implementálni, amely segítségével jelentősen ki tudja szolgálni az üzleti érdekeit. Nagyon vonzó és felfelé mutató piaci trendek esetén a forgalmazó olyan árat határozhat meg, ahol a kereslet meghaladja a kínálatot és saját érdekei mentén szétoszthatja a részvényeket. Jellemzően az kibocsátó társaság, mint ügyfél igazgatósági tagjainak és legjelentősebb, üzleti szempontból pótolhatatlan befektetőknek juttatják el a részvényeket garantált árfolyamnyereséggel annak reményében, hogy a későbbiekben is az adott forgalmazó szolgáltatásait veszik akkor igénybe (Kecskés et al. 2019). A jegyzési eljárás előtt kialakul a végleges ajánlati ár valamilyen ármeghatározási módszertan alapján, amelynek fajtáit a következő fejezetben fejtem ki. Az forgalomba hozatal során a befektetők jelzik a vételi szándékukat az adott kibocsátási árfolyam mellett, azaz lejegyzik a papírokat vagy az IPO részvényekre vonatkozóan megmondják mekkora az a maximális ár, amelyet még hajlandóak lennének megfizetni, azaz licitálhatnak. A jegyzési eljárás időtartama Magyarországon a Tpt. alapján nem lehet kevesebb, mint három munkanap és a jegyzési eljárás során a forgalmazó a kibocsátóval kötött szerződése alapján végzi el a részvények nyilvános értékesítését az elsődleges piacon. A forgalomba hozatal során az első három jegyzési napon beérkező értékpapír vásárlásra vonatkozó nyilatkozatot tett részvényesek azonos elbírálás alá esnek, függetlenül attól, hogy milyen sorrendben, mikor jegyezték a társaság részvényeit.¹⁶ A jegyzési eljárás alternatívája az aukciós eljárás. Míg a jegyzési eljárásnál a befektetők az értékpapír megszerzésére vonatkozóan nyilatkozatot tesznek feltétlenül és visszavonhatatlanul a jegyzési

¹⁶ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 48. – 49. §

árfolyamon, addig az aukciós eljárás során vételi ajánlatot tehetnek az általuk reálisnak gondolt árfolyamon (Kecskés et al. 2019). A forgalmazás során előfordulhat, hogy a befektetők több részvényt szeretnének vásárolni, mint amennyi fel lett ajánlva számukra. Abban az esetben, ha a részvények minimális lejegyezendő értékösszegéről a kibocsátási tájékoztatóban rendelkeztek, akkor a papírok túljegyzéséről van szó. Ha a prospektusban előírták a jegyezhető részvények maximális összegét is, akkor nincs apelláta, annál többet elfogadni nem lehet és túljegyzésről ilyenkor nem lehet szó. A túljegyzést vagy aukciós túlkeresletet a kibocsátó az értékpapírjegyzékben foglaltak szerint kezeli. A túljegyzést vagy elfogadja vagy elutasítja, viszont az elutasítás esetén dönteni kell arról, hogy milyen rendszer alapján fogadja el az előre meghatározott tranzakciós összeget és mely részvényjegyzések, aukciós ajánlatok kerüljenek elfogadásra. Az allokáció során pedig az értékpapír kibocsátási árfolyamát is megfizethetik a befektetők, ezzel teljesítve részvényesi kötelezettségüket, a kibocsátó pedig hozzájut a részvénytőke forráshoz. A forgalomba hozatali eljárás eredményét és tényét a lezárást követő öt napon belül meg kell küldeni az MNB számára.¹⁷

A forgalmazási terv és az ajánlati struktúra megalkotásával, végrehajtásával egyidejűleg megtörténik a tőzsdei bevezetése. Magyarországon ez a folyamat először a KELER megkeresésével kezdődik. A KELER-től szükséges kérni egy olyan nyilatkozatot, amelyben elszámolóház leírja, hogy a bevezetési kérelmezésre kerülő részvényeket tőzsdei elszámolásra, értékpapírszámla-vezetésre és értékpapírnyilvántartásra befogadja. Ezután a BÉT honlapján letölthető bevezetési kérelmet és kapcsolódó dokumentumokat kell kitölteni, amelyhez csatolni kell a prospektust, az Felügyelet jóváhagyását, valamint a KELER nyilatkozatát. A bevezetési kérelem befogadását követően a BÉT tartalmi és formai szempontok alapján mérlegeli, hogy elfogadja-e a kérelmet vagy sem. A tőzsde vezetősége dönt erről és az elbírálásra harminc nap áll rendelkezésre, amely időtáv a hiánypótlások, kiegészítésekre vonatkozó felszólításokkal meghosszabbodhat. Miután a BÉT a dokumentációt megfelelőnek tartotta, dönt a bevezetési kérelem elfogadásáról, felveszik az értékpapírt a Terméklistára és megindulhat a tőkepiaci kereskedelem a kibocsátó részvényeivel.¹⁸

¹⁷ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 48. §

¹⁸ <https://www.bet.hu/Kibocsatok/vallalati-tudastar/A-tozsdei-bevezetes-lepesei>

4. AZ IPO RÉSZVÉNYEK ÁRAZÁSA, A KÖNYVÉPÍTÉS

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás vonatkozásában az IPO részvények kibocsátási árfolyamának meghatározása óriási jelentőséggel bír, hiszen ennek mértéke jelentősen befolyásolja a tranzakció bevételeit. A kibocsátónak alapvető érdeke, hogy a tranzakcióból származó bevétel az adott piaci körülmények mellett a lehető legmagasabb legyen. A forgalmazóval együttműködve három megoldást tudnak találni az árazásra és egyben forgalmazásra, mégpedig a fix áras ajánlati ármeghatározást, a könyvépítést, valamint az aukciós eljárást. Az egyes árazási módzatoknak speciális allokációs, technológiai és marketingvonzatai vannak, amelyeket szintén figyelembe kell venni akkor, amikor erről tárgyal a kibocsátó a forgalmazóval vagy az IPO lebonyolításáért felelős személyekkel (Kecskés et al. 2019). Draho (2006) szerint a kibocsátók a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások 80%-ában a könyvépítés mellett teszik le a voksukat, dacára annak, hogy az internet és a telekommunikáció fejlődésével az online aukciók is elérhetővé váltak, így célszerűnek tartom bemutatni a könyvépítést, mint árazási és forgalomba hozatali módszert.

IPO részvények árazásánál mindig egyfajta kiinduló alapnak számít a vállalat értéke. Dolgozatomban nem kívánok részletesen kitérni a vállalatértékelés módszertanára, csupán kettőt szándékozok megemlíteni. A befektetési vállalkozások vagy összehasonlításon alapuló vállalatértékelést vagy fundamentális értékmeghatározást használnak. Előbbinek lényege az, hogy megfigyeli a forgalmazó, hogy egy hasonló, már nyilvánosan működő társaságnak mekkora értéke van. Erre tökéletes indikátor lehet a referencia társaság piaci kapitalizációja. Nyilvánvalóan ez a módszer a fejlett tőkepiacokon alkalmazható a leghatékonyabban. A fundamentális értékelés pedig a diszkontált cash flow módszerként egyértelműsíthető (Geddes 2005). A befektetési vállalkozások a vállalatértékelésből kiindulva meghatároznak egy kezdeti ársávot, amelyet a későbbiekben egyre szűkítenek addig, míg a befektetési vállalkozás és a kibocsátó társaság az újonnan rendelkezésre álló információk alapján pontosan meg tudja határozni a kibocsátási, jegyzési árfolyamot (Kecskés et al. 2019). Az előbb felvázolt folyamat csak a fix áras ajánlat és a könyvépítés kapcsán érvényesül, az aukciós eljárásnál korlátozott formában kerül erre sor. Magyarországon a Tpt. mindhárom forgalmazási módszerre biztosít lehetőséget bizonyos keretek között.

Draho (2006) leírása alapján a könyvépítés egy olyan árazási módszer, amely kizárólagosan csak jegyzési garanciavállalással értelmezendő. A könyvépítés során a forgalmazó igyekszik felmérni a piaci kondíciókat úgy, hogy felépíti a befektetők felől érkező igényléseket tartalmazó könyvet. Innen ered az árazási módszer neve is. A könyvépítés

folyamata alatt a forgalmazó és kibocsátó kiterjedt marketingtevékenységet végez, amely során a befektetők felveszik a kapcsolatot a befektetési vállalkozással és érdeklődnek az IPO részvényekről, valamint jelzést adnak arról, hogy mennyit vásárolnának meg belőle bizonyos árszintek mellett. Tehát a könyvépítés során a végső ár kialakulása előtt a befektetőktől ár indikációkat, jelzésértékű vételi ajánlatokat gyűjtenek össze azon „könyv” összeállítására, amely könyv reprezentálja magát az IPO részvények iránti piaci keresletet és nem csak ár és mennyiség tekintetében, de más keresleti dimenziókat figyelembevéve is (Kecskés et al. 2019). A könyvépítés a kibocsátó roadshow-jával egyidőben történik, a folyamat végén pedig forgalmazó határozza meg a kibocsátóval való konzultáció során a végső árat. A jegyzési eljárás kezdete után pedig a forgalmazó a jegyzési garanciavállalásnak megfelelően átveszi a részvényt csomagot, majd gyorsan tovább értékesíti – általában kevesebb, mint 24 órán belül – hiszen ilyenkor befektetők a könyvben leírt vételi ajánlatukat megerősítik a kihirdetett végleges jegyzési árfolyam mellett. Draho (2006) szerint a befektetési vállalkozásnak a könyvépítés során sokkal nagyobb mozgástere van a részvények elosztásának és árazásának kérdésében.

Kecskés et al. (2019) érveket sorakoztat fel amellet, hogy a befektetési vállalkozás szerepe a könyvépítési tevékenységével jelentősen hozzá tud járulni az IPO sikerességéhez. Egy magas presztízsű forgalmazó közreműködői jelenléte a befektetőket arra ösztönözheti, hogy részt vegyenek a IPO-ban. Ezt a fajta részvételi hajlandóságot az befektetési vállalkozás házon belüli elemzői, illetve a marketing szakemberei fokozhatják is. A befektetési vállalkozás keresletgenerálási képessége a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás finanszírozási bevétele tekintetében kihasználható és kívánatos dolog a kibocsátó szemszögéből, még akkor is, ha ez többletköltséggel jár. További jelentős pozitív hozadéka a könyvépítésnek, hogy az allokáció felett sokkal nagyobb kontrollálási lehetősége van a forgalmazónak, ezáltal ki tud alakítani olyan szeleteket, amely mentén maximalizálni lehet a kibocsátó bevételeit és egy olyan befektetői kört lehet a kibocsátó társaság felé terelni, amely mellett egy megbízható, határozott és megfontolt elképzelésekkel rendelkező, biztos tulajdonosi struktúra alakul ki. Ráadásul a befektetési vállalkozásoknak kiterjedt kapcsolata van az intézményi befektetőkkel és őket is be lehet vonni szép számban az IPO-ba, ahogy a gyakorlatban meg is teszik. A megcélzott befektetők 70%-a intézményi befektetőnek minősül, míg a maradék 30% a kisbefektetői és munkavállalói szeletekbe tartozik általában. Ez azért van így egyrészt, mert a kisbefektetők jobbra értékelhető elemzői tevékenység és pénzügyi szaktudás mellőzésével hozzák meg döntésüket a befektetések kapcsán, míg az intézményi befektetők el sem tudják képzelni a befektetési döntés meghozatalát komoly, szofisztikált elemzések és szakértelem nélkül. Az információk minél teljesebb feldolgozása pedig tőke hatékony elosztásának egy fontos feltétele.

Másrészt az is elmondható, hogy a jegyzési garanciavállalás végett a befektetési vállalkozás gyorsan akar megszabadulni az IPO részvényektől, ezért nagy csomagban igyekszik őket tovább értékesíteni. A nagy tételben történő értékpapírvásárlásra pedig jószerivel csak az intézményi befektetők képesek.

Kecskés et al. (2019) azonban kitér arra, hogy a könyvépítésnek komoly árnyoldalai is vannak. Elsőként említhető az, hogy a hosszú távú elképzelésekkel jellemezhető intézményi befektetők magas aránya ugyan a tőkepiaci hatékonysághoz hozzájárul, azonban egyáltalán nem méltányos megoldás a kisbefektetőkre való tekintettel. Másrészt a könyvépítés a jegyzési garanciavállalásból adódó érdekkonfliktust katalizálja. A könyvépítés sajátosságaként felhozott jelentős forgalmazói kontroll az árazás tekintetében azt eredményezi, hogy a jegyzési garanciavállalás végett az ismert piaci egyensúlyi árhoz képest egy jóval alacsonyabb jegyzési árfolyamot fog a forgalmazó beállítani annak érdekében, hogy gyorsan átterhelje az IPO részvények kockázatát a befektetők részére. Ez pedig az IPO bevételének csökkenését fogja végül okozni. A könyvépítés egyaránt képes a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás bevételét növelni a marketingtevékenység és jelentős piackutatás miatt, de csökkenteni is a szándékos alulárzás miatt.

Anand (2005) szerint az előnyöket és hátrányokat összevetve elmondható, hogy a könyvépítés pozitív hozadékai felülmúlják a negatívumokat egyértelműen, hiszen a gyakorlatban a világ számos területén ezt használják az ármeghatározás és a forgalomba hozatal során.

5. A NYILVÁNOS MŰKÖDÉS HOZADÉKAI

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás történjen újonnan kibocsátott részvények nyilvánosság felé történő felkínálásával vagy anélkül, az eredmény ugyanaz, mégpedig a kibocsátó társaság a szabályozott tőkepiac, a tőzsde egy kibocsátójává válik. Az előző fejezetekben taglalt folyamatok nehézségein és folyamatain átlendülve lényegében egy olyan platformra kerül a társaság, ahol korlátlan formában élvezheti a nyilvánosság előtt történő működés pozitív hozadékait. A kibocsátó az IPO-t követően egy közérdeklődésre számot tartó vállalattá válik, amelynek további sikerein – vagy esetleges kudarcain – a befektetők együttesen részesülhetnek. Emellett olyan további lehetőségek állnak rendelkezésre a tőzsdei jelenlét kapcsán, amelyekkel a társaság stabil növekedési pályára állhat.

Azonban az éremnek mindig két oldala van, ahogy a tőzsdei bevezetésnek is. A nyilvános működés nem csak pozitívumokból áll, hanem egyfajta béklyóként is felfogható. A társaságot az IPO-t követően olyan szabályszerűségek, olyan kontroll elemek kötik meg, amelyek az alkalmazkodóképességüket és imázsukat is jelentősen derékba törhetik. Jelentős erőforrásokat köt le nem csak maga a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás, hanem a tőzsdei jelenléthez kapcsolódó szabályoknak való megfelelés is.

A tőzsdei bevezetés nem egy egyértelműen előnyös vagy hátrányos elhatározás egy társaság életében, az IPO mindig egyedi mérlegelés következménye. Ebben a fejezetben lényegre törő módon összefoglalásra kerülnek a tőzsdei bevezetés pozitív hozadékai, illetve azon megfontolások is, amelyek miatt a nyilvános működés gondolatát el kellene vetni.

5.1. A tőzsdei jelenlét előnyei

A tőzsdei bevezetés egyik legtöbbször emlegetett előnyei közé a tőkeemelés lehetősége, valamint a részvények likviditása sorolható. A tőkeemelés kapcsán a társaságnak egy új lehetősége válik elérhetővé beruházásai, felvásárlási akcióik, különböző expanziók és kutatási, fejlesztési projektjeik finanszírozásához egy olyan tőketípussal, amely alapjaiban eltér az adósság típusú tőkéktől, illetőleg a belső finanszírozási formáktól. A saját tőke típusú források felhasználásra vonatkozó megkötés nélkülsége, valamint korlátlan elérhetősége mind olyan tulajdonságok, amelyek jóval kedvezőbbek a banki hitelhez, a pénzügyi lízinghez és a nyereség visszaforgatáshoz képest. Ráadásul a részvénytőke típusú finanszírozás kapcsán nem jelenik meg kötelezően kiáramló pénzáram, ugyanis a kamattal ellentétben az osztalék kifizetés csak egy lehetőség a társaság tulajdonosai számára (Halász-Kecskés 2013). A likviditás a befektetési döntések során mérvadó szempont. Hiába ígér egy részvény magas hozamot, relatíve alacsony kockázattal, kisebb befektethető összeggel is, hogyha azt a részesedést

egyszerűen nem lehetne likvid pénzzé tenni. A tőzsdei bevezetés után a társaság részvényei pedig likvidek lesznek, mert a tőzsde egy objektív értékmérést biztosító szabályozott piac, ahol minimális technikai jellegű közvetítéssel egymásra találunk a társasági részesedést értékesíteni kívánó részvényesek és az azt megvásárolni hajlandó és képes befektetők (BÉT 2014). Mivel a likviditás egyfajta többletértéket is generál, a likvidebb részvények árfolyama általában magasabb. Geddes (2005) szerint a nyilvánosan működő társaságok piaci értéke gyakran magasabb, mint a zártkörűen működőké és ez a jelenség azzal indokolható, hogy a befektetők a részvény könnyű vásárolhatóságáért és eladhatóságáért akár többet is hajlandóak fizetni. Ezt a többlet értéket likviditási prémiumnak nevezik. A likviditásnak köszönhetően a részvényesek a portfólióikat könnyebben tudják diversifikálni és módosítani egy optimális hozam-kockázat kombináció felé. Nem utolsó tényező az sem, hogy a társaság alapítói is a tőzsdére bevezetett részvényeken keresztül szállnak ki probléma nélkül, rugalmasan a likviditást élvezve. Tehát a likviditás nem csak a társaság értéke szempontjából releváns előny, de a befektetők nézőpontjából is egyaránt.

Halász-Kecskés (2013) érvei között megtalálható, hogy a finanszírozás szempontjából nem csak a saját tőke válik könnyen elérhetővé részvénykibocsátás útján, hanem új, tőzsdei jelenléttel együtt hatékonyabban végrehajtható finanszírozási módok is, mint például a különböző hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok nyilvános értékesítése (átváltoztatható kötvények, visszahívható kötvények, standard vállalati kötvények), warrantok vagy egyéb certifikátok¹⁹ kibocsátása. Ráadásul egy olyan tőkepiacon, ahol a banki finanszírozás túlsúlyban van, kulcsfontosságú alternatívának számít a nyilvános részvénykibocsátás. Egy tőzsdei jelenléttel bíró társaság nincs annyira kiszolgáltatva a bankszektor, illetőleg a lízingcégek számára, mint a zártkörűen működő társai. Az IPO-t követően egy társaság pénzügyi rugalmassága is megnövekszik, hiszen a különböző piaci trendekre, változásokra egy tőzsdei kibocsátó sokkal hatékonyabban tud alkalmazkodni a nyilvános részvénykibocsátás lehetősége mellett, mint egy olyan társaság, aki legfeljebb csak bankhitelekre, lízingügyletekre és zártkörű tulajdonosi tőkebevonásra tud támaszkodni azon beruházások, egyéb szervezeti változtatások finanszírozásákor, amelyeket megvalósítani mindenképpen szükséges a piaci pozíció megtartása, javítása érdekében.

A tőzsdén jelenlévő társaságokkal kapcsolatban a megbízhatóságra és a presztízsrre egyértelműen lehet asszociálni. Már önmagában a tőzsdei jelenlét is egy presztízsnak számít,

¹⁹ A certifikátok és warrantok olyan származtatott értékpapírok, amelyek a kibocsátó társaság fizetési kötelezettségét testesítik meg, amely fizetési kötelezettség valamilyen mögöttes termék értékétől, árfolyamától függ. Jellemzően pénzügyi szektorban lévő társaságok bocsátják ki ezeket az értékpapírokat (Kecskés et al. 2019).

hiszen maga az a tény, hogy egy társaság alkalmas arra, hogy a tőzsdei kibocsátók csoportjába tartozzon, az egy hatalmas elismertségnek számít. A tőzsdei társaságok megbízhatóságának forrása pedig nem más, mint a transzparencia és a szabályozott keretek között történő működés. A tőzsdei kibocsátóknak a bevezetést követően rendszeres közzétételi szabályoknak kell megfelelniük (Kecskés et. al 2019). Ennek mélysége és intenzitása attól függ, hogy milyen kategóriába vannak bevezetve a társaság tulajdonviszonyt megtestesítő papírai. Minél magasabb kategóriába kerül egy kibocsátó, annál szigorúbb közzétételi kötelezettséget kell elviselniük az auditált beszámolókra, Felelős Társaságirányítási Jelentésekre, ESG jelentésekre és egyéb vállalati tájékoztatókra vonatkozóan. A transzparens működés a megbízhatóságon keresztül a vállalat értékét is növeli (BÉT 2014). Egy társaság szavahihetősége jelentősen megnöveli az bizalmat nem csak a vevői és szállítói körökben, de az összes létező érdekhordozója felől. A presztízs kapcsán pedig az üzleti partnerek nagyobb készséget érezhetnek arra, hogy együttműködjenek a kibocsátó társasággal. A megbízhatóság pedig nem csak üzleti, de finanszírozási szempontok alapján is fontos előnynek tekinthető. Bancel és Mitto (2009) szerint a pénzügyi rugalmasság nem csak részvénykibocsátás útján történő saját tőke finanszírozás lehetősége végett növekedik, hanem azért is, mert a társaság a megbízhatóság, a transzparens működés és az alternatív tőkepiaci források elérhetősége végett magasabb alkupozícióval rendelkezik a bankokkal szemben. Ez a hitelkamatok csökkenésében is megnyilvánul (Pagano et al. 1998). A banki hitelbírálat során a hitelt igénylő társaságok kockázatait felméri, köztük a pénzügyi kockázatot is. Ennek legkézenfekvőbb módszere a pénzügyi tőkeáttétel vizsgálata különböző adósságarány, tőkefeszültségi mutatók segítségével. Bancel és Mittoo (2009) szerint egy tőzsdei jelenléttel bíró társaságnak lehetősége van arra, hogy egy olyan tőkeszerkezetet alakítson ki részvénykibocsátás útján történő tőkebevonással, amely mellett a társaság pénzügyi tőkeáttétele és az átlagos tőkeköltsége kisebb lesz, hiszen a bankok számára kisebb kockázatot fog jelenti egy tőzsdei társaság hitelezése. Nem elhanyagolható az a tényező sem, hogy az IPO után a társaságot övező hírnév is egy implicit fedezet a hitelezés során. A tőke költsége kapcsán fontos megjegyezni, hogy a megnövekedett transzparencia és az IPO által biztosított marketingkampány által megteremtett imázs és reputáció szignifikánsan csökkenti a pótlólagos részvénytőke költségét is, mert a különböző PR és marketingkommunikációs eszközök alkalmazását követően a potenciális részvényesek hajlandóak a társaság részvényeiért akár többet is fizetni és mivel a szokásosnál több információval vannak ellátva, kevésbé kockázatosabbnak tekintik magát a vállalatot. Kecskés et. al (2019) alapján egy IPO-t követően az újonnan kibocsátót a pénzügyi szaksajtó mindig megkönyékezi és egy óriási szenzációnak, egy érdeklődésre méltó jelenségnek tünteti fel a

társaságot. Ráadásul a presztízs megnövekedésének van egyfajta öngerjesztő hatása, hiszen a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás után a pénzügyi elemzők sokasága kíséri figyelemmel a társaságot, ezzel olyan információkat biztosítva a nyilvánosság számára, amely után még több részvényes, még több partner, egyre több munkavállaló szeretne a társasággal valamilyen úton-módon együttműködni és részesülni közvetlenül vagy indirekt módon a kibocsátó sikerében. Egy tőzsdei társaság a médiát, a sajtót és a tőzsdét, mint platformot a kibocsátást követően aktívan alkalmazhatja PR és marketing célokból, hogy meggyőzze a befektetőket arról, hogy a társaság továbbra is egy kiváló befektetési lehetőség, hogy a vállalat ténylegesen egy prosperáló szereplője az adott szektornak.

A tőzsdei bevezetés további előnyének számít az olyan ösztönzői rendszerek alkalmazhatósága, amelyhez szükséges a társaság valós, objektív piaci értékelése. A társaság képes kialakítani egy olyan javadalmazási rendszert a menedzsment irányában, amelyben referenciaként jelenik meg a társaság részvényeinek árfolyama. Emellett még részvényopciókat és részvényjuttatásokat is beiktathatnak a javadalmazásukba (Halász-Kecskés 2013). Más munkavállalók esetében pedig élhetnek dolgozói részvények kibocsátásával is, amelyekkel jelenleg dolgozó vagy már nyugdíjba vonult munkavállalók kereset-kiegészítését lehet biztosítani a társaság eredményes működése esetén, ezzel ösztönözve őket arra, hogy a munkájukat a társaság érdekében hatékonyan és megfelelően elvégezzék (Farkas-Vizkeleti 2017). Tehát maga a tőzsdei bevezetés az emberi erőforrás menedzsment területén is egy meglehetősen pozitív hatásokkal jellemezhető.

Halász és Kecskés (2013) ezek mellett felsorolásra méltónak ítélt olyan járulékos előnyöket is, mint például azt, hogy a nyilvános működés megkezdéséhez szükséges átalakulások, szervezeti módosítások során szükségszerűen kialakul a társaság üzleti terve és megfogalmazódnak a világos stratégiai elképzelései. Ezek az IPO előtt sajnos nem minden társaság esetében állnak rendelkezésre. A nyilvános működésre való felkészülés során alakulnak ki a társaságok szofisztikált számviteli információs, áttekinthető és hatékony társaságirányítási, valamint kockázatok kezelésére vonatkozó rendszerei is. További járulékos előnynek számít az is, hogy a kibocsátók számára sokkal könnyebb a saját részvények megvásárlása is.

A tőzsdei jelenlét fentebb felsorolt és kifejtett valamennyi előnyökről Bancel és Mitto (2009) készített egy kérdőíves felmérést 78 európai társaság pénzügyi menedzsereivel, amelyben arról érdeklődtek, hogy melyek azok a pozitív hozadékok, amelyek miatt döntöttek a tőzsdei bevezetés mellett. A kérdőíves felmérés alapján fel lehet állítani egy sorrendiséget azon érvek között, amelyek általában elhangzanak egy olyan legfelsőbb szervi gyűlésen, ahol

napirendi pontra kerül egy társaság IPO-ja. A kutatás alapján a legeslegfontosabb pozitív hozadéka a tőzsdei bevezetésnek nem más, mint a tőkeemelés, valamint a növekedési lehetőségek finanszírozása. A részvénykibocsátáson keresztül történő tőkeemelés segítségével sok esetben csökkentik az adósságállományukat, ezzel kiegyensúlyozva a tőkeszerkezetüket. Ezenfelül a pénzügyi vezetők a tőkeemelés kapcsán kiemelték a felvásárlási ügyletek kivitelezhetőségének lehetőségét és a pénzügyi rugalmasság növekedését is. A következő fontosabb előnyként a megnövekedett láthatóságot és befektetők figyelmének felkeltését jelölték meg. A pénzügyi menedzsereknek meggyőződésük, hogy az IPO egy nagyon fontos pénzügyi, marketing és PR jellegű lépés egy társaság életében, amely a leendő kibocsátó reputációját jelentősen növeli és ténylegesen felértékeli a vállalatot az összes érdekhordozó körében, még a munkavállalók szemében is. Ezután a külső monitoring következik, mint jelentősebb pozitív hozadék. A tőzsde egy olyan platform a pénzügyi vezetők szerint, amely olyan nyomást helyez a menedzsmentre, amitől sokkal jobban teljesítenek, illetőleg olyan ösztönzőrendszereket lehet kialakítani, amely végett a menedzsment tagjai a legjobb tudásuk szerint a tulajdonosi vagyoneérték növekedése érdekében cselekednek. Az elméletben csupán járulékos előnynek számító szervezeti átalakulás a gyakorlatban a pénzügyi vezetők szerint kifejezetten hálás előnye az IPO-nak, amelyet egyáltalán nem szabad elhanyagolni. Ezen szervezeti módosítások pedig mind szükségesek a külső monitoringhoz, valamint az ügynökköltségek kezeléséhez. A soron következő pozitív hozadék a likviditás. A pénzügyi menedzserek döntő többsége egyet ért abban, hogy a társaság értékét a részvényeinek likviditása növeli, azonban meglehetősen hátrasorolt pozitív hozadékként említették a kérdőívekben az előbb említett előnyökhöz képest. Azon társaságok esetében releváns döntési tényező a likviditás, amelyeknél az IPO előtti tulajdonosok – ideértve az intézményi és informális kockázati tőke befektetőket is – szeretnék élvezni a befektetett pénzük gyümölcsöző természetét egy tőzsdei bevezetéssel egybekötött kiszálláson keresztül. A kérdőíves kutatás alapján is inkább a széleskörű, kevésbé koncentrált tulajdonosi struktúrával rendelkező társaságok szempontjából fontos a likviditás, mint tőzsdei bevezetés után megjelenő pozitív hozadék. A túlnyomó többségben családi tulajdonban lévő társaságoknál pedig szinte elhanyagolható érvelés lenne a társaság részvényeinek likviditása miatt történő tőzsdei bevezetés. Széleskörű tulajdonosi bázissal pedig többnyire az érett szakaszban lévő, komoly kutatási és fejlesztési projekteket kivitelező, technológiára fókuszált társaságok rendelkeznek, ahol az innováció finanszírozása érdekében kockázati tőkebevonást hajtottak végre korábbi életszakaszokban (Kosztópulosz-Makra 2005, Bancel-Mittoo 2009).

Tehát a tőzsdei bevezetés legfontosabb előnye a tőzsdei jelenlét finanszírozási aspektusa, majd ezt követi csak a láthatóság és megnövekedett presztízs és imázs. Harmadik legfontosabb hozadék a külső monitoring és a javadalmazási rendszerben alkalmazható ösztönzőrendszer kiépítése, ezután említhető meg csak a részvények megnövekedett likviditása (3. táblázat).

2. táblázat A tőzsdei bevezetés melletti érvek fontossági sorrendje

Rangsorszám	Pozitív hozadék
1	Finanszírozás lehetőség és pénzügyi rugalmasság
2	Megnövekedett presztízs, imázs és láthatóság az érdekhordozók körében
3	Külső monitoring és munkavállalói ösztönzők alkalmazása
4	Részvények likviditása

Megjegyzés: A rangsorszám a fontossági sorrendben betöltött helyezést fejezi ki.

Forrás: Bancel-Mitto (2009) alapján saját szerkesztés

Azon érvek, előnyök, amelyek nem szerepelnek a fenti táblázatban, nem jelentettek szignifikáns előnyt a pénzügyi vezetők szemszögéből és jóformán csak elméleti kategóriák maradtak számukra, amelyeket viszont Bancel és Mitto (2009) leírása alapján egyáltalán nem vitattak el. A fenti felsorolás is árnyalható bizonyos társasági jellemzők alapján. Például a külső monitoring és munkavállalói ösztönzők alkalmazhatósága többnyire a nagyvállalatok számára fontos érvek, míg a középvállalkozások számára a legnagyobb előny a részvénykibocsátás útján történő finanszírozási lehetőség a további növekedés érdekében.

5.2. A tőzsdei jelenlét hátrányai

Az tőzsdei bevezetés negatív hozadékaival kapcsolatban elsőként egyfajta elkülönítéssel kell élni. Vannak olyan hátrányok, amelyek a vállalat további működésével kapcsolatosan okozhatnak aggodalmat, míg más negatívumok leginkább megnövekedett rendszeres idő és pénzbeli ráfordításokat fejeznek ki. Fontos megfigyelni, hogy bizonyos előnyként említett elemek más szemszögből nézve inkább hátrányt jelentenek egy közérdeklődésre számot tartó társaság szempontjából. Először az IPO utáni nyilvános működéssel kapcsolatos aggályok, majd a pénzt és időt jelentő ráfordítások kerülnek kifejtésre. Megoldásokat is lehet találni egy-egy hátrány kiküszöbölésére, de végtére arra a következtetésre lehet jutni, hogy ezek a módszerek csak további költségeket generálnak a társaság és a részvényesek számára.

Egy tőzsdei vállalat nyilvános működésének az az egyik legeggyértelműbb hátulütője, hogy a társaság egy nyitott könyvvé válik, azaz az érdekhordozók számára olyan információk kerülnek napvilágra a társaságról, amelyek meglehetősen bizalmasnak számítanak egy zártkörű

működésben (Kecskés et. al 2019). Pagano et. al (1998) szerint egy társaságot a IPO-tól elriaszthat az, hogy a szabályozott értékpapírpiacon jellemző folyamatos közzétételi kötelezettségnek meg kell felelni, amely gyakran azt is jelenti, hogy fel kell fednie olyan fontos információkat, amelyek a jövőbe tekintő marketing és üzleti stratégiájukra, valamint a folyamatban lévő kutatási és fejlesztési projektjeikre vonatkoznak. Továbbá egy nyilvánosan működő társaság a zártkörű társaihoz képest kevésbé tudja az állami költségvetési szerveket megfélemlíteni és kijátszani a vállalati szektort érintő adótörvényeket. Ebből fakadóan egy tőzsdei társasággal kapcsolatban adóelkerülésre, avagy adócsalásra kevésbé lehet gondolni. A megnövekedett nyilvánosság kapcsán a leendő kibocsátók tulajdonosai nem feltétlenül tartják jónak azt, ha a köz számára elérhetővé teszik a menedzserek javadalmazását vagy a komolyabb, üzleti szempontból kiemelt jelentőséggel bíró szerződéseket (Halász-Kecskés 2013). A nyitott könyvszerű működés csak azon társaságoknál merül fel kiemelt problémaként az IPO kapcsán, amelyek telis-tele vannak olyan bizalmas információkkal, amelyekről a külső szereplőknek – főként a versenytársaknak, a szállítóknak és a vevőknek – nem kellene tudniuk. Leggyakrabban ez a magas intenzitású kutatási és fejlesztési tevékenységet végző vállalatoknál fordul elő, amelyeknél az innováció kulcsfontosságú szerepet tölt be stratégiai elképzelésekben (Pagano et. al 1998). A nyitott könyvként való működés negatív hozadékait csökkenteni alapvetően nem lehet.

Az IPO lehetőséget ad a tulajdonosi szerkezet módosítására, porlasztására további részvényesek bevonásával, a tulajdonosi bázis növelésével. Egy kezdeti nyilvános részvénykibocsátást követően a tulajdonosi szerkezetek meglehetősen változatos formákat ölthetnek attól függően, hogy milyen forgalmazási tervet hajtanak végre a közreműködő befektetési vállalkozás segítségével. A BÉT (2014) szerint amikor a társaság exit céljából kerül a tőzsdére, akkor az eredeti tulajdonosok is részben vagy egészben kiszállnak. Azonban létezhet olyan, hogy az IPO után az alapító tulajdonosok a kontrollt nem szándékozzák elveszteni. Előfordul olyan tulajdonosi elképzelés a kezdeti nyilvános részvénykibocsátások során, hogy csak akkora összeget vonnak be az előre meghatározott finanszírozási cél megvalósításához, amely pontosan akkora hányadát teszi ki a tőzsdére bevezetésre kerülő társaság értékének, hogy az alapítók a többségi – jellemzően 25%-os – tulajdonrészt megtarthassák, ezzel megtartva a vállalatuk feletti kontrollt. Az újonnan tulajdonosi státuszba kerülő befektetők döntő többsége egy tőzsdére bevezetett társaságban alapvetően nem kíván beleszólni a társaság üzletpolitikai döntéseibe és ez teljesen összeegyeztethető a befolyást megtartani kívánó alapítók érdekeivel. Ennek ellenére az irányítást megtartó tulajdonosok nem nyugodhatnak meg abban a tudatban, hogy a vállalat vezetése az ő kezükben maradt véglegesen, ugyanis minden egyes további

pótlólagos részvénykibocsátás után a tulajdonosi részesedésük felhígul. A részvényfelhígulás következtében pedig a részvényesek tulajdoni hányada és érdekérvényesítő képességük csökken az üzletpolitikai döntések kapcsán (Kecskés et. al 2019). A nyilvánosan működő részvénytársaságoknál gyakori az az eset, hogy egy idő után az alapítók kezei közül a kontroll kicsúszik az többségi részesedést megszerző befektetők felé. Ezen negatív hozadék ellen védekezni kétféle úton is lehet. Az alapítók megfelelő arányú újonnan kibocsátott részvények megvásárlásával visszaszerezhetik a többségi tulajdont a társaság felett, de ez költséget jelent számukra. Társasági jogi úton pedig számos olyan eszköz létezik, amellyel az irányítást a társaság részleges értékesítése és a pótlólagos részvénykibocsátások után is meg lehet tartani, mint például többszörös szavazati jogot vagy vétójogot vagy vezető tisztségviselő, felügyelőbizottsági tag kijelöléséhez fűződő jogot biztosító, vagy szavazati joggal nem rendelkező részesedést megtestesítő értékpapírok. Emellett léteznek vállalkozói kereszttulajdonlási és közvetett tulajdonosi megoldások is (Halász-Vendel 2013, Farkas-Vizkeleti 2017).

Kecskés et. al (2019) szerint egy tőzsdei társaság az IPO-t követően felvásárlási célponttá válhat. Egy olyan tulajdonosi struktúrában, ahol az irányítás megtartása fontos kritériumnak számít, az ellenséges felvásárlások miatti félelem kellően adekvát ok arra, hogy a legfelsőbb szervi gyűléseken ne az IPO mellett döntsenek. Az ellenséges felvásárlások következtében a társaságok elveszthetik függetlenségüket, amely megnyilvánulhat a többségi befolyásszerzéstől kezdve az anyavállalatba történő teljes beolvasztásig és integrációig (Lestár 2007). A felvásárlásoknak komoly negatív hatásai vannak nem csak az alapító-részvényesek helyzetére, hanem a társaság többi érdekhordozójára is, mint például a hitelezőire, kötvényesekre, menedzsmentjére és kiváltképp a munkavállalóira. Egy vállalatfelvásárlás következtében a céltársaságot hitelező bankok, kötvényesek érdekei sérülhetnek, hiszen a felvásárlások elleni védekezések költségeinek finanszírozása miatti adósságnövekedés még kockázatosabbá teheti a céltársaságot. A menedzsment és a munkavállalók szempontjából a javadalmazás és a munkahely biztonsága problémás a felvásárlások kapcsán. A vállalat vezetősége félhet attól, hogy a felvásárlás után egyszerűen leváltják. A munkahely instabilitásával kapcsolatosan pedig magasabb javadalmazást várnak el, amelynek kigazdálkodása a kisebb méretű társaságoknál egyszerűen nem lehetséges. Ezenkívül az is problémás lehet, hogy a felvásárlási ügyletek után komoly átszervezéseket folytatnak le az emberi erőforrásra vonatkozóan, akár létszám leépítésre is sor kerülhet. A vállalatfelvásárlások ellen meglehetősen változatos módon lehet védekezni a társasági és cégjogi keretek között, viszont ezeknek a kifejtése nem a dolgozat témájához kapcsolódik. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátások előtt a szervezeti

átalakulások során sokszor iktatnak be a társaság működésébe ellenséges felvásárlások elleni rendelkezéseket, amelyeknek bevezetése és fenntartása költséges (Halász-Kecskés 2013).

Kecskés et. al (2019) rámutat arra, hogy egy nyilvánosan működő társaság esetében a részvényeinek árfolyama egy kritikus probléma. A részvények árfolyama gyakran olyan tényezők hatására változik meg, amelyekre a társaság egyáltalán nem lehet kihatással. Ebből fakadóan bármilyen kedvezőtlen esemény adódik a gazdaságban, az adott szektorban vagy akár a befektetői közösségben, az minden bizonnyal a társaság piaci értékét csökkenti. Egy tőzsdei kibocsátó sokkal jobban ki van téve a makrogazdasági hatásoknak, mint egy zártkörűen működő társaság. A részvényárfolyamok kiszámíthatatlan természete folytán a menedzsment munkájának hatékonysága is romlik hosszú távon szemlélve, hiszen a menedzsment a részvény árfolyamokhoz társított javadalmazása, valamint a tulajdonosi vagyonérték növelése végett rövid távon szemlél mindent döntést igénylő esetet. Egy tőzsdén szereplő társaság minden egyes döntéshozatalának alapvető szempontja az, hogy az majd a részvényeinek árfolyamára milyen hatással lesz. Ebből fakadóan a vezetőség nem teszi le a voksát a hosszútávú beruházások, jelentősebb kutatás-fejlesztési projektek mellett, hiszen azok rövid távon jelentős ráfordításokat generálnak és a pozitív következményeiket csak hosszú távon élvezheti a társaság (Halász-Kecskés 2013). A részvényeseknek való megfelelésnek és ezáltal a nyilvános működésnek negatív hozadéka az, hogy a vállalat menedzsmentje nem képes és nem hajlandó hosszú távra és előrettekintően gondolkodni. Ezt a kellemetlenséget a nyilvános működés kapcsán egy hatékony felelős társaságirányítás képes kezelni.

Soron következő negatívum a nyilvános működéshez köthetően az ügynökköltségek megemelkedése. A megnövekedett tulajdonosi bázis végett a részvényesek és a menedzsment közötti érdekellentétek növekednek, amelyeknek a kezelésére a hatékony és felelős társaságirányítási rendszer kialakítása és fenntartása jelenthet megoldást (Draho 2006).

Az első ténylegesen időbeli és pénzbeli ráfordítással járó negatív hozadék a tőzsdei szabályzatoknak való megfelelés, avagy a tőzsdei jelenlét költsége. Kecskés et. al (2019) alapján egy kibocsátónak meg kell felelnie a rendszeres féléves és éves szintű közzétételi kötelezettségeknek, amelyben tájékoztatják az érdekhordozókat a társaság vagyoni, jövedelemi és pénzügyi helyzetéről, valamint az üzleti és működési fejleményekről. Az ehhez kapcsolódó információk előállítása sokkal költségesebb, mint a zártkörűen működő vállalatoknál, ahol ezeket az információkat nem szükséges előállítani vagy legalábbis nem olyan részletességgel, megkövetelésekkel, ahogy azt a nyilvános működéshez kapcsolódó szabályok megkövetelik. Ezt kiegészítik azok a rendkívüli tájékoztatók, amelyeket minden olyan esemény vonatkozásában szükséges közzétenni, amelyek közvetlenül vagy közvetetten érintik a kibocsátó társaság

megítélését, papírjainak kockázatait. A nyilvánossággal való kommunikáció nem csak az online és papír alapú tájékoztatókon keresztül valósulhat meg, hanem sajtótájékoztatókat és különböző találkozókat is szervezhetnek a befektetőkkel. Kiváltképp fontos ezt megvalósítani – akár PR szakemberek segítségével – olyan időszakokban, amikor a befektetői közösséget a türelmetlenség és a pánik fogja el. Nyilvános működésnek előfeltétele a befektetői kapcsolattartásért felelős részleg kialakítása, amelyhez szakavatott munkatársat is szükségeltetik találni és megfizetni. A nyilvánossággal való kapcsolattartás mindenképpen addicionális költséget jelent.

A következő költségeket figyelembe vevő ellenérv pedig maga az IPO folyamatához köthető kiadások, azaz a tőzsdei bevezetés költsége. Maga a tőzsdei bevezetés a különböző tőkepiacokon eltérő költségekkel járnak, azonban egyértelműsíthető, hogy a részvénykibocsátás útján történő forrásszerzés tekinthető a legköltségesebb külső finanszírozásnak, nem csak a részvényesek hitelezőkhöz képest magasabb hozamelvárása végett, hanem a tranzakciós költségek miatt is. Halász és Kecskés (2013) leírása alapján a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás nagyon sok munkaórát igényel, amely munkaóra megfizetése a könyvvizsgálók és jogi szakértők irányában nagyon magas költséget jelentenek. Ráadásul azok a járulékos kiadások, amelyek a marketingkampányhoz és a roadshowhoz köthetően merülnek fel sem elhanyagolhatóak. Az IPO-ra és a nyilvános működésre való felkészülés is többletköltséget jelent a társaság számára, ráadásul a preparáció elterelheti a menedzsment figyelmét a mindennapi működési és üzleti folyamatokról (Kecskés et. al 2019).

6. A TŐZSDEI BEVEZETÉS KÖLTSÉGEI

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás nem éppen a legkevésbé költséges formája a forrásszerzésnek. Ha pedig a társaságnak a már zártkörűen kibocsátott részvényeit vezetik be a tőzsdére, akkor még az is kellően magas költségeket vonhat maga után. Alapvetően a költségek nagy mértékben függenek a társaság méretétől, annak tevékenységétől, földrajzi elhelyezkedésétől, a forgalomba hozatal típusától és nem utolsósorban az sem egy elhanyagolható tényező, hogy melyik tőzsdére, tőzsdékre és azokon belül melyik részvénykategóriába vezetik be a társaság már meglévő és újonnan kibocsátott részvényeit (Kecskés et. al 2019). Ebből adódóan a tőzsdei bevezetés költségeinek taxatív és összegszerű felsorolása közel lehetetlen úgy, hogy az minden IPO-t tökéletesen lefedjen, azonban meg lehet határozni olyan közvetlen és közvetett költségeket, amelyekre alapozva át lehet látni, hogy megközelítőleg mégis milyen költségekkel kellene szembe néznie egy IPO mellett döntő társaságnak.

Dacára annak, hogy a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás rendkívül komplex tranzakciónak számít, szinte ugyanazok a jellemző pénzügyi problémák és finanszírozási akadályok jelennek meg, mint a többi külső finanszírozások esetén. Voltaképpen egy IPO-t tervező és szervező társaság is garantáltan áldozata a tőkepiac általános tökéletlenségeinek, azaz az információs aszimmetriának – pontosabban a kontraszelekciónak – és a méretgazdaságossággal összefüggésbe hozható problémáknak (Pagano et. al 1998, Inmoo et. al 1996). Ezen gondok kezelésére a tőzsde és a befektetési vállalkozások, mint pénzügyi közvetítők részben vagy egészben nyújthatnak ugyan megoldást, de az ezekhez köthető addicionális költségek nagy részét a tőzsdei bevezetést tervező társaságnak kell elszenvednie.

6.1. Közvetlen költségek

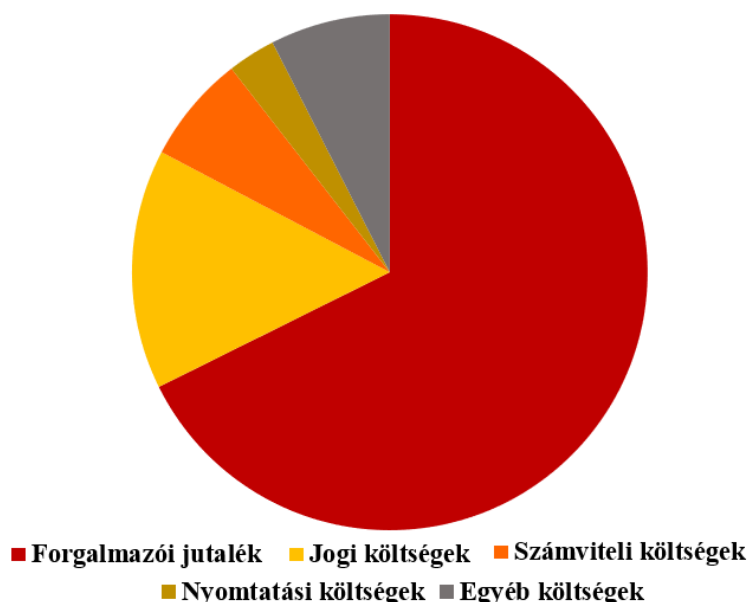
Az IPO közvetlen költségeinek nevezünk minden olyan költséget, amelyet már a felmerülés pillanatában egyértelműen hozzá lehet társítani a tranzakcióhoz és a társaság eredményének terhére elszámolhatóak. Lényegében ezek olyan költségek, amelyek kifejezetten a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás kapcsán lépnek fel. Elsőként kiemelhetők a reorganizációs költségek, amelyek olyan jogi, adózási és számviteli vetületű, strukturális átalakulásokkal kapcsolatban felmerülő költségek, amelyek a nyilvános működés feltételeinek megteremtése érdekében merülnek fel (Pwc 2017). Inmoo et. al (1996) leírása alapján tőzsdei bevezetés közvetlen költségei főként a közreműködő szereplőkkel vannak összefüggésben és mivel a közreműködők között a befektetési vállalkozásnak kiemelt szerepe van, ezért egyfajta csoportosítás is végezhető a direkt költségeken belül. Ennek megfelelően léteznek a befektetési

vállalkozáshoz köthető közvetlen költségek, illetőleg egyéb, adminisztratív jellegű közvetlen költségek. A befektetési vállalkozásokhoz köthető közvetlen költségekről viszont fontos megjegyezni, hogy ez csak az újonnan kibocsátott részvények értékesítése esetén releváns. Egy olyan tőzsdei bevezetés esetén, amikor a társaság már meglévő részvényei kerülnek csak bevezetésre egy szabályozott értékpapírpiacon, és új értékpapír kibocsátására nem kerül sor, akkor a forgalmazók és a hozzá köthető költségek jóval kevesebbek.

A befektetési vállalkozások díjazása kettős. Egyrészt kapnak a tranzakció méretétől függően jutalékot, illetve amennyiben jegyzési garanciavállalás mellett döntöttek a kibocsátóval, akkor a jegyzési garanciavállalás kockázatához köthetően kompenzációs díjat is felszámolnak. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás költségszerkezetében a befektetési vállalkozásnak fizetett díjak szerepelnek a legnagyobb arányban és ezek a díjak az IPO bevételeinek százalékában vannak kifejezve (Kecskés et. al 2019). Geddes (2005) szerint a befektetési vállalkozások jutaléka a tranzakció méretéhez képest 2-7 % között mozog. Abban az esetben, ha befektetési vállalkozás az értékesítési folyamatban komolyabb marketingtevékenységet is végez – roadshowra, prezentációkra való felkészítés és befektetői találkozók szervezése – akkor a jutalék magasabb is lehet (Kecskés et. al 2019). Ebből fakadóan a forgalmazók felé kifizetett jutalék és a költségtérítések mértéke együttesen kitehetik akár az ügylet összértékének 13%-át is (Halász-Vendel 2013). Következő nagyobb szeletet az IPO költségeken belül a kibocsátói és befektetési vállalkozási oldalról származó jogi közreműködők díjazása adja. A jogi szakértők óradíjban dolgoznak, és az értékpapírkibocsátásokhoz köthető jogi tanácsadás, az előzetes jogi due diligence vizsgálat és a prospektus jogi szakvéleményezése jelentős időt vesz igénybe (Halász-Kecskés 2013, Pwc 2017). A jogi költségeket a számviteli munkálatokhoz kapcsolódó költségek követik nagyságrendileg. A számviteli típusú költségeken belül is a legfontosabb a független könyvvizsgálók díjazása, akik szintén óradíjért nyújtják pénzügyi és számviteli tanácsadásaikat, amely keretében véleményezik a társaság számviteli információs rendszerét és alaposan átvilágítják a társaság pénzügyi helyzetét amellet, hogy ellenőrzik azt is, hogy visszamenőlegesen a társaság beszámolóit megbízhatóak és megfelelnek a valóságnak, valamint a kapcsolódó számviteli szabályozásoknak (Pwc 2017). Alacsonyabb részt vesz ki ugyan, de említésre méltó költségnek számít a nyomtatással összefüggésbe hozható pénzbeli ráfordítások. Hiába zajlik a pénzügyi szektorban jelentős digitalizáció, mégis olyan komoly dokumentációs háttere van az egész IPO folyamatnak, hogy az ahhoz tartozó költségeket egyáltalán nem lehet elhanyagolni. A kibocsátási tájékoztatók internetes terjesztésével, illetőleg a forgalomba hozatali eljárás online megszervezésével a nyomtatási költségek valamennyire csökkenthetőek (Halász-Vendel 2013). Emellett vannak

még egyéb közvetlen költségek is, mint például a tőzsde részére fizetendő bevezetési díj, valamint a Felügyelet számára fizetendő igazgatási szolgáltatási díj. Ez két egyéb közvetlen költség országonként meglehetősen változó. Nevesebb globális tőzsdéken, mint például a NYSE és a NASDAQ tőzsdéken a tőzsdei bevezetés díja óriási költséget jelent. Ezzel ellentétben van olyan ország, amelynek tőzsdéjére bevezetni a társaság részvényeit semennyibe sem kerül. Jó példa erre Magyarország, ahol a BÉT nem számít fel semmilyen bevezetési díjat az IPO során.²⁰ A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás költségstruktúráját tekintve általánosságban elmondható, hogy a befektetési vállalkozások jutaléka több, mint a költségek felét teszi ki, míg az összes többi költség együttesen valamennyivel több, mint az összes közvetlen költség negyede (11. ábra).

9. ábra Az IPO hozzávetőleges költségstruktúrája



Forrás: Pwc (2017)

Kecskés et. al (2019) leírása szerint vannak olyan költségek, amelyek egyfajta konverziót jelentenek más tőkeköltség elemekre vonatkozóan. Ilyennek számít az összes befektetőkkel való kommunikációhoz kapcsolódó pénzbeli ráfordítások, mint például a marketing és PR költségek. Kétségtelen, hogy ezek mind tőkeköltséget növelő tényezők, ám fontos kiemelni azt, hogy a marketingkommunikáció központi célja az, hogy meggyőzzék a befektetői közösséget arról, hogy a társaság egy remek befektetési lehetőség. Ebből adódóan olyan információkat juttatnak el a befektetők számára, amelynek következtében a befektetők

²⁰ <https://www.bet.hu/Kibocsatok/vallalati-tudastar/Gyakori-kerdesek-bevezetes-es-forgalombantartas-temakoreben>

bizonytalanságból adódó kockázaterzékelése csökken és így hajlandóak lesznek magasabb árfolyamon is megvásárolni a társaság részvényeit, azaz csökken a részvényesek kockázati prémiumán keresztül a befektetői hozamelvárás (Brealey-Myers 2005). Ezek a kommunikációs tevékenységek tehát egyben tőkeköltséget növelő és csökkentő tételként is szerepelnek. Maga a befektetési vállalkozás által vezényelt due diligence vizsgálathoz kapcsolódó költségek is hasonló természetű közvetlen költségeknek tekinthetők.

Kállay László (2014) fogalmi rendszere alapján a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás egy ekte pénzügyi tranzakció, amelyben a gazdasági társaságok részvénytőkéért cserébe részesedést adnak. Ennek a cserének a megvalósításában segítenek a pénzügyi közvetítő rendszer egyes szereplői. A csere lebonyolításának, szervezésének költsége van, amelyet tranzakciós költségnek neveznek. Ezeknek a tranzakciós költségeknek pedig van fix és változó formája. Fix költségeknek tekinthetők azok a tranzakciós költségek, amelyek nem függenek a tranzakció méretétől. Ilyenek például a tranzakcióhoz kapcsolódó preparációs munkák, a megvalósításhoz kapcsolódó döntés és a döntés előkészítés. Változó költségek pedig azok a költségek, amelyek a tranzakció volumenétől függően alakulnak. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás közvetlen költségeinek többsége fix jellegű, ami azt jelenti, hogy teljesen mindegy, hogy a társaság az IPO során 1 milliárd vagy 10 milliárd forint tőkét von be, akkor is felmerülnek ugyanolyan mértékben ezek a költségek. Az IPO tranzakciós költségei javarészt a tranzakció méretétől függetlenek (Pagano et. al 1998). Ennek pedig komoly méretgazdaságossági következményei vannak, ugyanis kisebb méretű tranzakciók esetében relatíve nagyon magasak a fix költségek (Inmoo et. al 1996). Ebből fakadóan pedig van olyan tranzakciós méret, amely alatt már nem éri meg, vagy máshogy fogalmazva csak egy bizonyos méret után érdemes lefolytatni ezt a pénzügyi tranzakciót. Emiatt KKV szektorban lévő társaságok számára a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás jószerivel szóba sem jöhet, mivel a finanszírozási igényük alacsonyabb, mint a nagyvállalatoké (Berger-Udell 1998).

A fix jellegű tranzakciós költségek mellett más oka is van annak, hogy a kisebb méretű társaságok nem kerülnek tőzsdére, mégpedig az információs aszimmetriából adódó kontraszelekció. A tőkepiacon is fellép az a fajta piaci kudarc, amellyel Akerlof tragacspiacán lehet találkozni.²¹ Mivel általában a társaság menedzsmentje jobban fel tudja mérni a társaság valódi helyzetét, mint a potenciális befektetők, ezért a befektetők alap esetben fenntartásokkal kezelik a leendő kibocsátókat. A befektetők így kockázatosnak ítélnék meg az IPO részvényeket, és a magasabb kockázati prémium végett alacsonyabb áron vásárolnák meg

²¹ Akerlof tragacspiacán információs aszimmetriát feltételezve a tragacsok kiszorítják a jó minőségű autókat a piacról.

azokat. A tőkepiac ilyen fajta tökéletlensége véget az IPO-t végrehajtó társaságok átlagos minősége, avagy valódi értéke pedig csökkenne (Pagano et. al 1998). Az IPO tranzakció előtti (ex ante) információs aszimmetriát kezelni elsősorban a due diligence vizsgálatok és a prospektus segítségével lehet, ám ezek információs igényének megfelelni fentiek alapján meglehetősen költséges. Az információs aszimmetria a KKV szektorban pedig nagyobb, ugyanis a külső szereplők számára kevésbé transzparens a működésük, kiforrotlan szervezeti struktúrával rendelkeznek, pénzügyi beszámolóik nem elég részletesek és azok nem is feltétlenül vannak könyvvizsgálók által hitelesítve. Közel sincsenek a KKV-k felkészülve a nyilvános működésre, ezért esetükben a kontraszelekcióhoz köthető költségek magasabbak, mint egy érett szakaszban lévő nagyvállalatnál (Pagano et. al 1998).

6.2. Közvetett költségek

Halász-Kecskés (2013) szerint a közvetlen költségek összesítve olykor jelentéktelennek számítanak az IPO közvetett költségét jelentő rövid távú alulárazódás mellett. Azért tekinthető az alulárazódás közvetett költségnek, ugyanis ez a fajta költség nem számolható el az kibocsátó eredményének terhére. A kibocsátók többsége teljesen figyelmen kívül hagyja, ugyanis nem jelent egyáltalán kiáramló pénzt. Kecskés et al. (2019) szerint az IPO részvények majdhogynem kivétel nélkül alulértékelt értékpapíroknak számítanak, viszont ez az alulárazottság csak rövid távon érvényesül empirikus kutatások alapján. Bodie et al. (2005) meghatározása alapján az alulárazódás azt jelenti, hogy a valódi érték alatt alakul ki egy pénzügyi eszköz piaci árfolyama. Alapvetően a befektetők, ha felismerik egyáltalán azt, hogy egy értékpapír alulárazott, akkor azonnal vásárolni szándékoznak belőle árfolyamnyereség céljából. Az alulárazottság úgy figyelhető meg IPO részvények kapcsán, hogy az első kereskedési nap záró árfolyama magasabb, mint a kibocsátási árfolyam. Ez a jelenség földrajzi elhelyezkedéstől, piacoktól függetlenül mindig megjelenik különböző mértékben (Geddes 2005). Például az ezredforduló előtti adatok alapján az átlagos alulárazódás Németországban 10,9%, míg Ausztriában 6,5% volt (Kecskés et. al 2019). Minél inkább alulárazódik egy IPO részvény, annál kevesebb tranzakciós bevételhez jut a kibocsátó.

Az alulárazottság elsődleges forrása az információs aszimmetria (Rock 1986, Benveniste-Spindt 1989). Az információs aszimmetriából adódó alulárazódás két oldalról is megközelíthető, ennek köszönhetően két elmélet is kapcsolódik hozzá. Egyrészt a befektetői közösség az információs hátránya miatt nem tudja, hogy mekkora a kibocsátó valós piaci értéke, másrészt a befektetési vállalkozás nem mindig lehet tisztában a társaság tényleges piaci megítélésével. Az első megközelítéshez köthető az úgynevezett győztesek átka elmélet. A

győztesek átka szerint a kevésbé informált befektetők – jellemzően a kisbefektetői kör – jelentős kockázatot vállalnak az IPO részvények megvásárlásával, hiszen nagyobb eséllyel fordulhat elő alulárazódás nélkül az, hogy a társaság újonnan kibocsátott részvényei a kibocsátási árfolyam alatt teljesítenek. A kibocsátók és a befektetési vállalkozások tudván ezt, a győztesek átkának kitett befektetők megnyerése érdekében átlagban mindig alulárazzák az IPO részvényeket (Rock 1986, Brealey-Myers 2005). Másik elmélet szerint pedig kompenzálni szándékozzák a jelentős árfolyamnyereség biztosításával azokat az intézményi befektetőket, akik felfedik az adott újonnan kibocsátásra kerülő részvényekkel kapcsolatban a várakozásaikat (Benveniste-Spindt 1989).

Kecskés et al. (2019) az információs problémákat kiegészítő, egyéb okokat is felvázolt az alulárazás kapcsán, amely okok két csoportra oszthatóak. A jelenség egyrészt a forgalmazók üzleti modelljéhez, másrészt a kisbefektetők viselkedéséhez vezethető vissza. A befektetési vállalkozások az üzleti partnerek megtartása, a jegyzési garanciavállalás kockázatának csökkentése, a prospektusfelelősség csökkentése, illetve a profitszerzés céljából szándékosan alulárazzák az IPO részvényeket. A kisbefektetők pedig a korlátozott racionalitásukkal járulnak hozzá a rövid távú alulárazódáshoz. A viselkedési pénzügytan taglalja, hogy a döntésekben nem csak a racionális, de az emocionális tényezők is jelen lehetnek (Farkas 2021). Továbbá a befektetők jelentős mértékben túlfantáziálhatják a helyzetet és túl optimistán állhatnak az IPO részvények jövőbeli teljesítményéhez.

Kecskét et al. (2019) azzal vonja felelősségre a befektetési vállalkozásokat az alulárazódás kapcsán, hogy a forgalmazók úgy próbálják lekötelezni – akár a preferenciális részvényallokáció keretében – a befektetői ügyfeleiket, hogy olyan IPO részvényeket oszt nekik, amelyekkel rövid távon jelentős hozamokra lehet szert tenni. Következő oka az alulárazásnak a befektetési vállalkozás felől, hogy a jegyzési garanciavállalás kockázatának csökkentése érdekében szándékosan egy olyan árfolyamot határoz meg kibocsátási ár gyanánt, amely mellett az értékesítés még véletlenül sem ütközik akadályba és semmiképpen sem fordul elő a másodlagos piaci árfolyamesés. A részvények maradéktalan értékesítésével a kibocsátók körében, míg az másodlagos piaci árfolyamesés lehetőségét kizáró árazással a befektetők körében is növekszik a forgalmazó reputációja. Nem elhanyagolható szempont az sem, hogy amennyiben a piaci árfolyam a kibocsátási árfolyam felett marad a másodlagos piacon, eszébe sem jutna a befektetőknek peres eljárást indítaniuk a kibocsátó és a forgalmazó ellen prospektusban szereplő információk valótlanúságára és hiányosságára hivatkozva. Márpedig, ha a prospektus felelősség kockázatát csökkenteni akarja a forgalmazó, akkor az alaposabb due diligence végrehajtása mellett egy alacsonyabb kibocsátási árfolyamot kell meghatároznia.

7. RÖVID ESETTANULMÁNYOK MAGYAR VÁLLALATOK TŐZSDEI BEVEZETÉSÉRŐL

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás teoretikus áttekintése után érdemesnek tartok bemutatni néhány magyar IPO sztorit, hiszen egyrészt ezek segítségével az előbbieken felvázolt elméleti kategóriákat a gyakorlati megvalósulásukkal lehet igazolni, másrészt úgy gondolom tartalmazhatnak olyan magyar tőkepiaci specifikumokat, amelyek további tényezőként vehetőek figyelembe az IPO-ról való döntéshozatalban Magyarországon. Az általam felvázolt tőzsdei bevezetések mögött lényegesen eltérő motivációk és megoldások jelennek meg a megvalósítás terén. Az esettanulmányok módszertani hátterét egy szekunder kutatással kiegészített primer kutatás adja. Ezen források szintetizálásával mutatom be, hogy hogyan zajlott a Megakrán, a DM-KER és a Civita Group bevezetése a BÉT-re.

Primer kutatás keretében interjút készítettem Vitkovics Péterrel, aki változásmenedzserként és stratégiai tanácsadóként számos társaság tőzsdei bevezetésében részt vett az elmúlt években. Ennek megfelelően kellő rálátással és részletességgel tudott beszámolni a DM-KER Nyrt., illetve a Megakrán Nyrt. BÉT-re történő bevezetéséről. Az interjú Vitkovics Péterrel 1 órán át tartott és 2023. szeptember 15-én zajlott le online formában Microsoft Teams felületen. Az interjú egy félig strukturált, rugalmas, kvalitatív formájú, szakértői mélyinterjú volt, amelyben a kérdések kivétel nélkül nyitottak voltak. A kérdések a DM-KER és a Megakrán tőzsdei bevezetésének fontosabb állomásairól, részleteiről szóltak, illetve kitértünk az interjú során a tőzsdei jelenlét vélt és valós előnyeire, illetőleg hátrányaira is. A teljes átláthatóság érdekében olyan kérdéseket tettem fel az interjúalany részére, amelyekre a válasz a nyilvánosság számára nem, vagy csak nehezen elérhető (I. melléklet). A válaszokat számítógépes rögzítőprogram hiányában jegyzetszerűen dokumentáltam.

Szekunder kutatás gyanánt pedig olyan nyilvános közzététel útján elérhető dokumentumokat szereztem meg az interneten keresztül, amelyeknek relevanciája van a kutatási kérdés megválaszolásához, kiegészítve ezzel az interjú során megszerzett információkat. Ezen dokumentumok körébe a vizsgált kibocsátók és a BÉT hivatalos honlapján elérhető információs dokumentumok, kibocsátási tájékoztatók, hirdetmények, független elemzések, vezetőségi jelentések, pénzügyi beszámolók, főleg azoknak kiegészítő mellékletei, valamint közgyűlési jegyzőkönyvek, kiadványok tartoznak. A kutatásom során a hivatalos, publikus közzétételek mellett pénzügyi szaksajtóban, online gazdasági újságokban és üzleti magazinokban fellelhető cikkeket is gyűjtöttem. Ezen források közül a legjelentősebbnek a Portfólió.hu, Világgazdaság, Forbes és a Növekedés.hu számít.

7.1. A Megakrán tőzsdei bevezetése

A Megakrán a hazai KKV szektor tőzsdei bevezetéseinek úttörője. A 2003-ban alakult one-man show jellegű vállalkozás Langmáhr Tamás nevéhez köthető. A kezdetektől fogva a daruzás és szerkezetépítés volt a társaság fő profilja. Azóta a szolgáltatásportfólióját az évek során folyamatosan bővítette, így magasemelési gépek bérbeadásával, valamint munkavédelmi és emeléstechikai eszközök értékesítésével is foglalkozik. A Megakránt a 2008-as gazdasági világválság piaci visszaesése hátrányosan érintette, ugyanis építőipari beruházások hiányában nagyon kevesen voltak hajlandóak igénybe venni a társaság emeléstechikai eszközeit, dacára annak, hogy közvetlenül a válság elején cserélték le az eszközparkot egy újabb, modernebb eszközök csoportjára. A Megakrán a rossz fizetési fegyelem miatt az építőipari projektektől elfordult, inkább az iparvállalatok felé orientálódott, ahol ugyan komplexebb ügyletekbe kellett belefolygni, magasabb elvárásoknak kellett megfelelni, de a társaság eleget tudott tenni azoknak. Az építőipari piacot a 2008-as válság jelentős mértékben visszavetette, így csak azok az emeléstechikai cégek tudtak talpon maradni, akik időben elpártoltak az építőipartól. Ezen néhány szerencsés társaságok között volt a Megakrán is. Ráadásul kiemelendő, hogy a Megakrán a fejlesztéseit, karbantartásait nyereségvisszaforgatásból finanszírozta, nem pedig idegentőke igénybevételeivel, ellentétben a versenytársakkal, akik sorra buktak bele az eladósodásba. Az emeléstechikai piac kínálatát biztosító vállalatok több, mint fele csődbe ment, melynek eredményeképpen 2010 környékére egy letisztult piac alakult ki, amely csak arra várt, hogy egy válságot túlélő társaság biztosítson megfelelő mennyiségű és minőségű emeléstechikai gépkínálatot. Ennek maradéktalanul eleget tett a Megakrán, hiszen a társaság piaci pozíciója töretlen volt és a társaság szakmai színvonala is folyamatosan emelkedett. 2010-es évek elején a tevékenységek diverzifikációjával és az emeléstechikai eszközök online értékesítésének beindításával egy dinamikus növekedési pályára állt a társaság. 2016-ban végül a főtulajdonos úgy érezte, hogy az operatív folyamatokból a háttérbe kell vonulnia, és inkább csak a stratégiai döntéshozatalban kell részt vennie. Ezzel lényegében letette a Megakrán nagyvállalattá válásának első alapkövét. 2017 elejére pedig már egy szofisztikált vállalatirányítási rendszert is bevezettek, amely kellő hatékonysággal tudta kiszolgálni a társaság menedzsmentjének információs szükségletét. Az ügyfélkiszolgálást pedig az SAP ügyviteli és integrált vállalatirányítási rendszer, valamint egyedileg kidolgozott kontrolling rendszer alkalmazásával fejlesztették.

A Megakrán célja az volt, hogy az általa már kialakított öt divízió (emeléstechika, géptelepítés, kereskedelem, szakértői szolgáltatások, gépbérlet) erősebb és meghatározóbb szereplő legyen a magyar piacon. Az ehhez tartozó stratégiai elképzelés középpontjában az

alapító tulajdonos szerint pedig az állt, hogy a társaság minél komplexebb megoldásokat tudjon nyújtani az ügyfelei számára törekedve arra, hogy munkavédelmi és környezetvédelmi szempontból is kifogásolhatatlan legyen a szolgáltatásuk. A magasabb színvonalú szolgáltatáshoz pedig jobb minőségű és korszerűbb gépek kellettek. Az emeléstechikai gépek beruházásáról pedig tudni kell, hogy magas kezdő és relatíve magas folyó működési pénzkiáramlást jelent, hiszen a karbantartásuk meglehetősen sok költséget jelent a társaság számára. A további fenntartható növekedés érdekében felmerült beruházási igények megkövetelték, hogy a társaság a tőzsdei bevezetés mellett döntsön 2017-ben. A Megakrán IPO elsődleges célja tehát a forrásszerzés volt, de nem csak szimplán egy részvénykibocsátás útján szerezhető tőkebevonás, hanem kifejezetten a bankszektor és a bankhitelt, pénzügyi lízinget, mint tőkét akarta „megversenyeztetni” a különböző tőzsdei bevezetés után elérhető finanszírozási formákkal, mint például a nyilvános részvény- vagy kötvénykibocsátással. A társaság vezetősége kézzelfogható előnynek látta az IPO utáni pénzügyi rugalmasságot is. Másrészt a társaság kifejezetten keresett egy olyan platformot, ahol a brandépítést egy teljesen új szintre emelheti és erre a tőzsde egy kiválóan alkalmas felület. A tőzsdei bevezetés többi előnyeiről a döntéshozatal során nem esett szó. A döntéshozatal során úgy gondolta a tulajdonos, hogy a tőzsdei hátrányok mind eltörpülhetnek az előnyök mellett. A társaságnak semmi titkolni valója nem volt sosem és nagy valószínűséggel a tőzsdei bevezetést követően sem derült volna ki olyan információ, amely miatt a társaság imázsa romba dőlhetne. A vállalat ellenséges felvásárlása miatt aggodalom pedig egyáltalán nem volt, sőt úgy gondolták, hogy abban az esetben, ha a társaságot valaki fel is akarja majd vásárolni a tőzsdén, akkor az még jobb is, mintha azt zárt körben tennék, ugyanis a tőzsde objektív értékmérése és a szabályozott piaci környezet megvédi társaságot attól, hogy áron alul jussanak a társaság vagyonához, illetve etikátlan megoldásokhoz folyamodjon a felvásárló cég. Egyedüli aggodalomként merült fel a részvényárfolyamoknak való folyamatos kitettség, ugyanis az, hogy a társaság árfolyamaira bármi kihathat, ami a makrogazdaságban releváns, eléggé megnehezíti a társaság zavartalan működését. Tehát a makrogazdasági hatásoknak való nagyobb kitettségtől való félelem egy adekvát ok a tőzsdei bevezetés negatív hozadékain belül a Megakrán esetében.

A BÉT közreműködésével Langmáhr Tamás főtulajdonos és néhány vezetőségi tag csatlakozott az ELITE programba, amely képzés keretében magukévá tették a nagyvállalati pénzügyi kultúrát és egy olyan szemléletet alakítottak ki, amely a társaság további növekedéséhez elengedhetetlennek bizonyult. A tőzsde az ELITE képzési programon keresztül lényegében megmutatta az alapító tulajdonosnak, hogy mégis mit jelent a nyilvános tőkepiaci jelenlét akár egy olyan, KKV-k igényeire szabott piacon, mint az Xtend-en vagy egy nagyobb

elhivatottságot és megmérettetést jelentő kategóriában, mint a Standardon. A BÉT nagyon inspirálónak találta a társaság történetét. A Megakrán mögött egy valódi teljesítményt és tehetséges vezetőséget talált, amely nem fél a változástól és megfelelő módot tudja magát pozicionálni az emeléstechikai eszközök piacán az elmúlt évek tapasztalatai alapján. Kifejezetten üdvöztetőnek tartotta a BÉT azt, hogy a humántőkébe való befektetésre is sor került a társaságon belül különböző menedzsmentképzések igénybevételével. Ennek okán a BÉT50-ben teljesen jogosan kapott helyet a Megakrán, lényegében bekerült egy olyan sikeres KKV-kat felkaroló kiadványba, amely főként olyan hazai tulajdonú vállalatokat tartalmaz, amelyeknek a tőzsdeérettség szintjét is elérték és a magyar KKV szektornak példaként szolgálhatnak.

A Megakrán tőzsdei bevezetésének előmunkálatai viszonylag rövid ideig tartottak, ugyanis a tőzsdei bevezetés mellett való döntéskor is nagyjából már rendelkezésre álltak azok az eszközök és funkciók, amelyek a nyilvános működéshez szükségesek. Leglényegesebb átalakuláshoz kapcsolódó munkálatok közé sorolható a társaság zártkörű részvénytársasággá történő átalakulása és a hozzá köthető jogszabályok által előírt szervek létrehozása, mint például az audit bizottság és a felügyelőbizottság. A részvényárfolyamok kordában tartása végett a társaság elhatározta, hogy a tőzsdei jelenléte alatt nagyon aktívan tartja a befektetőivel a kapcsolatot és minden kérdéses helyzetben a részvényeseket megnyugtatja, kellő részletességgel tájékoztatja. Ennek érdekében egy befektetői kapcsolattartásért felelős részleget is létrehozta, ahova egy jól megszervezett toborzási folyamat keretében megtalálták a megfelelő kollégát. A tőzsdei bevezetéshez és az arra való felkészüléshez köthető költségek nagy részét effektíve a vállalatnak nem kellett elszenvednie, ugyanis 2018-ban a BÉT Mentoring programja keretében egy 40 millió forintos GINOP-pályázati támogatásban részesült legelsőként, amely támogatásra a gyors növekedési potenciállal rendelkező, későbbiekben vonzó befektetési lehetőséget kínáló KKV-k pályázhattak. A pályázati keretösszeget pedig csak az IPO-ra való felkészülésre lehetett felhasználni.

A leendő kibocsátó tőzsdei bevezetésének legfontosabb állomása az volt, amikor 2018-ban jelezte a BÉT felé részvényeinek tőzsdére történő bevezetésének szándékát egy akkoriban még teljesen új piacra, a BÉT Xtendre. Azért került választás erre a kategóriára, mert a bevezetési költségek és forgalomba tartási követelmények jóval kisebbek a többi kategóriához képest, másrészt a BÉT Xtend által biztosított nyilvánosság és maga az a tény, hogy elsőként a Megakránt vezetik be a KKV szektornak dedikált részvénykategóriába, teljesen összeegyeztethető volt a társaság célkitűzéseivel és igényeivel. A BÉT egy nagyon egyszerű utat mutatott a Megakrán számára az IPO felé. Minden IPO szempontjából lényeges feladatra

egyetlen egy szereplőt „utalt ki”, mégpedig a kijelölt tanácsadót, avagy NOMAD-ot (*nominated advisor*). A BÉT által megbízott kijelölt tanácsadó az MKB Bank Zrt. volt, amely rövidesen és készségesen elfogadta a felkérést. Elsőként az MKB egy alapos és átfogó due diligence-t folytatott le a Megakránra vonatkozóan az EY Ügyvédi iroda tőkepiaci szakértő gárdájának közreműködésével, akik szintén végigkísérték a társaságot az IPO során. Az átvilágítás három irányból is megtörtént. Üzleti megvilágítás gyanánt átbeszéltek a vezetőséggel, hogy milyen válságokon ment át a társaság és azokra milyen válaszreakciót adtak, illetőleg tisztázták a társaság közép és hosszútávú elképzeléseit. Pénzügyi átvilágítás kapcsán a társaság beszámolóit tekintették át tartalom és jogszabályi megfelelés szempontjából, másrészt az elmúlt évek jelentősebb gazdasági eseményeire is kitértek. Harmadrészt a társaság összes releváns jogi dokumentumát, kiváltképpen a kötelmi jogi területre vonatkozó részeket tisztázták a Megakránnal kapcsolatban. Az átvilágítást követően az MKB Bank tőkepiaci szakemberei a BÉT és a potenciális befektetők számára Magyarországon először írhattak egy kibocsátási prospektusnál kisebb terjedelmű, egyszerűsített tájékoztatót, mégpedig az úgynevezett információs dokumentumot. Az információs dokumentum megírása jóval kevesebb időt vett igénybe, mint egy standard kibocsátási tájékoztató. Az információs dokumentumot a bevezetési kérelemmel együtt elküldte az MKB Bank a BÉT felé 2018 szeptemberében, ugyanis az Xtend-re történő bevezetéshez az információs dokumentumot nem a Felügyeletnek, hanem a BÉT-nek kell jóváhagyni. Október 1-jén a BÉT az információs dokumentumot elfogadta, másnap a társaság törzsrésztvényeit regisztrálták az Xtend piacon, viszont kereskedni még nem lehetett a részvényekkel, ugyanis hátra volt még a tervek alapján egy zártkörű tőkebevonás. A papírok regisztrációja után közvetlenül az Megakrán Zrt. működési formát váltott, nyilvánosan működő részvénytársasággá vált. A kijelölt tanácsadó az IPO előtti zártkörű részvénykibocsátásban is közreműködött, mivel a leendő kibocsátó a közgyűlésen 2018 októberében döntött egy zártkörű tőkeemelésről. Ennek kapcsán szervezett különböző befektetői találkozókat, sőt roadshowt is intézményi és minősített magánbefektetők részére az MKB Bank azért, hogy a Megakránt jobban megismerjék a potenciális befektetők. Sőt kifejezetten az intézményi befektetők igényelték azt, hogy találkozzanak a társaságot reprezentáló vezetőséggel. A befektetőkkel való interakcióknak és az MKB közreműködésével köszönhetően egy sikeres zártkörű részvénykibocsátást folytatott le a Megakrán 678 millió forintos tranzakciós értéken, amelynek nagyjából 40%-át az Ntfa adta, egyik 30%-át egyéb intézményi befektetők, míg a másik 30 %-át pedig sok magánbefektető. A Megakrán zártkörű tőkebevonása nem csak azért tekinthető sikeresnek, mert annyi természetes személytől is képesek voltak tőkét gyűjteni, hanem azért is, mert az Ntfa legeslegelső befektetése is a Megakrán volt. A zártkörű tőkeemelés során az új

részvényeket a KELER-nél megkeletkeztették, majd a KELER nyilatkozatot tett arról, hogy tőzsdei bevezetésre vonatkozóan az újonnan kibocsátott törzsrészvényeket elszámolásra és értékpapírnyilvántartásra elfogadja, majd a BÉT Xtend piacára a BÉT jóváhagyásával be is regisztrálták a részvényeket. Ennek eredményeképpen immáron a régebbi részvények, valamint az újonnan zártkörűen kibocsátott részvények is regisztrálva lettek. A BÉT Xtend piacon végül 2018. december 4-től lehetett kereskedni Megakrán részvényekkel.

A Megakrán a mai napig kiemelkedő tagja a BÉT kibocsátóinak. 2021-re már a Standard kategóriába is képes volt fellépni, ahol a nyilvános működésnek sokkal szigorúbb feltételei és követelményei vannak. A kibocsátó tulajdonosai, illetőleg vezetősége a mai napig hálás azért, hogy 2018-ban az IPO mellett döntöttek. A tőzsdei jelenlétnek szinte minden létező előnyét megtapasztalhatták a bevezetés óta. A BÉT Xtend legelső kibocsátójaként óriási médiafigyelmet kapott. Nem telt el olyan hét az IPO előtt és után közvetlen, hogy ne hívták volna el Langmáhr Tamást vagy valamelyik vezetőségi tagot interjúkra, beszámolókra, előadásokra, valamint pénzügyi tematikájú rádióadásokra vendégként. A Megakrán rendesen fürdőzött a nyilvánosságban, ezáltal ki tudott alakítani magáról egy olyan képet a vevőkörében, amelyben a társaság egy megbízható partner, akivel üzletelni mindenképpen érdemes. A kibocsátó a tőzsdei bevezetést követően nyilvános részvénykibocsátással nem élt, de hitelfelvétellel annál inkább, ugyanis ténylegesen képes volt kihasználni a javult alkupozícióját a bankokkal szemben és ez főként az ár jellegű hitelezési feltételekben nyilvánult meg. Továbbá a Megakrán a részvényesire az előzetes elképzeléseinek megfelelően odafigyelt és a befektetőkkel való szoros kapcsolat megtartására. Olyannyira sikeresen tette mindezt, hogy a BÉT Legek elnevezésű legkiemelkedőbb teljesítményeket díjazó eseményén résztvevők között különdíjazott is volt nem egyszer az elmúlt években a legjobb befektetői kapcsolattartó kategóriában. Egyéb kiemelhető realizált előnynek számít a javadalmazási politikában alkalmazható ösztönzési rendszer, a Munkavállalói Résztulajdonosi Program (továbbiakban: MRP) beépítése. Az MRP egy meglehetősen hatékony részvényalapú juttatási forma a munkavállalók számára, kedvezőbb járulékfizetési kötelezettséggel.

7.2. A DM-KER sztori

A DM-KER egy válságban született és válságban felvirágzó társaság. A 2008-as alapítása óta foglalkozik építőipari gépek kereskedelmével. Eleinte inkább használt gépek tovább értékesítése volt a fő profilja, majd miután rájöttek a társaság alapítói - nevezetesen Bátor Ferenc és Megyeri Sándor – arra, hogy a gépek alkatrészeinek a kereskedelme és szervizeltetése sokkal jövedelmezőbb piacnak számít a pusztán használt gépek értékesítéséhez képest, ezért a

társaság tevékenysége eltolódott az újonnan gyártott gépek irányába. Az új gépek forgalmazásának megkezdése érdekében világmárkák képviselőit keresték meg különböző világkiállításokon. Végül egy Doosan és Bobcat gépeket forgalmazó osztrák cég kereste fel a DM-KER-t azért, hogy nem-e szeretne az alforgalmazója lenni Magyarországon. Az alapítók bebizonyították az osztrák partnernek, hogy képesek az új kibocsátású gépek forgalmazására és élve az ajánlattal egy jóval stabilabb növekedési és prosperáló időszak állt be a társaság életében. Mindez addig tartott, amíg az osztrák beszerző partner pénzügyileg nehéz helyzetbe nem került. A DM-KER sok időt és pénzt fordított arra, hogy a Doosan-Bobcat gépek közvetlen importőr dealerévé váljon Magyarországon az osztrák partner bukása után. A mezőgazdasági gépek felé történő kitekintés mentette meg végül a társaság piacvezető pozícióját. Az építőipar ciklikus és a mezőgazdaság stabilabb piaca egy olyan diverzifikált vevőportfóliót tudott a társaság számára biztosítani, amely mellett megkezdődött egy újabb növekedési időszak az árbevétel és a létszám tekintetében is. A DM-KER végül 2015-től kizárólagos importőre a Doosan-Bobcat gépeknek és a mezőgazdasági-építőipari gépek B2B piacának egyik legjelentősebb szereplőjévé vált Magyarországon. Ezen növekedéshez és sikerekhez pedig szükség volt a társaság alapító-menedzsereinek munkájához. A két alapító egymást kiegészítő tulajdonságai és tūpontos ágazati meglátásaik, szakértelmük a társaság alapításától eljuttatták a DM-KER-t 2017-ben egy olyan szintre, amikor már érezték, hogy „nagyvállalatosodia” kell a társaságnak, és kénytelenek voltak belátni, hogy az ő tulajdonosi státuszuk a mindennapi operatív munkában inkább hátrányt jelent, mint előnyt. Úgy látták a tulajdonosok, hogy a társaság kellően felkészült arra, hogy a jövőben egy feltörekvő, dinamikusan növekvő, tőzsdei vállalattá válás útján elinduljanak. Látták azt, hogy ezen megoldáshoz komoly szervezeti átalakulás szükséges és lényegében ebben a pontban kezdődött el a társaság nyilvános működésre való felkészülése. Felkérték Vitkovics Pétert, hogy segítse a társaságot ebben a folyamatban, hiszen egy ilyen fordulathoz szükséges egy olyan objektív, külső szereplő, aki az operatív munkálatokba belemerült tulajdonosvezetőknek meg tudja mutatni, hogy a társaság hogyan néz ki aktuálisan és hogyan kellene kinéznie. Abban egyeztek meg, hogy egy modern, átlátható és tőzsdeképes közép vállalattá változtatják a DM-KER-t.

A DM-KER kitűnt a KKV szektorból abból a szempontból, hogy a társaságnak már az alapítás óta is megvolt a saját stratégiája, amelyet folyamatosan felülvizsgált és annak megfelelően alakított, ahogyan a piaci körülmények azt megkövetelték. A DM-KER víziója lényegében az volt, hogy Magyarországon és akár a környező országokban piacvezető mezőgazdasági és építőipari gépek forgalmazója lesz. A kereskedelmi folyamatban pedig továbbra is kiemelt szempont marad az ügyfélélmény, illetőleg az ügyfelekkel való szoros

kapcsolattartás. A társaságnak stratégiájában fontos eszköznek bizonyult a tőzsdei bevezetés, hiszen forrásra volt szükség vállalatfelvásárlásokra és külföldi expanzióra, valamint egy olyan platformra kívánt belépni, ahol a nyilvánosság előtt tudhatja magát egy szabályozott környezetben, ezzel pedig jelezve a beszerzők és beszállítók felé azt, hogy a társaság egy erősödő és megbízható partner. Lényegében ez a kettő tényező volt az, amely miatt a tőzsdei bevezetés mellett döntöttek dacára annak, hogy a leglényegesebb hátrányokkal is tisztában voltak. A nyitott könyv státusz egyáltalán nem riasztotta el a céget, ugyanis a tulajdonosok úgy gondolták, hogy semmilyen titkolni valójuk nincs az érdekhordozók elől, azaz nem hullott volna ki csontváz a szekrényből. A transzparens működést a társaság mindig is előnyösebbnek, korrektebbnek tartotta. Másrészt egyáltalán nem vetődött fel félelem amiatt, hogy a tőzsdére lépést követően a társaságot felvásárolná valamely más társaság, ugyanis a tulajdonosi szerkezet kellően koncentrált maradt volna az IPO-t követően és az alapító tulajdonosok az üzletpolitikai döntésekbe továbbra is bele kívántak szólni, hiszen szívügyükké vált a társaság, csak az operatív működtetést adták volna át egy új, kompetens menedzsmentnek. Sok sajtónyilatkozatban az alapítók azt mondták, hogy eszük ágában sincs kilépni, mert az IPO-t követően fog a társaság csak igazán egy nagy volumenű növekedésbe kezdeni.

A DM-KER tőzsdei bevezetésének egyik legfontosabb támogatója, közreműködője konkrétan maga a BÉT volt. A társaságnak meglehetősen sok eszközre volt szüksége az előmunkálatok során, amelyhez a BÉT középállalati igényeihez alakított szolgáltatáspalettájának egyes elemeit igénybe is vette. Első ilyen kritikusan fontos segítség volt a BÉT felől az ELITE programban való részvételi lehetőség biztosítása. Másrészt a tőzsde megkereste a társaságot a BÉT50 kapcsán 2018-ban és a kiadványban helyet is kaptak. Ez már jelzésértékű volt a társaság számára, hiszen a BÉT a mai napig is előszeretettel fogad tőzsdei bevezetésre olyan vállalatokat és szívesen dolgozik együtt olyan társaságokkal, amelyekkel már találkozott a BÉT50 kapcsán. Maga a kiadványban való szereplés is hatalmas figyelmet generált a társaság felé. Már ekkor is felfedezni vélték a saját bőrükön, hogy a nyilvánosság által elérhető PR és marketingkommunikáció adta előnyök mennyire könnyen realizálhatóak. Látván, hogy a társaságoknak milyen lehetőségeik adódnak egy IPO-t követően, a DM-KER vezetősége döntött a tőzsdei bevezetés mellett és elkezdődtek az előmunkálatok. A tőzsdére való felkészülésben és a piaci növekedésben a Covid által okozott általános gazdasági és piaci visszaesés sem okozott problémát. Mindez köszönhető annak, hogy a társaság vezetősége megfelelően pozícionálta a termékeket a piacon és egy olyan diverzifikált vevőportfóliót tudott fenntartani, olyan ügyfélorientált, perszonális kapcsolatokra épülő üzletpolitikával, amelynek következtében előre tudott törni és még egy járvány okozta recessziós hangulatban is képes volt

az üzleti sikert megingathatatlanul megtartani. Ráadásul a társaság az alapítása óta eltelt években folyamatosan tartalékolta a felélénkülések időszakában olyan esetekre, amelyekben veszélybe kerülhetne pénzügyileg a társaság, mint például egy járványhelyzetben.

Az átalakulás során nagyon sok konfliktust kellett kezelni és meglehetősen sok könnycseppet hullajtani a vezetőség és a beosztottak felől is. Sérelmek, elbocsátások és kilépések sora következett be, réges-régi kollégáktól kellett megválni, baráti kapcsolatokká kinövő munkaviszonyokat megszüntetni. A külső stratégiai tanácsadó felvázolta, hogy hogyan nézne ki a társaság optimális szervezeti felépítése úgy, hogy az alapító-tulajdonosoknak nyomát se lehessen találni abban. Három kulcsfontosságú pozíciót emelt ki a tanácsadó, mégpedig az értékesítési-, gazdasági és vezérigazgatói posztot. Egy hosszas HR toborzási folyamat eredményeképpen megtalálták a megfelelő szakembereket az új menedzsmentbe. Ezzel párhuzamosan tértek rá a társaság vállalatirányítási rendszerének tökéletesítéséhez is. Úgy gondolták, hogy a transzparencia megköveteli azt, hogy egy korszerűbb, integrált vállalatirányítási rendszert alkalmazzanak és megteremtsék ennek informatikai hátterét is. Hamarosan következett a társaság átalakulása korlátolt felelősségű társaságról zártkörűen működő részvénytársasággá. Ehhez köthetően a jogszabályok által előírt vállalatirányítási szerveket is létrehozták és azokhoz is megkeresték időben párhuzamosan a megfelelő személyzetet. Ilyen hangsúlyos szervezeti egység volt a felügyelőbizottság, az audit bizottság, befektetői kapcsolattartásért felelős részleg, valamint a külön a tényleges menedzsmentet jelentő vezetőség felállítása az igazgatóság mellé.

A társaság a tőzsdei bevezetés célkategóriájának a BÉT Xtend piacot választotta, ahol a KKV-k igényeire szabva egy sajátos és sokkal egyszerűbb folyamatot kellett végig járnia az IPO szempontjából és az ott elérhető lehetőségek tökéletesen megfelelték a társaság igényeinek. Ezenkívül az Xtend-et egy ugródeszkának tekintették ahhoz, hogy a tőzsdén magasabb kategóriába léphessenek. A kijelölt tanácsadó a DM-KER esetében a Random Capital Broker Zrt. volt. A Random Capital a leendő kibocsátóval való kisebb találkozások, tanácskozások során mérlegelte, hogy alkalmas-e a vállalat a nyilvános tőkepiaci létre és a DM-KER abszolút pozitív fogadtatást kapott. A segítség először abban nyilvánult meg, hogy a Random Capital szervezte és hajtotta végre a társaság előzetes due-diligence vizsgálatát. Ténylegesen volt egy pénzügyi és jogi jellegű átvilágítás, amelyekhez kapcsolódóan még külsős szakembereket, különböző társasági és pénzügyi jogban jártas jogászokat, valamint könyvvizsgálókat is segítségül kértek. A pénzügyi átvilágítás kapcsán megfigyelték az elmúlt néhány év gazdasági eseményeit és azok hatását a társaság vagyoni, pénzügyi, jövedelmi helyzetére, illetve teljesítményére és pénzáramlásaira. Jogi átvilágítás kapcsán pedig meglehetősen sok figyelmet

fordított a Random Capital az átalakuláshoz, működési forma váltáshoz köthető dokumentációra, az alapszabály megszövegezésére és kapcsolódó jogszabályoknak való megfelelésére. Az egész átvilágítási folyamat végterméke pedig az információs dokumentum lett, amelyet szintén a Random Capital állított össze 2019. november 28-ai keltezéssel. Ezt információs dokumentumot a Random Capital közreműködésével benyújtotta a DM-KER a BÉT felé. Időközben a DM-KER a forrásgyűjtés gyanánt két részvénykibocsátást is tervezett. Először egy zártkörű tőkeemelést tervezett és bonyolított le sikeresen a Random Capital közreműködésével 2019 végén a tőzsdei bevezetés kapcsán, amely keretében közel 1 milliárd forintnyi tőkét vont be nagymértékű túljegyzéssel. A zártkörű részvénykibocsátás során jelentős részesedéshez jutott a DM-KER-ben az Ntfa is. Az alaptól kapott forrás egy részét a nyilvános működés érdekében végrehajtott átalakítások és változtatások költségeinek fedezésére használták fel. Második körben pedig egy lakossági befektetőket megcélzó nyilvános részvénykibocsátásra került volna sor a tőzsdei bevezetést követően rövidesen, de erről végül a közgyűlés lemondott, mert a zártkörű forrásbevonás bőven elegendőnek bizonyult, másrészt a DM-KER részvények tőzsdei teljesítménye kellően vonzó volt a lakossági befektetők számára ahhoz, hogy a másodlagos piacon részesülni vágyjanak a társaság további sikereiből, ezáltal a társaság részvényeinek kellő likviditása a bevezetéssel lényegében már biztosítva volt. A BÉT 2019. december 11-én jóváhagyta az információs dokumentumot, majd a DM-KER közgyűlése határozatot hozott arról, hogy a zártkörű tőkeemelésből újonnan kibocsátandó törzsrészvényeket a KELER-nél megkeletkezteti és azok regisztrációját kezdeményezi a többi DM-KER törzsrészvénnyel együtt az Xtend piacra. A folyamat eredményeképpen 2020. január 30-ától lehetett kereskedni DM-KER részvényekkel a BÉT Xtend-en.

A DM-KER az IPO-ja óta töretlenül tagja a BÉT kibocsátói csoportjának, sőt azóta csak előretört a nyilvános tőkepiacon, ugyanis Xtend kategóriából 2022-ben Standard kategóriába lépett fel, ahol sokkal szigorúbb követelményeknek kell megfelelnie egy effektíve szabályozott piacon. A DM-KER tulajdonosai és vezetősége a mai napig nem bánták meg azt, hogy a tőzsdére vitték a vállalatot. Olyan további előnyöket véltek realizálni, amelyekbe bele sem gondoltak. Ilyen pozitív hozadék számukra például az, hogy mennyire egyszerű a BÉT közreműködésével egy olyan relatíve olcsó ösztönző juttatási rendszert beépíteni a javadalmazási politikájukba, mint például az MRP-t. Másrészt arra is ráébredtek, hogy a tőzsde objektív értékmérése mennyire jól vissza tudja tükrözni a társaság teljesítményét, ezáltal a munkavállalók és a menedzsment a visszajelzést nem egy belső vállalati információs csatornán keresztül éri el, hanem egy hivatalos, külső piaci platformról. A DM-KER alapítók elvárásainak a tőzsdei bevezetés maradéktalanul eleget tett, hiszen az IPO után is a pénzügyi és

ágazati szaksajtóban, különböző tematikus podcastekben nem egyszer kapott szereplési lehetőséget, azaz ki tudott alakítani egy olyan imázst a mezőgazdasági és építőipari gépek piacán, ahol a vevők és a szállítók örömmel és bizalommal fordulnak hozzá.

7.3. A Civita IPO

A Civita Group a magyar tőkepiac egyik legnagyobb sikertörténete 2023-ban. A társaságot rendszerváltást követően közvetlenül alapította Vaszkó László akkoriban még malomipari családi vállalkozásként a Debrecen melletti Monostorpályin és a fő profilja eredetileg a kukorica őrlemények készítése volt. Az elmúlt 30 év alatt a Civita csoport fejlődésének alapja az innováció és a piaci helyzet folyamatos felülvizsgálata volt. Az alapító, illetve az őt követő generációba tartozó Vaszkó Gábor és testvére a mai napig elkötelezettek a szisztematikus termékfejlesztés mellett, ugyanis hamar felismerték azt, hogy mivel kukorica őrleményekből a Európa és a világ más tájain is termelnek, a versenyképesség és a piaci pozíció megtartásának kulcsa az innováció. A termékfejlesztés útján olyan magas hozzáadott értékkel bíró termékeket állítanak elő, amelyeket külföldi országok fogyasztói is szívesen megvásárolnának. A 2010-es években zajlott le a vállalat vezetésében egy sikeres generációváltás, melynek következtében a társaság arca és vezérigazgatója Vaszkó Gábor lett. A Civita csoport tényleges expanziója a magyar élelmiszerek piacán az ő neve alatt gyorsult be. A változó piaci igényeknek megfelelően a Civita elkezdett a gluténmentes tészták felé orientálódni 2013-ban. Ekkoriban a társaság termékportfóliójában nem csak a malomipari termékek, hanem a kukorica tészták és kukorica olajok is megtalálhatóak voltak. Ezt követően a GMO és vegyszermentes mentes termékek előállításába és értékesítésébe fogtak. A mai piaci trendek alapján a mentes élelmiszerek kereslete folyamatosan növekszik a fejlett országokban, kiváltképpen Észak-Amerikában és Nyugat-Európában. Tehát a Civita egy egyre növekvő piaci igény kielégítésére vállalkozott, amelynek kiszolgálása pusztán kapacitás kérdése. 2020-tól folyamatos költségracionalizálási beruházásokat és kutatás-fejlesztési projekteket folytattak le a hatékonyabb, gazdaságosabb és a környezeti szempontból fenntarthatóbb működés érdekében. Ezen beruházások finanszírozása túlnyomórészt az NHP Hajrá hitelprogramon és zártvégű pénzügyi lízing konstrukciókon belül történt, de számos támogatási pályázatot is elnyert a társaság. 2023-ban pedig egy teljesen új piacot céloztak meg, mégpedig az egyszerhasználatos poharak és tányérok piacát. Ehhez köthetően végrehajtottak egy óriási, két és fél milliárd forintos Long-cut gyártósor beruházást 2023. márciusában, amelynek az ünnepélyes átadásán Varga Mihály Pénzügyminiszter is jelen volt. A Civita Group egy meglehetősen magas növekedési potenciállal rendelkező, dinamikusan növekvő iparában tevékenykedő holding társaság, amely farm-to-table jellegű

integrált üzleti modell alapján működik, azaz nem csak a kukorica alapú termékek gyártásával, hanem azok értékesítésével is foglalkozik két külön leányvállalat közreműködésével. A Civita Gorup egyik leányvállalata a termeléssel és gyártással foglalkozó Agri-Corn Kft., míg a másik az forgalmazásért felelős Civita-Food Kft. A forgalmazás tekintetében mind a lakosság felé, mind pedig a feldolgozóipari cégek számára is értékesítenek. Civita téstákkal és olajokkal számos kiskereskedelmi áruházban lehet már találkozni. A magyar tőkepiacon azért egyedülálló sztori a Civita, ugyanis ez az egyetlen élelmiszeripari társaság, amely klasszikus értelemben vett IPO-val érkezett a BÉT-re.

A társaság végérvényesen 2020-ban döntött a tőzsdei bevezetés mellett. A tőzsdei bevezetés mögötti motivációk között a finanszírozás és a brandépítés állt. A finanszírozási motiváció két oldalról közelíthető meg a Civita esetében. Egyrészt be kellett látniuk, hogy a további növekedés érdekében az idegen forrásoktól eltérő más fajta tőkét is szereznie kellett a társaságnak, mert a kedvező feltételek melletti standard banki hitelek, államilag támogatott hitelek és pályázatokon alapuló támogatások is korlátozottak, illetőleg a későbbiekben beigazolódott, hogy olyan kamatkörnyezet is ki alakulhat, amely mellett a tőzsdei finanszírozás komoly alternatívát tud jelenteni. Másrészt a tőzsdei jelenléthez köthető pénzügyi rugalmasság és a bankokkal szembeni magasabb alkupozíció elég csábítónak hangzott finanszírozási. Azért kritikusan fontos a finanszírozási aspektus figyelembevétele, mivel a társaság export tevékenységének egyetlen korlátja a kapacitás, melynek növelése érdekében olyan hatékonyságnövelő beruházásokat szükségesek foganatosítani, mint például az automatizált csomagolási és dobozolási funkcióval ellátott raktár bővítés és silóbővítés. A termelési volumen növeléséért pedig további gyártósor-beruházást szükségeltetik megvalósítani. Ezen beruházásokhoz szükséges tőkét pedig a tőzsdéről is meg tudják szerezni akár egy klasszikus IPO keretében vagy másodlagos részvénykibocsátás alkalmazásával is. A Civita 2004 óta folyamatosan építi a saját maga imázsát a vevői és szállítói köreiben, de maga a tőzsde, mint platform ennek egy teljesen új szintjét tudja biztosítani és előszeretettel szándékozzák kihasználni ezt a fajta pozitív hozadékat, sőt talán ez nagyobb motiváció volt a tőzsdére lépésre, mint maga a finanszírozási lehetőség. A transzparens működést a társaság egyáltalán nem tartja hátránynak annak ellenére, hogy meglehetősen sok kutatási és fejlesztési projektet valósított meg az elmúlt években és még továbbra is vannak termékfejlesztési koncepciók a tarsolyukban. A Civita részvénytárcájának bevezetése sok emberben azt a gyanút keltette fel először, hogy a társaság tulajdonosai exitelni szándékoznának és lényegében „apró pénzzé váltani” az elmúlt 30 év termését. Vaszkó Gábor a befektetők részére az IPO során mindig elmondta ezt követően, hogy a családi vállalkozásból senkinek eszébe sincs kiszállni, a megnövekedett likviditás

előnyét a tulajdonosok élvezni nem szándékozzák. A likviditást kizárólag a jövőben élvező befektetők részére kívánják nyújtani és ennek ad egy meglehetősen kedvező platformot a BÉT és azon belül a Standard kategória. A tulajdonosi szerkezetben a Vaszkó családon kívül volt még egy intézményi kockázati tőkebefektető, mégpedig a PBG FMC Kockázati Tőkealap, amely az IPO-t követően közvetlenül szintén nem szándékozott kilépni.

A Civita Group már hamarabb is figyelmet kapott a magyar tőkepiacon. 2018-ban szerepelt a BÉT50 kiadványban, ahol bemutatták a széleskörű publikum számára, hogy Magyarországról is el tud indulni egy élelmiszeripari sikersztori a KKV szektorból. A kiadványban való szereplést követően pedig a Civita a BÉT KKV-k igényeire szabott szolgáltatáspalettájából az ELITE vállalkozásfejlesztési programot is igénybe vette, hiszen a vezérigazgató úgy gondolta, hogy a program olyan tudást, olyan lehetőségeket és kapcsolatokat nyújthat, amelyek elengedhetetlenek a társaság további fejlődéséhez. Az ELITE-n belül ismerkedett meg például a tőkepiaci jelenléttel általánosan, valamint elsajátította azt is, hogy hogyan kell tárgyalni nemzetközi cégekkel.

Az IPO-ra való felkészülés 3 évig tartott. 2023-ban jutottak el arra a szintre, amikor már biztosan ki merete mondani a vezetőség, hogy a teljes szervezeti átalakulás, a folyamatok racionalizálása, a transzparens működéshez szükséges információs és vállalatirányítási rendszer kialakítása befejeződött, a társaság készen áll a nyilvános működésre. Mivel az IPO-t követően a társaság részvényeivel a Standard kategóriában kereskednek, ezért sarkalatos pont a társaság számviteli információs rendszerével kapcsolatos kérdéskör és az IFRS-re való átállás, ugyanis Standard kategóriában már megköveteli a szabályozott piac jogalkotója, hogy a könnyű összehasonlíthatóság és átláthatóság érdekében a kibocsátók a nemzetközi számviteli standardokat alkalmazzák a magyar számviteli szabályozás helyett. A Civita Group esetén ez még körülményesebb is volt, ugyanis konszolidált éves beszámolót kell készítenie. Mivel a társaság addigi könyvvizsgálója nem rendelkezett IFRS, sem kibocsátói minősítéssel, ezért új választott független könyvvizsgálót kellett keresni és kinevezni. Az új könyvvizsgáló és külső tanácsadók közreműködésével az IFRS informatikai háttérét is meg kellett teremteni, illetőleg a megfelelő személyzettel ellátott audit bizottság felállításáról is szükséges volt gondoskodni.

A Civita Group egy klasszikus értelemben vett IPO-t folytatott le 2023 nyarán, ami azt jelenti, hogy újonnan kibocsátott részvények nyilvános ajánlattételével együttesen vezette be részvényeit a tőzsdére. A magyar tőkepiacon a 2017-es Waberer IPO óta nem volt ilyenre példa. A Civita vezetősége az Unicredit Bank Hungary Zrt.-t kérte fel közreműködő forgalmazónak. A választott közreműködő bankkal számos hitel- és lízingügylet következtében volt már kapcsolata a kibocsátónak, ezért kellő ismeretség mellett készségesen fogadta bank a társaság

felkérését. A Unicredit Bank mellett társforgalmazóként az MBH Nyrt. is részt vett az IPO lebonyolításában, de a fő forgalmazó, aki a nyilvános ajánlattételt és az allokációt koordinálta, az az Unicredit Bank volt. Emellett a kibocsátó külön ügyvédi irodát is keresett az IPO-ban való jogi tanácsadás érdekében. A főforgalmazó különböző külsős szakértők bevonásával egy alapos átvilágítási folyamatot hajtott végre annak érdekében, hogy a társaság üzleti, jogi és pénzügyi karakterisztikáit felvázolhassa, majd a due diligence eljárásból származó információk alapján előállította a közel 700 oldalas kibocsátási tájékoztatót 2023. május 11-én. Az MNB 4 munkanapon át tartó eljárási folyamat eredményeképpen engedélyezte közzétételre a prospektust. A tájékoztató megírása alatt a főforgalmazó folyamatosan egyeztetett a kibocsátóval az újonnan kibocsátandó részvények nyilvános ajánlattételének részleteiről. Úgy állapodtak meg, hogy jegyzési garanciát és másodlagospiaci árfolyamstabilizáció gyanánt keretbővítési megállapodást egyik forgalmazó sem vállal, kizárólag az IPO részvények forgalmazására határozzák el magukat az előre megbeszélt forgalmazási és árazási módszer szerint. A Unicredit Bank a részvények forgalmazására a könyvépítési módszert alkalmazta, amely keretében aktív és intenzív marketingkampányt szerveztek a Civita Group IPO-ja köré. Több körben is tartottak az intézményi befektetők számára az Unicredit Bank szervezésében különböző találkozókat, befektetői klubbokon való részvételi lehetőségeket kerestek, illetve befektetői prezentációkat és még roadshow-kat is tartottak annak érdekében, hogy a leendő kibocsátót megismerhessék. A lakossági befektetők elérése érdekében Vaszkó Gábor nem egyszer szerepelt a Debreceni Televízióban és számos alkalommal adott interjút a hazai tőkepiaci sajtónak, főleg a Portfolio.hu részére. Az IPO alatt a tervezett bevont tőke kétmilliárd forint volt, de túljegyzés esetén maximálisan 2,4 milliárd forintig volt hajlandó elfogadni tőkét a Civita Group. A jegyzési eljárás előtt meghatározta a fő forgalmazó a kibocsátóval való tárgyalást követően a részvényenkénti minimális és maximális árat tartalmazó ársávot. A megegyezés szerint 650 és 850 forint részvényenkénti árfolyam lett meghatározva. A jegyzési eljárás kezdete 2023. június 1-je volt és egészen június 23-áig tartott. Eredetileg rövidebb jegyzési időszakot határoztak meg, csupán június 15-ig tartott volna, de a kormány befektetési alapokra, valamint a szociális hozzájárulási adóra vonatkozó jogszabálmódosításai végett meghosszabbították, hogy a befektetők megfelelő időt kapjanak a tájékozódásra. Nagyon sok befektető örömdetesnek tartotta azt, hogy a BÉT-en kereskedett részvényekkel kapcsolatosan nem merül fel szociális hozzájárulási adó kötelezettség, de kellett egy kis idő, mire ezt a lakossági befektetői közösség tudatosította. A jegyzési eljárás alatt az intézményi befektetők részvényjegyzési ívet töltöttek ki különböző ár és mennyiség kombinációk mellett és ezeket eljuttatták az Unicredit Bank vagy az MBH részére. A főforgalmazóhoz a jegyzési ívet

Bloomberg Chat-en keresztül is el lehetett juttatni, amely egy olyan pénzügyi adatszolgáltató felület, amelyen ajánlatokat lehet leadni részvények jegyzésére vonatkozóan. A nem intézményi befektetők - különös tekintettel a lakossági befektetők – a jegyzési időszakban a forgalmazók előre meghatározott bankfiókjaiban igényelhettek a felajánlásra került részvényekből úgy, hogy jegyzési nyilatkozatot adtak le a maximális 850 Ft-os ár mellett. Lényegében csak ez a kettő szelet volt, a kibocsátó alkalmazottjai számára nem kínáltak fel IPO részvényeket. A jegyzési eljárás előtt egy előzetes kötelezettségvállaló nyilatkozatot tett az MFB Vállalati Beruházási és Tranzakciós Magántőkealap nagy összkibocsátási értékű részvény átvételére bizonyos feltételek mellett. Az allokációs tervezetben túlsúlyban szerepeltek a kisbefektetők, ugyanis úgy gondolták, hogy a kisbefektetők fogják biztosítani a társaság részvényeinek likviditását. 2023. június 23-ával eredményesen lezárult a jegyzési eljárás, összegyűjtötték a forgalmazók együttesen a leadott részvényjegyzési íveket, amelyek alapjául szolgáltak annak a könyvnek, amely reprezentálta a társaság részvényei iránti piaci keresletet. Úgy kalkulálták ki a „könyv” alapján, hogy a legmegfelelőbb ár kibocsátási árfolyam gyanánt 722 forint részvényenként. Az allokációs tervezet és a könyvpítés alapján 722 forintos árfolyamon jutott hozzá 176.000 darab részvényhez az MFB Magántőkealap, míg a kisbefektetők 411.500 darab részvényhez ugyanekkora árfolyamon. Összességében a Civita Group közel fél milliárd forintnyi tőkét vont be nyilvános részvénykibocsátás következtében, amely jóval alulmarad a megcélzott 2 milliárd forintnyi összeghez képest. A kibocsátó a közgyűlésen határozatot hozott a nyilvános ajánlattétel során megszerzett tőke elfogadásáról és tőkeemelésről. A tőkeemelést a cégbíróságnál bejegyezték, majd mihelyst megkapta a cégbíróságtól a bejegyző végzést, a KELER-nél megkeleltkeztették az újonnan kibocsátásra kerülő részvényeket. Miután a KELER létrehozta ezen részvényeket és nyilatkozatában leírta, hogy tőzsdei elszámolásra és értékpapírnyilvántartásra befogadta azokat, a kibocsátó kérelmezte BÉT-től a részvények szabályozott piacra történő bevezetését. Mivel a régi és újonnan kibocsátott részvények is regisztrálásra kerültek a BÉT Standard kategóriájában, a BÉT 2023. júl. 07-ét jelölte ki első kereskedési napként, azóta lehet kereskedni Civita részvényekkel.

A Civita IPO kétségtelenül sikeres volt, ám meglehetősen kis méretű tranzakciónak bizonyul nemzetközi és hazai viszonylatban. A kisbefektetők és az MFB Magántőkealap felé történő részvényértékesítésből valamivel kevesebb, mint fél milliárdot forintot sikerült bevonni úgy, hogy a kibocsátási tájékoztató leírása alapján ennek négy százaléka volt a kibocsátás költsége, amely minden bizonnyal a forgalmazók felé fizetett jutalékot reprezentálja. Ha a Civita IPO további közvetlen költségeit vesszük figyelembe, kezdve az átalakulás és az egyéb

tranzakciós költségekkel, mint az MNB felé fizetendő eljárási díjat, tőzsdei bevezetési díjat, valamint cégbírósi eljárási díjat, akkor a tranzakció nettó értéke jóval kevesebb. Ami viszont kiemelkedően sikertelennek tűnő tényező, az a Civita részvények alulárazása. A kibocsátási árfolyam 722 forint volt, de az első kereskedési nap záró árfolyama 1180 forint volt részvényenként, amely óriási, 38%-os alulárazódást jelent, számokban kifejezve 458 forintot „hagyott az asztalon” a társaság részvényenként, amely nagyon magas közvetett költséget jelent és emellett a közvetlen költségek valóban eltörpülnek.

A Civita Group a tőzsdei bevezetés kapcsán nem érez egyáltalán megbánást. Már önmagában az IPO időpontjában teljesen máshogy álltak a céghez a nemzetközi partnerek a vezérigazgató tapasztalatai szerint. Maga az a címke, hogy egy társaság „*public listed company*”, az jelzésértékű. Komoly bizalmi és alkuképességet biztosít a tőzsdei jelenlét a társaság számára, ráadásul az elmúlt hónapokban történő médiaszereplések és tőzsdei nyilatkozatok, elemzések következtében olyan figyelmet kapott a Civita, amelyről azelőtt csak álmodni mertek. A tőzsdei bevezetés társaság számára valóra vált álom, amelynek tényleges előnyeit az elkövetkezendő években fogják majdan ténylegesen realizálni.

ÖSSZEFOGLALÁS

A dolgozatom elején bemutattam a saját tőke legfontosabb jellemvonásait az idegen tőkével szemben, majd rátértem a tőzsde szerepére a vállalatok finanszírozásában. A legfontosabb fogalmak tisztázását követte a dolgozat következő nagyobb részegysége, a tőzsdei bevezetés részletes és átfogó folyamata. A kutatási kérdés megválaszolása érdekében átfogóan leírásra került a tőzsdéig vezető út a döntéshozattól kezdve, a közreműködők, a tőzsde kiválasztásán át, az átalakítási, átvilágítási és marketing tevékenységeken keresztül a forgalmazásig bezárólag. A folyamat teljes megértését követően lehetett csak kitérni az IPO hátrányaira, majd azokat összevetve a tőzsdei jelenlét előnyeivel meg lehet állapítani, hogy megéri-e az egész folyamat. Nagy általánosságban elmondható, hogy maga az IPO a vállalatok életciklusában egy természetes folyamat, amelynek a megindítása előtt mérlegelni szükséges, hogy az IPO utáni lehetőségeket milyen mértékben hajlandó és milyen hatékonysággal képes kihasználni a leendő kibocsátó. Ezekre a kérdésekre a válaszok pedig minden társaság esetében egyedi szempontok alapján határozódnak meg, ahogy azt a három esettanulmányon belül is lehetett látni.

Az esettanulmányok és az elméleti áttekintés következtében egyértelművé vált, hogy a tőzsdei bevezetés sosem egy cél, hanem egy eszköz, amely a társaság organikus fejlődésében és a hosszú távú célok elérésében óriási jelentőséggel bír. Egy olyan vállalat, amelynek semmilyen stratégiai elképzelése, netán jól megragadható koncepciója nincs a jövőre nézve, az a tőzsdei bevezetéstől nettó értelemben vett pozitív hozadékat egyáltalán nem várhat. Viszont egy olyan társaság esetében, amelynél a tőzsdei jelenlét és az ahhoz köthető finanszírozási lehetőségek a további növekedés részét képezik, ott az IPO-t még egy olyan tőkepiaci környezetben is érdemes megvalósítani, ahol a társaságok el vannak árasztva az olcsó, kamattámogatott banki hitelekkel és támogatásokkal, hiszen az idegen források és a nem piaci logikán alapuló finanszírozási lehetőségek kondíciói sosem állandóak. Ráadásul a saját tőke típusú forrásoknak önmagukban vannak olyan előnyeik, amelyekhez viszonyítva az idegen tőke értelemszerűen kevésbé preferáltabb. A pénzügyi rugalmasság és az azáltal elérhető alkalmazkodóképesség egy társaság változás- és válságmenedzselésében kritikus tényezőnek számít.

Klasszikus értelemben vett, kvantitatív jellegű költség-haszon elemzés alá vonni az IPO folyamatát nem lehet, mert a tőzsdei jelenlét pozitívumai és negatívumai között is fellelhetők olyan tételek, amelyek inkább kvalitatív típusúak. Azonban Bancel és Mitto (2009) kérdőíves kutatása, illetve az a Megakrón, DM-KER és Civita Group tőzsdei bevezetése arról tesz tanúbizonyságot, hogy az IPO nettó hozadéka mindenképpen pozitív, azaz a tőzsdei bevezetés

előnyei egyértelműen meghaladják annak hátrányait. Az esettanulmányokban bemutatott vállalatok tőzsdei bevezetéséről való döntés során ugyanazok az aspektusok jelentek meg pozitív hozadékként, mint amelyet Bancel és Mitto kérdőíves kutatásában fellelhetők, tehát a pénzügyi rugalmasság, a megnövekedett presztízs, a munkavállalói ösztönzők, valamint a megnövekedett likviditás, míg negatívumként a tőzsdei bevezetés és jelenlét költségei jelentek csak meg, a megnövekedett láthatóság, a makrogazdasági folyamatoknak való fokozott kitettség jóval elhanyagolhatóbb hátránynak bizonyul a három társaság esetében, mint ahogyan azt az elméletek taglalják.

Külön kiemelő, hogy a tőzsdei bevezetés az esettanulmányok alapján nem csak a nagyvállalati méretre korlátozódik, mert bár magas fix jellegű tranzakciós költségek érintik a társaságot, a tőzsde intézménye és tőkepiacfejlesztő gazdaságpolitikai intézkedések mentén ezek a tranzakciós költségek részben leszoríthatóak, a tőkepiacra való belépés korlátja ezáltal csökkenthető. Ennek következtében egyre több vállalat jelenik meg a tőzsdén, ezzel ösztönözve és elősegítve a tőzsdei finanszírozást és az intertemporális allokáció hatékonyságát a gazdaságban.

FELHASZNÁLT IRODALOM ÉS FORRÁSOK JEGYZÉKE

- Bancel, F. – Mittoo, U. (2009): Why Do European Firms Go Public. *European Financial Management*, 4, 844-884. o.
- Bánfi T. – Sulyok-Pap M. – Száz J. (1986): *A kötvény*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Bartha Z. – Balázs G. – Boros J., & Molnár G. (2014): *Úton az IFRS felé*.
https://www.pwc.com/hu/hu/szolgaltatasok/ifrs/uton_az_ifrs_fele.pdf.
Letöltve: 2023. október 2.
- Benveniste, L. – Spindt, P. (1989): How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 2, 343-361. o.
- Berger, A. – Udell, G. (1995): Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *The Journal of Business*, 3, 361-381. o.
- Berger, A., – Udell, G. (1998): The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 6-8, 613-673. o.
- Budapesti Értéktőzsde (2017): *BÉT Stratégiai Jelentés*.
<https://www.bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/bet-strategia-2016-2020/BET-Strategiai-Jelentes-2017>. Letöltve: 2023. július 15.
- Budapesti Értéktőzsde (2014): *Út a tőzsdére (IPO kiadvány)*.
<https://www.bet.hu/Kibocsatok/vallalati-tudastar/A-bevezetes-feltetelei>.
Letöltve: 2023. július 10.
- Budapesti Értéktőzsde (2020): *Felelős Társaságirányítási Ajánlások*.
<https://www.bet.hu/Kibocsatok/Ajanlasok-kibocsatoknak/Felelos-tarsasagiranyitas>.
Letöltve: 2023. július 24.
- Bhamra, H. – Kuehn, L. A. – Strebulaev, I. (2010): The aggregate dynamics of capital structure and macroeconomic risk. *The Review of Financial Studies*, 12, 4187-4241. o.
- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. (2005): *Befektetések*. Aula Kiadó, Budapest.
- Brealey, R. – Myers, S. (2005): *Modern vállalati pénzügyek*. Panem Könyvkiadó, Budapest

- Celikyurt, U. – Sevilir, M. – Shivdasani, A. (2010): Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs. *Journal of Financial Economics*, 3, 345-363. o.
- Chen, H. – Ritter, J. (2000): The Seven Percent Solution. *The Journal of Finance*, 3, 1105-1131. o.
- Csóka P. – Hermann D. (2019): ICO és IPO - A Kiss és Társa Zrt. IPO-ja. In Walter Gy. (szerk.): *Pénzügyi, vállalati esetek és döntések* Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest, 48-54. o.
- Draho, J. (2006): *The IPO Decision - Why and how Companies Go Public*. Edward Elgar Publishing, Northampton.
- Farkas B. (2021): *A közgazdasági gondolkodás rövid története*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Farkas Cs. – Vizkeleti E. (2017): *Polgári jogi, társasági jogi, cégjogi alapok*. Sigillium 2000, Szeged.
- File T. (2018): *Nyilvános értékpapír-kibocsátásokkal kapcsolatos felügyeleti tapasztalatok*. https://mkvk.hu/bundles/csmssite/mkvk/uploads/userfiles/files/hu/letolthetoanyagok/ta gozatok/Pttanyagok/20181122_MNB_kibocsatok.pdf.
Letöltve: 2023. október 1.
- Geddes, R. (2005): *IPOs and Equity Offerings*. Butterworth-Heinemann, Oxford.
- Honjo, Y. (2021): Public or Perish? From founding to initial public offering. *Review of Managerial Science*, 6, 1573-1610. o.
- Huszák L. (2021). A biotechnológia Magyarországon: Kis hal a globális versenyben? *Magyar Tudomány*, 4, 506-526. o.
- Illés I. (2002): *Társaságok pénzügyei*. Saldo Rt., Budapest.
- Inmoo, L. – Lohead, S. – Ritter, J. (1996): The costs of raising capital. *The Journal of Financial Research*, 1, 59-74. o.
- Jáki E. (2021): *Kockázati tőke*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Katits E. (2002): *Pénzügyi döntések a vállalat életciklusaiban*. KJK-Kerszöv Kiadó, Budapest.

- Kállay L. (2014): A tranzakciós költségek: optimum, méretgazdaságosság, egyensúly. In Lukovics M. (szerk.): *Tanulmányok Lengyel Imre professzor 60. születésnapja tiszteletére*. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Szeged. 55-68. o.
- Kecskés A. – Halász V. – Bujtár Zs. (2019): *Tőzsdeuniverzum*. HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó, Budapest.
- Kosztópulosz A. – Makra Zs. (2005): A kockázati tőke részvételének formái a technológia-orientált vállalkozások fejlődésének korai szakaszában. In Buzás N. (szerk.): *Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés*. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Szeged, 328-351. o.
- Kresalek P. – Merétey-Vida Zs. (2008): *Ellenőrzési alapismeretek*. Perfekt, Budapest.
- Lestár M. (2007): Hat stratégiai ok a tőzsdére lépés mögött – az elmúlt öt év bevezetéseinek tapasztalata. *Hitelintézeti Szemle*, 6, 556-574. o.
- Magyar Nemzeti Bank (2021): *Útmutató a tájékoztató és egyes részei ellenőrzési és jóváhagyási eljárásának lefolytatásához*.
<https://www.mnb.hu/letoltes/2-7-1-1-utmutato-a-tajekoztato-jovahagyas-eljarasanak-lefolytatashoz-az-ertekpapirokra-vonatkozo-nyilvanos-ajanlattetelkor-vagy-ertekpapiroknak-a-szabalyozott-p.pdf>. Letöltve: 2023. szeptember 10.
- Makra Zs. (2006): *A kockázati tőke világa*. Aula Kiadó, Budapest.
- Nagy M. (2016): *Tőzsdei előszoba*. Magyar Közgazdasági Társaság.
https://www.mkt.hu/wp-content/uploads/2016/05/Nagy_Marton_05_26.pdf.
 Letöltve: 2023. július 15.
- Pagano, M. – Panetta, F. – Zingales, L. (1998): Why do companies go public? An Empirical Analysis. *The journal of finance*, 1, 27-64. o.
- PWC (2017): *Considering an IPO to fuel your company's future?*
https://www.pwc.com/hu/hu/szolgalatasok/konyvvizsgalat/szamviteli-tanacsadas/kiadvanyok/cost_of_an_ipo_2017.pdf. Letöltve: 2023. augusztus 20.
- Ritter, J. (2023): *Initial public offerings: Median age of IPOs Through 2022*. University of Florida. <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Age.pdf>. Letöltve: 2023. szeptember 10.

Rock, K. (1986): Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 1-2, 187-212. o.

Sekhar, C. – Lukose, P. (2022): The decision to go public and business group affiliation: Evidence from India. *Journal of Emerging Market Finance*, 4, 451-476. o.

Szabó A. – Szűcs B. (2014): Acquisition-driven IPOs - Theory and evidence in Central and Eastern Europe. *Public Finance Quaterly*, 1, 94-108. o.

Vigvári A. (2008): *Pénzügy(rendszer)tan*. Akadémiai Kiadó, Budapest.

Zsembery L. (2009): *Részvénykibocsátás - az IPO folyamata*.

<https://www.bet.hu/kereso?query=R%C3%A9szv%C3%A9nykibocs%C3%A1t%C3%A1s%20%E2%80%93%20az%20IPO%20folyamata>.

Letöltve: 2023. július 10.

Felhasznált jogforrások:

2000. évi C. törvény a számvitelről

2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról

2007. évi CXXXVIII. törvény befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól

2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről

Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1129 rendelete (2017. június 14.) az értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattételkor vagy értékpapíroknak a szabályozott piacra történő bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról és a 2003/71/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről

MELLÉKLETEK

I. melléklet: Az interjú vázlat

Magyar tőkepiac-specifikus szakmai kérdések:

1. Magyarországon mely pénzügyi közvetítők töltik be többségében a forgalmazói szerepet?
2. Milyen költségei lehetnek általánosan egy tőzsdei bevezetésnek és annak milyen a költségszerkezete a nyilvános ajánlattétellel vagy anélkül?
3. A magyar tőkepiacon a részvénykibocsátás útján szerzett tőke fel tudja venni a versenyt a banki hitelekkel, illetőleg Növekedési Kötvényprogramból?

Általános cégismertetés:

1. A vizsgált cégek üzleti áttekintése és víziójuk-missziójuk
2. A vállalatfejlődési stratégiáknak mennyire fontos eszköze a tőzsdei bevezetés?

Felkészülés a tőzsdei bevezetésre:

1. A vizsgált vállalat döntéshozói milyen szempontokat vettek figyelembe és végül mi volt az a döntő cél, amely végett elindították a tőzsdei bevezetést?
2. Miért pont a Budapesti Értéktőzsdére esett a választás a vizsgált cégek esetében?
3. A BÉT milyen eszközökkel segítette a társaságokat abban, hogy a nyilvános működésnek megfeleljenek?
5. A felkészülés során a Felelős Társaságirányítási alapelvek érvényesítése mennyiben volt sikeres és milyen nehézségeket okozott a vizsgált társaságok esetében?
6. Melyek voltak a vizsgált társaságok tőzsdei bevezetésének jogi, könyvvizsgálói és forgalmazói közreműködői?

Tőzsdei bevezetés I. szakasz:

1. A tőzsdei bevezetés előtt milyen átvilágítási, due diligence vizsgálatokat folytattak le?
2. A due diligence eljárásban segítettek-e külsős tanácsadók, közreműködők?
3. A kibocsátási tájékoztató (információs dokumentum) megírása hogyan történt és meddig tartott?
4. Pénzügyi elemzőkkel volt-e valamilyen konzultáció a bevezetésre kerülő társaságról?
5. MNB felügyeleti eljárása meddig tartott? Sokat ült-e a Felügyelet a kibocsátási tájékoztató/információs dokumentumon?

Tőzsdei bevezetés II. szakasz:

1. A vizsgált társaságok tőzsdei bevezetése járt-e nyilvános ajánlattétellel és IPO-n keresztüli tőkeemeléssel?
2. Az IPO esetében volt-e jegyzési garanciavállalás?
3. Magyar nyilvános tranzakcióval járó IPO-k során melyik forgalomba hozatali eljárás a leggyakoribb?
4. Milyen árfolyamon vezették be a vizsgált társaságok részvényeit megközelítőleg a BÉT-re?
5. Hogyan kalkulálták ki a végső kibocsátási árfolyamokat?

Az IPO után:

1. Mely elvárások váltak valóra végül a tőzsdei bevezetés kapcsán a vizsgált társaságok esetében?
2. Mely előnyök miatt hálásak a vizsgált társaságok, hogy végül a tőzsdei bevezetés mellett döntöttek?