
A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás előnyei és hátrányai

Halász Vendel – Kecskés András*

Bevezető

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás, a részvénytársaság nyilvános működésének megkezdése, és az ehhez gyakran kapcsolódó tőzsdei bevezetés jelentős változást hoz egy gazdasági társaság életében. Legfontosabbnak tűnik kiemelni, hogy a társaság számára megnyílik a tőkepiac által kínált forrásokhoz való hozzáférés lehetősége, és ezzel a dinamikus növekedéshez fontos – és gyakran nehezen megszerezhető – tőke elérhetővé válik számára.¹ Véleményünk szerint hazánkban az arra alkalmas társaságoknak még csupán csekély hányada él ezzel a lehetőséggel, és így sokan nem használják ki a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásban rejlő lehetőségeket. Tanulmányunk célja, hogy felhívjuk a figyelmet az elérhető előnyökre, nem hagyva figyelmen kívül az ezekhez kapcsolódó esetleges kockázatokat, hátrányokat.

1. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás fogalmi elemei

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátások (*initial public offering – IPO*) esetén első alkalommal² kerülnek a vállalat részvényei nyilvánosan értékesítésre.³ Ez megtörténhet akár újonnan kibocsátott részvények nyilvános forgalomba hozatalával, vagy ha a korábban már zárt körben kibocsátott részvényeket tulajdonosaik nyilvános ajánlattétel során értékesítik. Nyilvános ajánlattételnek tekintjük hazánkban az értékpapírokra vonatkozó, egyedileg előre meg nem határozott befektetők részére közzétett értékesítési ajánlatot, amely elegendő információt ad az ajánlat feltételeiről és az értékpapírokról ahhoz, hogy lehetővé tegye a befektetőknek az értékpapír megvásárlására vonatkozó döntés

* Egyetemi adjunktus, Pécsi Tudományegyetem, Állam- és Jogtudományi Kar, Gazdasági és Kereskedelmi Jogi Tanszék.

¹ Lásd SÁRKÖZY, Tamás, *A magyar társasági jog Európában* (HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. 2001, Budapest) 158-162. o.

² Lásd UTSET, Manuel A., *Producing Information: Initial Public Offerings, Production Costs, and the Producing Lawyer*, *Oregon Law Review* (1995/1) 280. o.

³ Lásd GRIFFITH, Sean J., *Spinning and Underpricing – A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings*, *Brooklyn Law Review* (2004/2) 585. o.

meghozatalát.⁴

Mivel ez az első alkalom, hogy a vállalat részvényeit nyilvánosan értékesítik a befektetői közösség számára, ezért ez alapján könnyedén el tudjuk határolni az ún. másodlagos (utólagos), tehát későbbi nyilvános részvénykibocsátásoktól (*secondary public offering*).

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás esetében fontos kérdés, hogy milyen részvényeket értékesítenek a befektetői közösség számára. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás egyik indoka, hogy a vállalatok tőkét vonjanak be működésükhöz.⁵ Ekkor a nyilvánosan forgalomba hozott részvényeket újonnan kibocsátott részvényekkel és a vállalat egyidejű tőkeemelésével biztosítják.⁶ Ez az ún. elsődleges forgalomba hozatal,⁷ *primary offering*. Ez a megoldás bevételt jelent a vállalat számára, és megerősíti tőkestruktúráját, mivel kedvezőbb hitel/saját tőke arányt eredményez. A tőkeemelés ugyanakkor nem lehet kizárólagos indoka a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásoknak, hiszen a vállalatok gyakran tőkeemelés nélkül hajtanak végre ilyen tranzakciókat. A szükséges pénzeszközök megszerzésére továbbá más út is kínálkozik, például kockázati tőke bevonása vagy hitelfelvétel. A részvénykibocsátás tranzakciós költségei pedig nem elhanyagolhatóak. Ezen túlmenően a papírok potenciális alulárázása, a nyilvános működésből adódóan megnövekedő *ügynök-költségek* és a tőzsdei jelenlét költségei mind jelentős megterhelést jelentenek egy nyilvános működést tervező részvénytársaságnak. Emellett egy tőzsdére bevezetett vállalatnak komoly hozamot kell garantálnia részvényeseinek,⁸ hogy helytálljon a piaci versenyben és megőrizze a befektetők bizalmát.

Másik lehetséges indok, hogy a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás lehetővé teszi a társaság eddigi tulajdonosainak, hogy kiszálljanak a vállalatból, vagy beruházásuk egy részének értékesítésével diverzifikálják befektetésüket.⁹ Ekkor a már meglévő, korábban zárt körben kibocsátott részvények egy részének nyilvános ajánlattétellel történő értékesítése, ún. másodlagos forgalomba hozatal, *secondary placement* történik. Azt követően pedig, hogy a zártkörűen forgalomba hozott értékpapírt nyilvános értékesítésre felajánlották, illetőleg a szabályozott piacra bevezették, az nyilvánosan forgalomba hozott értékpapírnak minősül.¹⁰ Ebben az esetben az értékesítésből befolyt összeget az eredeti részvényesek fogják

⁴ Lásd Dr. TOMORI, Erika, *Értékpapírszabályozás és a tőkepiac szabályozása* (Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest, 2008) 168. o.

⁵ Lásd BOOTH, Richard A., *Going Public, Selling Stock, and Buying Liquidity*, *Entrepreneurial Business Law Journal* (2007-2008/2) 661. o.

⁶ Vö. SÁNDOR, István, *A társasági jog története Nyugat-Európában* (KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft. 2005, Budapest) 22-25. o.

⁷ Lásd Dr. TOMORI, i. m. 163. o.

⁸ Lásd BOOTH, i. m. 661. o.

⁹ Lásd DRAHO, Jason, *The IPO Decision – Why and How Companies Go Public* (Edward Elgar Publishing, Northampton, 2005) 41. o. Ugyanakkor empirikus kutatások kevésbé támasztják alá a portfólió-diverzifikáció fontosságát a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásokban. Egy, az olasz vállalatok körében Marco Pagano, Fabio Panetta és Luigi Zingales által 1998-ban elvégzett kutatás szerint például a vállalat alapítói a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során papírjaik csupán 6%-át értékesítették, és a további 3 évben is csak 1,3%-ot.

¹⁰ Lásd DR. TOMORI, i. m. 163. o.

megkapni, akiknek így csökken részesedésük a vállalatban. E módszer tehát kiszállási lehetőséget jelent számukra, a megoldásnak viszont nincs hatása a vállalat mérlegére és tőkestruktúrájára. Feltételezhető azonban, hogy a piac nem preferálja e magatartást. Két indokot is felhozhatunk ennek alátámasztására. Egyrészt, hogy a kiszállni szándékozó befektetők személyes célkitűzése, hogy magas áron értékesítsék részvényeiket. Egyéb szempontok kevésbé relevánsak számukra.¹¹ Másrészt egyértelműen helytelen üzenet a piac számára, ha a korábbi részvényesek a (teljes) részesedésük értékesítésével a vállalat elhagyása mellett döntenek. Nyilvánvalóan e befektetők és a menedzsment ismeri leginkább a társaság valós helyzetét. Kiszállásuk a vállalatból pedig komoly figyelmeztetésként hat a társasággal kapcsolatos kockázatok, és a jövőbeni jövedelmezőség kapcsán.¹² Így még ha a korábbi befektetők értékesíteni is szándékoznak részesedésüket, ezt semmiképpen sem tanácsos egyszerre, nagy tételben végrehajtani. Indokolt a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során csak a meglévő részvényeik egy részét felajánlani, majd a sikeres tranzakciót követően fokozatosan értékesíteni a fennmaradó részesedést a nyílt piacon.

Mivel az elsődleges forgalomba hozatal biztosítja a vállalatnak a növekedési lehetőséget, ezért ez a leginkább elterjedt módszer. Általános szabályként a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás során felajánlott részvények egy jelentős részének újonnan kibocsátott részvénynek kell lennie, – még abban az esetben is, ha ezzel egyidejűleg a korábbi részvényesek értékesítik részesedésük egy részét (másodlagos forgalomba hozatal). Ekkor a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásban két különböző jellegű részvény van jelen: az elsődleges komponenst (*primary component*) az újonnan kibocsátott részvények képezik, melyekből a befolyó bevétel a vállalatot kapja. A másodlagos komponenst (*secondary component*) a vállalat korábbi tulajdonosai által birtokolt részvények alkotják, melyek már korábban kibocsátásra kerültek. E részvényeket értékesítik tovább nyilvánosan, illetve vezetik be a szabályozott piacra. A tranzakcióból befolyó bevétel az értékesítő részvényeseket gyarapítja.¹³ Előfordulhat, hogy a piac nagyobb arányban is kész a másodlagos forgalomba hozatalból származó részvényeket befogadni, ha ezt valamilyen különleges körülmény alátámasztja.¹⁴

Számos vállalat pedig azért lesz csupán nyilvánosan működő részvénytársaság, mert egyszerűen nincs más választása. Jelentős befektetői, mint pl. a kockázati tőkealapok elvárják, hogy a tőzsdére lépjen, megteremtse a papírok likviditását, és ezzel biztosítson lehetőséget a befektetés során megszerzett részvények értékesítésére.¹⁵ A kezdeti nyilvános részvénykibocsátásokat természetesen nem kizárólagosan ezen indokok vezetik és természetesen nem is csupán egy ok játszik bennük szerepet.

¹¹ Lásd BOOTH, i. m. 661. o.

¹² Lásd DRAHO, i. m. 186. o.

¹³ Lásd DRAHO, i. m. 186. o.

¹⁴ Lásd LAHMANN, Dirk, *Germany: The Investment Banker's View*, International Legal Practitioner (1997/június) 60. o.

¹⁵ Lásd BOOTH, i. m. 663. o.

2. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás kapcsán jelentkező előnyök

2.1. Tőkeemelés. Kezdeti nyilvános részvénykibocsátás akkor történik, amikor egy eddig zártkörűen működő részvénytársaság első alkalommal részvényeket ajánl megvételre a nyilvánosság számára, és ezt követően már nyilvánosan kereskednek papírjaival.¹⁶ A kezdeti nyilvános részvénykibocsátáson keresztül megvalósuló tőkeemelés fontos szerepet játszik a vállalatfinanszírozásban és lehetővé teszi a vállalatok növekedését.¹⁷ E szerep azért is tekinthető kiemelkedőnek, mivel a nyílt piacok a vállalatok számára korlátlan forrásokat tudnak biztosítani.¹⁸

A nyilvános részvénykibocsátás a tőkeemelés egy fontos módszere. A társaság értékesítheti újonnan kibocsátott részvényeit – ezáltal pedig egy meghatározott tulajdoni hányadot – pénzbeli ellenértékért cserébe. Ez a tőke a felhasználásra vonatkozó megkötés nélkül, kamatmentesen érkezik a vállalathoz és nem kell azt visszafizetni.¹⁹ Az osztalékfizetés ugyanis csak lehetőség egy vállalat számára, nem pedig kényszer.²⁰ Így a részvények megvásárlásával biztosított tőke nem keletkeztet időszakonként jelentkező visszafizetési kötelezettséget, mint például a hitelfelvétellel való finanszírozás. A nyilvános részvénykibocsátással tehát lehetséges új források bevonása.²¹ Ezen források alapvetően két okból érkeznek a vállalathoz: egyrészt hogy a társaság üzleti tevékenységének kiterjesztéséhez legyenek felhasználva²² (tehát a növekedéshez kerülnek felhasználásra)²³ vagy a meglévő adósságállományát csökkentsék.²⁴ A vállalat üzleti tevékenységének kiterjesztése körében megemelkedik a vállalat működő tőkéje, melyet esetlegesen kutatás-fejlesztésre,²⁵ új gyártókapacitás létrehozására, vagy éppen a tevékenység diverzifikálására lehet felhasználni.²⁶ Ha a vállalat deklaráltan saját beruházások céljából emel tőkét, akkor a körültekintő befektető rögtön áttekinti a kibocsátási tájékoztató „*Bevételek felhasználása*” című fejezetét, és tanulmányozza, hogy miként lesz képes a vállalat értéket teremteni új részvényesei számára. Annál sikeresebb lesz egy vállalat kezdeti nyilvános részvénykibocsátása, minél világosabban el tudja magyarázni a kibocsátásból befolyó összeg felhasználását, és

¹⁶ Lásd GÁL, Judit, *A részvénytársasági szabályok változásai a Ptk.-ban*, Gazdaság és Jog (2013/7-8.szám) 14-20. o.

¹⁷ Lásd GANOR, Mira, *Manipulative Behavior in Auction IPO's*, DePaul Business & Commercial Law Journal (2007-2008/1) 3. o.

¹⁸ Lásd REDNER, Stephen J., *Thinking of Going Public? Think Twice, Then Read the Sarbanes Oxley Act of 2002*, The Journal of Small and Emerging Business Law (2002/3) 522. o.

¹⁹ Lásd SJOSTROM, William K. Jr., *Going Public Through an Internet Direct Public Offering: A Sensible Alternative for Small Companies?*, Florida Law Review (2001/3) 572. o.

²⁰ Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Butterworth-Heinemann, 2008.) 8. o.

²¹ Lásd DRAHO, i. m. 36. o.

²² Lásd DRAHO, i. m. 1. o.

²³ Lásd CHOO, Eugene, *Going Dutch: The Google IPO*, Berkeley Technology Law Journal (2005/1) 411. o.

²⁴ Lásd GEDDES, i. m. 8. o.; FORST, Bradley, *Going Public and the Implications of Corporate Control: the Modern Lawyer's Role as Counselor*, South Texas Law Journal (1982/1) 75. o.

²⁵ Lásd TURKI, Adel L., BARRY, Christopher B., *Initial Public Offerings by Development Stage Companies*, The Journal of Small & Emerging Business Law (1998/1) 121. o.

²⁶ Lásd SCHNEIDER, Carl W., és MANKO, Joseph M., *Going Public – Practice, Procedure and Consequences*, Villanova Law Review (1970/tél) 283. o.

annak hozzájárulását a vállalat jövőbeli növekedéséhez.²⁷

2.2. Alternatív tőkeforrásokhoz való hozzájutás. Nem csak azonnali tőkeinjekciót jelent a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás a társaságnak, de megkönnyíti a későbbi tőkeigény utólagos részvénykibocsátással való biztosítását is.²⁸ A tőzsdére lépést követően kialakult jó teljesítményt nyújtó és likvid részvényt piac ugyanis további hatékony tőkebevonási lehetőséget jelenthet.²⁹ A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás tehát hozzáférést biztosít a tőkepiacokhoz,³⁰ és kitérít az alkalmazható finanszírozási módok körét³¹ (pl. átváltoztatható kötvények, kötvények, *warrantok*, stb.). A vállalat így kevésbé függ a bankhitelezéstől. Erősödik továbbá a tőzsdére lépést követően a hitelezéssel kapcsolatos megbízhatósága, ezért olcsóbban lesz számára hozzáférhető e finanszírozási mód is.³² Ez alapján a kezdeti nyilvános részvénykibocsátást követően a vállalat a későbbiekben könnyebben tud más, alternatív tőkeforrásokat is bevonni, ugyanis a nyilvános működés feltételezi a szigorúbb szabályozásnak és a befektetői elvárásoknak való megfelelést, mely csökkenti a hitelezői kockázatot.³³ A nyilvános részvénykibocsátás általában emeli a vállalat nettó értékét az újonnan bevont tőke által, és javítja a hitel/saját tőke mutatót. Ez szintén hozzájárulhat ahhoz, hogy kedvezőbb feltételek mellett jusson a cég finanszírozáshoz. Általánosságban a tőzsdén jegyzett részvénytársaságok sokkal könnyebben és jobb feltételek mellett képesek tőkét gyűjteni további terjeszkedési terveikhez, mint zártkörűen működő társaik.³⁴ Az a vállalat pedig, mely esetében befektetési vállalkozások működnek közre a tranzakcióban, további előnyhöz juthat általa, hogy kapcsolatot alakít ki egy ilyen szolgáltatóval. Ez a továbbiakban érdekelt lesz abban, hogy közreműködjön a társaság üzleti tevékenységéhez szükséges tőke biztosításában. A későbbi, utólagos nyilvános részvénykibocsátások is egyszerűbben kivitelezhetőek, mivel már rendelkezni fog a vállalat a tranzakcióhoz szükséges dokumentációval. Ennek pedig csupán az aktualizálására és kiegészítésére lesz szükség.³⁵ Továbbá egy utólagos nyilvános kibocsátás már egyszerűsített követelményekkel, akár kibocsátási tájékoztató közzététele nélkül is végrehajtható.³⁶

2.3. Megbízhatóság és megnövekedett presztízs. A nyilvános működés növeli egy vállalat megbízhatóságát és hírnevét, továbbá a befektetők valós vagy vélt presztízst azonosítanak a nyilvános működéssel.³⁷ A tőzsdei bevezetés, a részvénytulajdonosok széles köre tekintélyt jelenthet a vállalatnak, növelheti

²⁷ Lásd GEDDES, i. m. 9. o.

²⁸ Lásd LAHMANN, i. m. 59. o.

²⁹ Lásd SCHNEIDER, i. m. 284. o.

³⁰ Lásd FARKAS, Csaba – JENOVAI, Petra – NÓTÁRI, Tamás – PAPP, Tekla, *Társasági jog* (Lectum Kiadó, Szeged, 2009) 453. o.

³¹ Lásd CHOO, i. m. 411. o.

³² Lásd LAHMANN, i. m. 59. o.

³³ Lásd REDNER, i. m. 522. o.

³⁴ Lásd GEDDES, i. m. 25. o.

³⁵ Lásd SJOSTROM, i. m. 572-573. o.

³⁶ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 22. § (4)

³⁷ Lásd FORST, i. m. 75. o.

ismertségét is.³⁸ A vállalat fogyasztói és beszállítói gyakran válnak részvényesekké, ami még inkább ösztönzést jelent számukra a céghez való lojalitás fenntartásában.³⁹ Ez, valamint a megnövekedett presztízs a vállalat beszállítókkal, fogyasztókkal és hitelezőkkel fenntartott viszonyának fejlődésére lehet jótékony hatással.⁴⁰

A nyilvános részvénykibocsátással mindenképpen sokszorosára növekszik egy vállalat részvényesi bázisa, és ezzel párhuzamosan emelkedik az elemzők és az üzleti sajtó figyelme. Mivel pedig pénzügyi teljesítményét figyelemmel követik a befektetők és a felügyeleti szervek, és a vállalatra vonatkozó lényeges információk a köz számára hozzáférhetőek, a fogyasztók és a kereskedők nagyobb készséget mutatnak a társasággal való együttműködésre.⁴¹ ⁴² A befektetői kapcsolattartás segítségével a tőzsdén jegyzett vállalatok szintén sokkal jelentősebb figyelmet kapnak a médiától és a közvéleménytől egy jó befektetési lehetőség kapcsán, mint a zártkörűen működő részvénytársaságok. A folyamatos közzétételi kötelezettség a vállalat számára állandó megjelenési felületet is biztosít, így a nyilvános működés hatékony marketingeszköz is lehet. A nagyobb figyelem szintén befolyásolhatja a részvényárat – ez azonban a teljesítménytől függően lehet pozitív vagy negatív egyaránt.

2.4. Likviditás⁴³ és a részvények értékelésére gyakorolt hatás. A nyilvánosan működő részvénytársaságok papírjait általában magasabb áron értékesítik, mint a zártkörűen működő társaságokét. Az előbbiek esetében ugyanis a szabályozott piacon van lehetőség a részvények eladására,⁴⁴ mely hatékonyabb árképzést, a kereslet-kínálat optimális találkozását teszi lehetővé. A nyilvános részvénykibocsátáshoz szükséges kibocsátási tájékoztató és a későbbi éves jelentések képesek elosztatni a vállalat teljesítményével kapcsolatos aggályokat. Ez alapján a nyilvános működésű társaságok általában többet érnek (nem csekély mértékben köszönhetően a magasabb szintű transzparenciának), mint zártkörűen működő társaik.⁴⁵ Ez azzal is magyarázható, hogy a részvények nyilvános tőzsdői kereskedelmének megvalósulása pszichikai szempontból a befektetőkből általában jelentős sikerérzetet vált ki, mivel ezt követően élvezik a papírok likviditásának előnyeit.⁴⁶ A befektetők hajlandóak prémiumot fizetni a likviditásért, vagyis hogy egyszerűen vásárolhassák vagy értékesíthessék a társaság papírjait. A likviditási prémium mértéke a gazdasági feltételek függvényében időről-időre változik, és

³⁸ Lásd DRAHO, i. m. 39. o.

³⁹ Lásd SCHNEIDER, MANKO, i. m. 283-284. o.

⁴⁰ Lásd BILL, Arthur H., *On Your Mark, Get Set...-Positioning a Company for a Future Initial Public Offering*, Business Law Today (1993/jan-febr) 61. o.

⁴¹ Lásd SJOSTROM, i. m. 575. o.

⁴² A befektetési vállalkozások aktív közreműködése nélkül, interneten keresztül (elektronikusan) végrehajtott ajánlatok nem feltétlenül biztosítják ezen előnyöket. Ez nagyban függ az elemzők figyelmeinek mértékétől és az üzleti sajtó érdeklődésétől.

⁴³ Lásd DRAHO, i. m. 1. o.

⁴⁴ Lásd REDNER, i. m. 522. o.

⁴⁵ Lásd GEDDES, i. m. 24. o.

⁴⁶ Lásd SCHNEIDER, MANKO, i. m. 284. o.

akár a 30%-ot is elérheti.⁴⁷ Egy részvény akkor tekinthető likvidnek, ha van egy hatékony, nyilvános kereskedést biztosító piaca, mely lehetővé teszi a vásárlásokat és eladásokat minimális árkülönbséggel. A likviditás biztosítása érdekében a nyilvános kibocsátást követően a papírokat bevezetik általában valamely jelentős tőzsdére, és a tranzakcióban részt vevő befektetési vállalkozások kezdeti árfolyamtámogatást (árfolyamstabilizáció) nyújtanak a másodlagos piacon. Ez a támogatás gyakran feltételezi, hogy árjegyzőként⁴⁸ (*market makerként*) lesznek jelen a piacon,⁴⁹ valamint elemzéseket és ajánlásokat adnak ki a befektetői érdeklődés fenntartása érdekében. A likviditás lehetővé teszi a részvényekbe befektetők (és a társaság alapítói)⁵⁰ számára, hogy kiszállhassanak a papírból és realizálják hasznukat. Szintén biztosítja az alapítóknak, hogy diverzifikálhassák portfóliójukat⁵¹ anélkül, hogy hátrányosan befolyásolnák a részvények árfolyamát.

2.5. Menedzsment és munkavállalói motiváció . A papírok likviditása vonzóvá teszi a részvény-alapú javadalmazási eszközöket a munkavállalók és a menedzsment számára,⁵² ami komoly ösztönzést jelenthet. A részvény-opciók és részvény-juttatások rendkívül elterjedté váltak az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban, az 1990-es években. Napjainkban már általánosan elismert, hogy a nyilvánosan működő társaság nagyobb valószínűséggel szerez és tart meg magasan képzett menedzsereket, ha részvény-opciókat tud felajánlani számukra, vagy egyéb, a piacon jól beárazható részvény-alapú javadalmazást biztosít.⁵³

2.6. Járulékos előnyök. A nyilvános működésre való átállás gyakran arra kényszeríti egy vállalat menedzsmentjét, hogy első alkalommal végre megfogalmazzanak egy világos üzleti stratégiát. Ez mindenképpen előnyös a jövőbeli üzleti tevékenységhez kapcsolódóan. A nyilvános működésre való felkészülés során számos vállalat tökéletesíti a társaságirányítási és pénzügyi struktúráját,⁵⁴ kockázatkezelési rendszerét. A likvid papírok szintén hatékonyabb ellenértéket képezhetnek az akvizíciók során⁵⁵ (mint például vállalatfelvásárlások ellenértékei),⁵⁶ valamint egyszerűbbé válik a társaság számára a saját részvények megvásárlása is.⁵⁷

⁴⁷ Lásd GEDDES, i. m. 24. o.

⁴⁸ A 2007. évi CXXXVIII. törvény a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól 4. § (2) bekezdés 3) pontja értelmében árjegyző az a saját számlás kereskedést folytató befektetési vállalkozás, amely egy pénzügyi eszközre folyamatos vételi és eladási kötelezettséget vállal az általa meghatározott árakon.

⁴⁹ Lásd SHER, Noam, *Negligence Versus Strict Liability: The Case of Underwriter Liability of IPO's*, DePaul Business & Commercial Law Journal (2006/3) 479. o.

⁵⁰ Lásd DRAHO, i. m. 41. o.

⁵¹ Lásd SPINDLER, James C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, University of Pennsylvania Law Review (2007/május) 1205-1207. o.

⁵² PAPP, Tekla – RÚZS MOLNÁR, Krisztina, A társasági jog és a munkajog határán – A vezető tisztségviselők és a vezető állású munkavállalók jogviszonyának létesítésére vonatkozó szabályozás áttekintése, Jogtudományi Közlöny (2010/2) 63-64. o.

⁵³ Lásd REDNER, i. m. 522. o.

⁵⁴ Lásd GEDDES, i. m. 25. o.

⁵⁵ Lásd BILL, i. m. 61. o.; DRAHO, i. m. 1. o.

⁵⁶ Lásd SJOSTROM, i. m. 574. o.

⁵⁷ Lásd SCHNEIDER, MANKO, i. m. 284. o.

3. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás kapcsán jelentkező hátrányok és kockázatok

3.1. Költségek. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátások költségesek mind a közvetlen (a ráfordított pénzt és időt),⁵⁸ mind a közvetett (az alulárazásból származó bevételkiesést), illetve a megnövekedett közzétételi kötelezettségekhez kapcsolódó kiadásokat tekintve is. Ennek számítása piacról-piacra (pl. az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság esetében) eltérő módszereken alapul.

A közvetlen költségeket tekintve megállapítható, hogy a tranzakcióban közreműködő befektetési vállalkozásnak nyújtott jutalék és költségterítés mértéke elérheti akár az ügylet összértékének 13%-át is.⁵⁹ Azonban a befektetési vállalkozások általában 2 és 7% közötti jutalékot kapnak.⁶⁰ Hogy teljes képet kapjunk a közvetlen költségek vonatkozásában, ehhez szükséges még hozzászámítanunk a jogi tanácsadók és a könyvvizsgálók díjazását.⁶¹ Ők tevékenységükért általában óradíjban részesülnek – és egy nyilvános részvénykibocsátás előkészítése számos munkaórát igényel. A járulékos kiadások, mint a PR, a nyomtatás, a reklámozás és a *roadshow* költségei szintén sok százezer euróra rúghatnak.⁶² A tőzsdei bevezetés díja is komoly kiadás, mely egyes jelentős tőzsdék esetében akár több százezer eurós költséget jelenthet. Egy interneten keresztül szervezett kezdeti nyilvános kibocsátással elkerülhetőek a befektetési vállalkozások egyes tevékenységeivel kapcsolatos költségek, és a nyomtatáson is komoly kiadások takaríthatóak meg a kibocsátási tájékoztatók internetes terjesztésének segítségével. A jogi költségeken abban az esetben lehet megtakarítani, ha a dokumentációt (kibocsátási tájékoztatót) a vállalat menedzsmentje készíti el, és nem külön megbízott jogtanácsos, ügyvédi iroda. A nyilvános részvénykibocsátás számos költségét továbbá abban az esetben is állnia kell a vállalatnak, ha a tranzakció végül megghiúsul (például aluljegyzés miatt), és nem történik részvénykibocsátás.⁶³

A nyilvánosan működő részvénytársasággá alakulás szintén különös figyelmet, időráfordítást és nagy elkötelezettséget kíván meg a menedzsmenttől.⁶⁴ Ez eltereli ugyanis figyelmüket a vállalat napi üzleti tevékenységéről, így kevesebb erőt tudnak ennek érdekében mozgósítani. A tranzakció előkészítése során a vállalat munkavállalóinak – különösen menedzsereinek és vezetőinek – el kell szakadniuk mindennapi tevékenységüktől és a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás

⁵⁸ Lásd FERRIS, Stephen P, HILLER, Janine S., WOLFE, Glenn A., COOPERMAN, Elizabeth S., *An Analysis and Recommendation for Prestigious Underwriter Participation in IPO's*, The Journal of Corporation Law (1991-1992/tavaszi) 582. o.

⁵⁹ A közreműködő befektetési vállalkozás jutaléka általában 7% a nagyobb méretű, és 10% a kisebb méretű kezdeti nyilvános részvénykibocsátásoknál, de ez változik esetről-esetre. Minél kisebb értékű egy kezdeti nyilvános részvénykibocsátás, általában annál jelentősebb arányait tekintve a jutalék. Lásd SJOSTROM, i. m. 575. o.

⁶⁰ Lásd GEDDES, i. m. 194. o.

⁶¹ Lásd DRAHO, i. m. 2-3. illetve 37-38. o.

⁶² Lásd GEDDES, i. m. 26. o.

⁶³ Lásd SJOSTROM, i. m. 575-576. o.

⁶⁴ Lásd DRAHO, i. m. 38. o.

végrehajtásához szükséges munkafázisokban kell részt venniük. Így például információkat kell gyűjteniük, segédkezniük kell az ajánlati dokumentáció elkészítésében, és hozzá kell járulniuk az ajánlattal kapcsolatos marketingtevékenységhez. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy a vállalat vezetői a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás előkészítésekor közreműködnek a *due diligence* kérdésekre való válaszadásban, részt vesznek az ajánlati dokumentáció megalkotására összehívott üléseken, és előadásokat tartanak a *roadshowkon*.⁶⁵ Mivel az előkészítés általában háromtól hat hónapig terjedő időt vesz igénybe,⁶⁶ ez alatt jelentős többletráfordítás szükséges. A későbbiekben is számos járulékos adminisztratív kihívás és költség merül fel a társaság nyilvános működésével kapcsolatban, a könyvvizsgálati és jogi költségek lényegesen emelkedhetnek. A közgyűlési döntéshozatal előkészítése, a közzétételi kötelezettségeknek való megfelelés, a részvényesi kapcsolattartás⁶⁷ csupán példák arra, hogy milyen többletterhet jelenthet a nyilvános működés. Ugyanis az e vállalatokra irányadó közzétételi és beszámolóképzési követelmények (éves és negyedéves jelentések) szintén későbbi jogi és könyvvizsgálati kiadásokhoz vezetnek. A befektetői kapcsolattartás és az elemzők tájékoztatása új munkatársak felvételét igényelheti, mivel e területek is jelentős szakmai tapasztalatot tesznek szükségessé.⁶⁸ A nyilvános működéssel kapcsolatban a menedzsment idejének egy részét a továbbiakban a szabályozásnak való megfelelés és a piaci érdeklődés fenntartása fogja lekötöni.

A nyilvános részvénykibocsátás közvetlen költségei ugyanakkor gyakran elbújhatnak az alulárzásból⁶⁹ származó közvetett költségek mellett. De mivel az alulárzás eredményeként nem kerül ki közvetlenül pénz a kibocsátó zsebéből, ezért gyakran figyelmen kívül hagyják, mint költséget. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátások azonban az egész világon alulárzottak tekinthetőek rövid távú teljesítményük alapján. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátásból származó új részvények átlagosan 15-20%-al a kibocsátási ár felett zárnak az első kereskedési napon, bár ez változik időszakonként és iparáganként. Ez azt jelenti, hogy e tranzakció során a kibocsátó jelentős összegű pénztől esik el.⁷⁰

3.2. Megnövekedett nyilvánosság. A nyilvános működés és a tőzsdei jelenlét következtében a vállalatnak sokkal szigorúbb közzétételi kötelezettségnek kell megfelelnie,⁷¹ és számos információt nyilvánosságra kell hoznia.⁷² Elég, ha csak azt emeljük ki, hogy a tranzakcióhoz elkészítendő kibocsátási tájékoztatónak (mely akár 3-400 oldal is lehet) a befektetői döntés meghozatalához szükséges, és így a vállalat működését lényegesen érintő valamennyi információt tartalmaznia kell. A társaság tulajdonosai pedig lehetséges, hogy nem látják jónak pl. a menedzseri

⁶⁵ Lásd SJOSTROM, i. m. 576. o.

⁶⁶ Lásd SJOSTROM, i. m. 576. o.

⁶⁷ Lásd SCHNEIDER, MANKO, i. m. 285. o.

⁶⁸ Lásd SJOSTROM, i. m. 577. o.

⁶⁹ Lásd TURKI, BARRY, i. m. 103. o.

⁷⁰ Lásd GEDDES, i. m. 27. o.

⁷¹ Lásd FORST, i. m. 75. o.

⁷² Lásd DRAHO, i. m. 1. o.

javadalmazás, vagy a menedzsmenttel folytatott ügyletek nyilvánosságra hozatalát, a szerződéses kapcsolatok feltárását. Számos vállalat tart tőle, hogy olyan meghatározó információk közzététele, mint a bevétel, a profit, a versenyben elfoglalt pozíció, vagy a jelentősebb szerződéses kapcsolatok versenyhátrányt eredményezhetnek számára.⁷³

A közzétételi kötelezettségek változnak országról-országra, de általánosan megállapítható, hogy a gazdaság méretéhez viszonyítva a legjelentősebb tőkepiaccal rendelkező államok (Ausztrália, Kanada, Egyesült Királyság, Egyesült Államok) alkalmazzák a legmagasabb szintű közzétételre vonatkozó szabályozást.⁷⁴

3.3. A szabályozásnak való megfelelés. Ez a tényező magában foglalja a vállalatok életében a közzétételi és jelentéstételi kötelezettségeknek való megfelelést, melyek a konkurencia számára hasznos információkat nyújthatnak a vállalat működéséről. A szabályozásnak való megfelelést⁷⁵ különböző felügyeleti hatóságok vizsgálhatják, melyekkel való kapcsolattartás, a bejelentési kötelezettségek teljesítése újabb terheket ró a vállalatra. A versenyjogi, a vállalatfelvásárlási és a vállalatok egyesülésére (*fúzió*) vonatkozó szabályok is számos kérdést vethetnek fel.⁷⁶ A tőzsdei jelenlét pedig feltételezi, hogy a vállalat megfeleljen az adott tőkepiacra érvényes felelős társaságirányítási ajánlásoknak.

3.4. A rugalmasság és a vállalat feletti irányítás elvesztése. Nehéz rugalmasan irányítani egy nyilvánosan működő részvénytársaságot. A magas közkézhányad és a befektetők felé megnyilvánuló felelősség azt eredményezheti, hogy a vállalat vezetése veszít az üzletpolitika alakításának szabadságából. A zártkörűen működő részvénytársaságban ugyanis a tulajdonosok gyakran egyben a vállalat vezetői is. Ezért tevékenységüket ebben az esetben csak a törvényi és az alapszabályban lefektetett rendelkezések korlátozzák. A vállalat feletti tulajdonjog és az irányítás gyakorlásának elválásával ez a helyzet azonban megváltozik. A nyilvánosan működő részvénytársaságban a menedzserek a részvényesek megbízottai, ebből kifolyólag a részvényesek (és a társaság) érdekében kell tevékenykedniük. A menedzsment tevékenységének felügyeletére független és nem-ügyvezető tagokat is magában foglaló igazgatótanácsot (vagy felügyelőbizottságot) hoznak létre, melynek tagjai a részvényesek érdekében ellenőrzik a vállalat vezetését.⁷⁷ A fontosabb üzleti lépésekről szóló döntésekbe természetesen beleszólhatnak a vállalat új részvényesei. A gyors reagálás lehetősége pedig elveszhet, ha az egyes döntések meghozatalához a közgyűlés előzetes jóváhagyása szükséges. A részvénykibocsátás következtében ugyanakkor az eredeti tulajdonosok tulajdonrésze felhígul, szavazati befolyásuk csökken.⁷⁸

Nem minden kezdeti nyilvános részvénykibocsátás esetén értékesítenek a vállalatban több mint 50%-ot jelentő szavazati jogot (a kezdeti nyilvános

⁷³ Lásd SCHNEIDER, MANKO, i. m. 284-285. o.

⁷⁴ Lásd GEDDES, i. m. 26. o.

⁷⁵ Vö. KISFALUDI, András, A jogi személyek szabályozása az új Polgári Törvénykönyvben, Jogtudományi Közlöny (2013/7-8. szám) 333-342. o.

⁷⁶ Lásd REDNER, i. m. 522-523. o.

⁷⁷ Lásd GEDDES, i. m. 28. o.

⁷⁸ Lásd FORST, i. m. 75. o.

részvénykibocsátás során értékesített átlagos tulajdonrész mértéke úgy 30%-ot⁷⁹ tesz ki). Ez alapján a vállalat feletti irányítást nem vesztik el szükségszerűen a vállalat alapítói, bár gyakori, hogy a későbbiekben a növekedési igények kielégítésére további forrásbevonásra lesz szükség. Ennek következtében a részvényesek részvényfelhígulással számolhatnak. Így a nyilvános részvénytársaságok nagy részében az irányítás előbb-utóbb átkerül az alapítóktól a később részvényeket szerző befektetőkhez.⁸⁰ A vállalat eddigi tulajdonosai pedig – amennyiben a vállalat részvényeinek jelentős hányada kerül értékesítésre – a vállalat feletti irányítás elvesztésével számolhatnak, csökken befolyásuk. Ezért a társaság feletti irányítás fenntartását segítő olyan megoldásokat alakíthatnak ki, mint pl. a szavazati joggal nem rendelkező részvényosztályok,⁸¹ vagy a többszörös szavazati joggal rendelkező részvények, illetve a vállalatok közötti kereszttulajdonlasi és közvetett tulajdonosi struktúrák. Ezt a jelenséget írja le a felelős társaságirányítás egy alternatív szemlélete is, mely szerint a vállalatok irányítási rendszerét úgy alakítják ki a kezdeti nyilvános részvénykibocsátást megelőzően, hogy a vállalat addigi tulajdonosainak és vezetésének lehetősége legyen a társaság feletti irányítás további megőrzésére. *Robert Daines* és *Michael Klausner*, valamint *Laura Field* és *Jonathan Karpoff* kutatásai szerint a vállalatfelvásárlás ellen védő rendelkezések is gyakran megtalálhatóak a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásra készülő vállalatok alapszabályaiban.⁸²

3.5. Befektetői kapcsolatok, PR. Egy nyilvánosan működő részvénytársaság életében erőteljesen jelen van az a problémakör, hogy a vállalat részvényárfolyama számos, tevékenységétől nagymértékben független tényezőnek van kitéve. Ezeket egy zártkörűen működő részvénytársaság közvetlenül nem tapasztalja meg. Lelkiismeretlen befektetők manipulálhatják a részvényárakat, a részvény-alapú javadalmazásban részesülő munkavállalók (menedzserek) megszállottaivá válhatnak a napi részvényárváltozásoknak (emelésnek) és ellenséges felvásárlások környékezhetik meg a vállalatot. Az adott szektor vagy a gazdaság egészének ciklikussága közvetlenül otthaghatja lenyomatát az árfolyamon, a befektetői hangulatban bekövetkező hanyatlás pedig könnyen a vállalat veszteségévé válhat. Így a társaság szempontjából fontos, de időigényes tevékenység a részvényesekkel, pénzügyi elemzőkkel és a sajtóval való kapcsolattartás. A vállalat vezetésének fel kell készülnie rá, hogy havonta minimum egy napot rászánjon arra, hogy találkozik a fent említett szereplőkkel, és áttekinti velük a vállalat stratégiáját, teljesítményét és tevékenységét. Azon vállalatok, melyek nem ápolnak jó kapcsolatot a pénzvilággal, könnyen barátok nélkül maradhatnak szükség idején.⁸³

3.6. Rövidtávú szemlélet. A tőkepiaci jog megköveteli, hogy az igazgatók minden olyan fontos információt ismertessenek, amely lényeges hatással lehet a

⁷⁹ Lásd COKE, Michael, *Success in the Form of an IPO: A Brief Case Study of A123 Systems, Inc.*, *Nanotechnology Law and Business* (2009/4) 521.o.

⁸⁰ Lásd GEDDES, i. m. 28. o.

⁸¹ Lásd SCHNEIDER, MANKO, i. m. 285-286. o.

⁸² Lásd BAKER, Malcolm és GOMPERS, Paul A., *The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering*, *The Journal of Law and Economics* (2003/2) 570. o.

⁸³ Lásd GEDDES, i. m. 29. o.

részvényárakra.⁸⁴ Ebből kifolyólag ha egy vállalat nyilvános működést folytat és jelen van a tőzsdéken, akkor a menedzsment át fogja tekinteni az üzleti lépéseinek részvényárfolyamra gyakorolt hatásait. Teszi ezt nem utolsósorban azért, mert részesedéssel rendelkezik a vállalatban, valamint a teljesítményhez kapcsolt javadalmazást alkalmazó vállalatok esetében juttatásaik mértékét komolyan befolyásolja a részvényárak alakulása. A különböző alternatívák napi részvényárfolyamra gyakorolt hatásai befolyásolhatják az üzleti döntéseket,⁸⁵ például ha egy hosszú távú kutatás-fejlesztési program elfogadásáról van szó. Egy ilyen beruházás rövid távon komoly ráfordításokat igényel, ezért negatívan befolyásolhatja a negyedéves jelentéseket és ezáltal a részvényárakat. A nyilvános működés így gyakran rövidtávú szemlélethez vezet a társaságirányításban, mely nem lesz képes a hosszú távú, perspektivikus áldozatvállalásra. Ez elsősorban azért történhet így, mivel a befektetők és az elemzők túlzottan az adott negyedévre fókuszálnak anélkül, hogy kellően megfontolnák a vállalat egyes üzleti döntéseinek hosszú távú hatásait. A részvényesek a menedzsment teljesítményét általában a profit és a részvényár fényében vizsgálják. Jelentős nyomás van ezért a vállalat vezetésén, hogy minden időszakban emeljenek a részvényárakon, és hogy megfeleljenek az elemzői elvárásoknak. Ez a nyomás pedig ahhoz vezet, hogy a menedzserek rövidtávú stratégiát fognak követni a hosszú távú célok helyett.⁸⁶

3.7. Az ügynök-költség emelkedése. A vállalat feletti tulajdonjog és az eszközei feletti tényleges irányítás elválasztása a nyilvánosan működő részvénytársaságban felmerülő, a megbízó részvényesek és a megbízott menedzsment közötti konfliktus alapja. 1932-ben *Adolf A. Berle* és *Gardiner C. Means* a *Modern Corporation and Private Property* című korszakalkotó jelentőségű könyvükben kifejtették, hogy a vállalat vezetésének túl alacsony a tulajdonrésze egy nyilvánosan működő részvénytársaságban ahhoz, hogy megegyezzenek érdekei a tulajdonosok profitmaximalizálásra irányuló törekvéseivel. Sőt, a menedzsment esetenként saját célokat követ az egyéni előnyszerzés érdekében, és ez a tulajdonosok számára kifejezetten hátrányos. A vállalat vezetésének e magatartásából adódóan a részvényesek szempontjából jelentkező költségeket ún. *ügynök-költségnek* (*agency-cost*), míg magát a problémakört *ügynökség-problémának* (*agency-problem*), vagy más néven *megbízó-megbízott problémának* (*principal-agent problem*) nevezzük. Mivel egy zártkörűen működő részvénytársaságban gyakran a tulajdonosok vezetik a vállalatot, illetve általában szoros figyelemmel kísérik a menedzsmentet, ezért e költség igen alacsony. A nyilvános működésből adódóan viszont ez emelkedni fog, ami pedig hátrányosan befolyásolhatja a vállalat értékét és teljesítményét.⁸⁷ Ezért is szükséges egy hatékony társaságirányítási rendszer kiépítése a tőzsdére lépést tervező vállalatban.

⁸⁴ Lásd DÍAZ-BASTIEN, Ernesto, *Spain: Going Public – Taking a Family Business Public*, International Legal Practitioner (1997/június) 68. o.

⁸⁵ Lásd SCHNEIDER, MANKO, i. m. 285. o.

⁸⁶ Lásd GEDDES, i. m. 28. o.

⁸⁷ Lásd DRAHO, i. m. 81-82. o.

Következtetések

Tanulmányunkban elemeztük a kezdeti nyilvános részvénykibocsátással, és az ehhez gyakran társuló tőzsdei bevezetéssel elérhető előnyöket és hátrányokat. Álláspontunk szerint egy, a nyilvános működésre felkészült vállalat számára az előnyök súlya jóval meghaladja a hátrányokét. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátással, illetve az ezt követő további (*másodlagos*) részvénykibocsátásokkal való finanszírozás lehetősége, illetve egyéb alternatív vállalatfinanszírozási eszközök hozzáférhetővé válása (pl. kötvény, átváltoztatható kötvény kibocsátása) új lendületet képes adni egy vállalat fejlődésének. A vállalat számára szintén jelentős értéknövekedést hozhat a transzparencia erősödése, a befektetői bizalom növekedése, illetve a részvények likviditásának megteremtése. A tanulmányunkban felsorolt hátrányok és kockázatok pedig megfelelő társaságirányítás és szakértői közreműködés segítségével csökkenthetőek, illetve az előnyök kiaknázásához segítségül hívhatók. Példaként említenénk, hogy bár a megnövekedett szabályozási előírásoknak való megfelelés, vagy a befektetőkkel való kapcsolattartás komoly költséget és munkaterhet jelenthet, de optimális esetben mindkettő a befektetői bizalom forrása lehet, és csökkentheti a tőke költségét. Az ügynök-költség esetleges emelkedését vagy a felbukkanó rövid távú szemléletet pedig egy valóban felelős társaságirányítási gyakorlat képes orvosolni, és a hosszú távú növekedés szolgálatába állítani a vállalat erőforrásait. Bízunk benne, hogy egyre több hazai feltörekvő vállalkozás ismeri fel ezeket a lehetőségeket, és él a kezdeti nyilvános részvénykibocsátás és tőzsdei bevezetés eszközével.
