

## **MIÉRT JÓ A CÉGEKNEK A TOZSDEI JELENLÉT?**

**2004. szeptember**

A nyilvános társasággá válás, illetve a tozsdei bevezetés minden vállalkozás életében jelentős fordulópont, így teljesen természetes az, hogy a döntést hosszú elokészítési és mérlegelési folyamat elozza meg. A döntéshozónak figyelembe kell vennie, hogy a nyilvános tozsdei lét milyen elonyókkal járhat a vállalat számára, s ezzel a várható haszonnal kell szembe állítania a felmerülő költségeket és a teljesítendő kötelezettségek terheit. A Budapesti Értéktőzsde kiemelt figyelmet fordít arra, hogy a tozsdei megjelenés iránt érdeklődő, a tokealapú finanszírozást elonyben részesítő vállalatok számára minden támogatást megadjon a nyilvános társasággá válás és a hivatalos piacon történő forgalmazás elosegítéséhez. Ezért hoztuk létre a Tozsdeképes Cégek Klubját, amely részvénykibocsátás és -bevezetés, a folyamatos tozsdei jelenlét feladataival, követelményeivel ismerteti meg a résztvevőket.

Jelen összefoglalónkkal a szélesebb nyilvánosság számára is szeretnénk megvilágítani, milyen elonyöket is kínál egy társaság számára a nyilvános értékpapír-piaci jelenlét.

Kiemelt aktualitást ad ennek a kérdésnek, hogy az elmúlt idoszakban újra jelentős növekedésnek indult világszerte a tozsdei bevezetések száma, a Budapesti Értéktőzsdére pedig már kérelmezte felvételét a Tozsdeképes Cégek Klubjának 16 társasága közül az első jelentkező.

A Budapesti Értéktőzsde többször készített felmérést – a kibocsátók és a befektetési szolgáltatók, pénzügyi tanácsadók közreműködésével – a tozsdei bevezetés elonyeiről. Többek között ezek tapasztalatait foglaljuk össze az alábbiakban.

### **A tozsdei finanszírozás fő elonyei**

Ahogy nincs két egyforma vállalkozás, úgy nincs két egyforma tozsdei bevezetés sem. Minden társaságot más és más indokok vezéreltek akkor, amikor a zárt társasági működés helyett a nyilvánossá válásról, majd a tozsdei bevezetésről döntöttek, illetve amikor a tokepiaci finanszírozást választották kölcsöntöke igénybevétele helyett. Részben ez a változatosság járul hozzá a tozsdék sokszínűségéhez. A lehetséges magyarázatok teljes köru felsorolása jelentős terjedelmet igényelne, az alábbiakban felsorolt szempontokat azonban mindenképpen érdemes fontolóra venni a tozsdére lépésről való döntés során.

### ***A finanszírozási lehetőségek kiszélesedése, tokebevonási lehetőség, rugalmasság***

Egy sikeres vállalkozás egy idő után rendszerint kinövi tokeszerkezetének meglévő kereteit. A kibocsátók szempontjából a tozsdei bevezetés első számú elonye, hogy segítségével a forrásbevonás eredményesebben valósítható meg, akár saját toke (részvény), akár kölcsöntöke (kötvény) formájában. Különösen fontos lehet ez olyan magánvállalkozások számára, amelyek intenzív növekedési szakaszt kívánnak megkezdeni, ugyanakkor tokeösszetételük, idegentöke-arányuk a hiteltöke alapú finanszírozás gazdaságosságát nehezíti. Akár közvetlenül fordulnak ezek a cégek a nyilvános tokepiachoz, akár eloször ún. kockázati toke partnerekkel együttműködve kívánják saját tokéjuket növelni, a tozsdei jelenlét, a részvények nyilvános forgalmazásának biztosítása valamennyi befektető számára.

A tozsdei jelenlét pozitív szerepe abban nyilvánul meg, hogy a befektetők jó része elonyben részesíti a tozsdei értékpapírokat a tozsdén nem jegyzettekkel szemben, mivel a tozsde átlátható piacot biztosít azáltal, hogy bármikor nyomon követhető az árak alakulása, a

forgalom nagysága, a tájékoztatási kötelezettségek pedig garanciát nyújtanak a társaságokkal kapcsolatos információk hozzáférhetőségére. Ezen értékpapírok mellett szól az is, hogy a tozsde által biztosított likviditásnak köszönhetően az értékpapírok bármikor megvásárolhatók vagy értékesíthetők, a folyamatos áralakulásnak köszönhetően pedig értékük könnyen meghatározható.

Ennek köszönhetően a tozsde nagyobb összege és egyes esetekben olcsóbb tőkebevonásra kínál lehetőséget, mint az egyéb finanszírozási módszerek. A kibocsátók a tozsdén keresztül az alternatív és klasszikus lehetőségekhez képest szélesebb körben tudnak forrásokat bevonni. Egy tozsdei társaság a nemzetközi tőkepiacok befektetőit is megcélozhatja, hiszen azok a tozsde által biztosított nyilvánosság miatt kevésbé találják kockázatosnak a befektetést.

A tozsdei bevezetés mindenképpen kiterjeszti a forráshoz jutás lehetőségét. Amely vállalkozás egyszer tozsdére lépett és széles körben megismertette magát a befektetőkkel, megfelelő működés mellett hosszú távra megteremti önmaga számára a folyamatos finanszírozás lehetőségét.

Az a rugalmasság, amit a tozsde által nyújtott forrásbevonási lehetőség jelent, nagy segítség a hosszú távú pénzügyi tervezésben. A tozsdei szereplés a tartósan és az átmenetileg szükségessé váló forrásbevonást is megkönnyíti. A társaság ideiglenes tőkeszükségletét könnyen kielégítheti kötvények forgalomba hozatalával, amennyiben pedig tartós forrásokra van szüksége átváltható kötvény, vagy részvény kibocsátási lehetőségét kihasználva szerezhet pénzeszközöket. Ugyanakkor a bankok is szívesebben kölcsönöznek nyilvános társaságnak, így a hitelfelvételi lehetőségeik is sokkal jobbak, kedvezőbb fizetési és kamatkondíciókat érhetnek el.

A másik oldalról a saját részvény készleteket pufferként alkalmazva is hatékonyabbá teheti a cég pénzgazdálkodását. Amennyiben a társaságnál keletkező pénzáramlások azt megengedik, lehetőség van arra, hogy például saját részvény vásárlásával átmenetileg csökkentjük a társaság kinnlevő, azaz „valós” saját tőkéjét. Ez elsősorban az osztalékfizetési időszakban lehet hasznos, de árfolyam-karbantartási célokra, vagy befektetési lehetőségként is alkalmas eszköz.

### ***A részvények likviditásának megteremtése***

Egy nyilvános társaság értékpapírjainak likviditása azt jelenti, hogy azok bármikor eladhatók vagy megvehetők, és folyamatosan rendelkezésre áll egy piaci mechanizmusok által kialakult árfolyam. Ez elsősorban a kisebb tulajdonosok számára jelent vonzerőt, mivel elonyösebb személyes pénzügyeik tervezésében. Nyilvánosan forgalmazott részvények birtoklásával ugyanis könnyebb a portfólió diverzifikálása, illetve kisebb a kockázata, mivel az egyes befektetések szükség esetén bármikor azonnal értékesíthetők. Ennek köszönhetően szívesebben vásárolják meg a részvényeket, mivel a nagyobb forgalomból és vásárlási kedvvel adódóan a részvények árfolyama kiegyensúlyozottan és magasabban mozoghat.

A likviditás megteremtése nem csupán az újonnan belépő befektetők, de az alapítók, a már meglévő tulajdonosok és a menedzsment számára is kívánatos lehet, mivel így szükség esetén ők is könnyebben tudják értékesíteni részesedésüket. Ezáltal a tozsdei bevezetés jó alkalmat kínál például arra, hogy a társaság növekedésének kezdeti szakaszában a vállalkozást feltokésítő kockázati tőketársaság kedvező „kiszállási” lehetőséghez jusson. Ezen felül egy likvid részvényekkel rendelkező társaság a tőkebevonások, a partnerkeresés, a pénzügyi tervezés, a vállalatfelvásárlások és fúziók terén is előnyt élvez.

### ***Pénzügyi befektetők megjelenése***

Amikor a pénzügyi befektetők újabb beruházási lehetőséget keresnek, a várható hozam mérlegelése mellett elsorangú szempontként veszik figyelembe a befektetés kockázatát és likviditását. A várható haszon a folyamatosan elérhető és ellenőrzött információk birtokában

nagyobb biztonsággal jelezhető előre, így a nyilvános áralakulásból és a folyamatos tájékoztatási kötelezettségekből adódóan egy tozsdén lévő cég jóval kisebb kockázatot hordoz magában, mint egy hasonló, zárt formában működő társaság. A tozsde által biztosított likviditás ugyanakkor lehetőséget ad arra, hogy a befektető bármikor értékesítse részvételét, pontosabban időzíthesse vásárlásait és eladásait, így jóval kisebb kockázati és likviditási prémium mellett, azaz drágábban is hajlandóak lesznek megvásárolni a részvényeket.

Pénzügyi befektetők megjelenése nem csak a friss tőke bevonásának biztosít egyszerűbb és olcsóbb lehetőséget, de a szakmai befektetők jelenlétével ellentétben a társaság könnyebben megőrizheti függetlenségét is. Egy pénzügyi befektető ugyanis csak a profit elérésében érdekelt, ezért mindaddig nem szól bele közvetlenül a társaság irányításába, ameddig a megfelelő hozam biztosított számára. Vételeivel vagy eladásaival azonban folyamatosan kifejezi a társaság tevékenységéről alkotott értékítéletét. Ezáltal jó teljesítményre ösztönöz, és megbízható visszacsatolási forrást jelent. Meg kell jegyeznünk azonban azt, hogy a társaság hosszú távú érdekei nem mindig esnek egybe egy pénzügyi befektető rövid távú elvárásaival.

### ***Szakmai befektetők megjelenése***

A megfelelő szakmai partner megtalálása, majd a tulajdonszerzés lebonyolítása nem egyszerű feladat, egy tozsdén lévő társaság esetében azonban ez a folyamat jelentősen leegyszerűsödhet. A tozsde által biztosított publicitás egyrészt segíthet a megfelelő partner megtalálásában, másrészt ellátja azt a kezdetben szükséges információkkal. A potenciális szakmai partner így nem csak bővebb információk birtokába jut, de nagyobb bizalommal vághat neki az üzletnek. A tranzakció során nagy segítséget jelent, hogy az árazás kiindulópontja egy piaci mechanizmusok alapján kialakult ár lehet. Egyes sajátos iparágakban, vagy külföldi partnerkeresés során az is előnyös, ha a társaság neve már a köztudatban van, könnyen szerezhető róla információk, és a nyilvános áralakulásnak köszönhetően a vállalat értékének meghatározása is egyszerűbb.

A szakmai partner keresése során nem csupán az újonnan belépő befektetők megtalálása egyszerűbb egy tozsdéi társaság esetében, de a részvételét részben vagy egészben értékesíteni kívánó tulajdonosok is jól járhatnak. Ők ugyanis egy már ismert és a piacra bevezetett társaság részvényeseként egyszerűbben és sokkal kedvezőbb áron adhatnak túl értékpapírjaikon.

### ***A függetlenség megőrzése, a menedzsment kontroll megtartása***

Egy társaság többségi tulajdonosának érthető módon az áll érdekében, hogy úgy szerezzen vállalkozása számára pótlólagos forrásokat, hogy közben ne veszítse el a társaság feletti irányítás jogát. Ha idegen források bevonására már nincs lehetősége, és a saját tőke emelésére kényszerül, bonyolult döntési helyzetbe kerül. Amennyiben korlátozott körben keres társbefektetőket, nehéz dolga van, hiszen a legtöbb ilyen módon tulajdonrész szerzett befektető irányítási vagy ellenőrzési jogot követel a társaság felett. Ha azonban a tozsdén keresztül von be forrásokat, kisebb tulajdoni hányada mellett továbbra is élvezheti a többségi jogok elonyeit. Megfelelően magas közvezényad és kelő számú kisbefektető bevonása mellett ugyanis olyan befektetőket szerezhet, akik nem vágnak a közvetlen kontroll megszerzésére, de nincs is igazán lehetőségük erre, hiszen nem tudják könnyen összpontosítani erejüket. Szélsőséges esetben az is előfordulhat, hogy az eredeti tulajdonos néhány tíz százalékos tulajdoni aránnyal is minősített többségben lehet a közgyűlésen, így a törvények és az alapszabály rendelkezéseinek megtartásával sem szólhat bele más a társaság ügyeibe.

### ***A vállalatfelvásárlási és fúziós tevékenység elősegítése***

A tozsdéi lét két okból is elősegíti a társaság esetleges egyesülési és vállalatfelvásárlási tevékenységét. Egyrészt lehetőséget biztosít arra, hogy szinte bármikor, amikor kedvező

felvásárlási lehetőség adódik, tokebevonással teremtse elő a szükséges forrásokat, így a kibocsátással szerzett bevételek felhasználhatók a társaság esetleges akvizíciók célkitűzéseinek megvalósítására is.

Másrészt lehetővé teszi a tulajdonosok számára azt is, hogy saját részvényeik cseréjével szerezzenek részesedést más társaságban, mivel annak mindig könnyen meghatározható a piaci értéke. Nem kell bonyolult és hosszantartó értékelési folyamatnak alávetni magukat, mint amire egy zárt társaságnál szükség van. Ugyanakkor az is elmondható, hogy likvid befektetési eszközként magasabb a részvények értéke, így jobb alkupozíciót lehet elérni a tárgyalások során. Mindamelllett két társaság egyesülése esetén a partnervállalat szemében elonyt jelent az a bizonyosság, hogy a cég pénzügyi és működési információi hitelesek, mivel egy széles befektetői bázis ellenorzi folyamatosan a valóságosságukat.

### ***Marketingérték***

A tozsdei bevezetési folyamat már önmagában is nagyon jó publicitást biztosít a társaság számára. A tájékoztató elkészítése és közzététele, a bevezetést megelőző road show-k és sajtótájékoztatók, valamint az „új társaság” irányában tapasztalható kiemelt befektetői és elemzői figyelem, bár sokba kerül, jóval nagyobb reklámértéket képvisel, mint egy hasonló méretű marketingkampány.

A részvénykibocsátók tozsdei részvételük során folyamatosan reflektorfényben vannak, a társaságok neve rendszeresen feltűnik az írott és elektronikus médiákban, a televízióban, és a gazdasági élet egyéb területein is. Egy-egy jelentősebb esemény a társaság életében - például új termék vagy szolgáltatás piaci bevezetése, minőségi tanúsítvány megszerzése, regionális vagy horizontális terjeszkedés, stb. - biztos számíthat a sajtó érdeklődésére. Azok az újságcikkek és médiaszereplések, amelyek a társaság sajtóközleményeinek és kötelező tájékoztatásainak, valamint piaci teljesítményének és átalakulásának köszönhetőek, szintén a társaságról, szolgáltatásairól és termékeiről szólnak. Az újságírók rendszeresen kérdezősködnek, és eloszeretettel írnak tozsdei cégekről, mivel ezek a hírek népszerűek olvasóik, a befektetők körében. Mindemelllett még a legegyszerűbb napi kereskedési és árfolyamadatok is erősítik a fogyasztói tudatot. A társaságot érintő hírek így nem csak a befektetőkhez jutnak el, de azonnal friss információval látják el a társaság vezetőit és partnereit is. És mindez a cégnek sokkal kevesebbe kerül, mintha ugyanezt a hatást reklámokkal, vagy egyéb marketingeszközökkel próbálnák elérni.

### ***Üzleti kapcsolatok kiterjesztése, bizalomerosítás***

A tozsdére „bekerülni” mindenképpen rangot jelent. Egy társaság megítélését nagymértékben befolyásolja, hogy mennyire vállalja a nyilvánosságot. A nyilvánosság legjobban a tozsdén biztosított, s ez jelentősen növeli a társaság piaci vonzerejét. A tozsdei társaságok számos elonyre tesznek azért a befektetők és az üzleti partnerek megnövekedett érdeklődése miatt is. Az a nyilvánosság ugyanis, amit a társaság információszolgáltatási kötelezettségei teljesítése során teremt, felhívhatja jövőbeli beszállítókat és vevőket, értékesítési helyeket, vagy potenciális partnereket és társvállalkozókat figyelmébe. Ezek a jövőbeli, illetve a már meglévő kapcsolatok pedig megerősödnek azáltal, hogy a társaság iránt nagyobb bizalom alakul ki, mivel a kibocsátók szigorú törvényi és tozsdei kötelezettségeknek felelnek meg.

Sokféle üzleti szituációban jelenthet hasznot, hogy a társaság tevékenysége, tulajdonosai és pénzügyi kondíciói szigorú piaci és felügyeleti ellenorzés alatt állnak. A tozsdei vállalatoknak jellemzően jobb a hitelbesorolása, hitelképessége és elonyösebb hitelkonstrukciókat érhetnek el, mivel a társaság átláthatósága miatt csökkent kockázata.

### ***A vállalat és a menedzsment teljesítményének független, objektív értékelése – kényszerítés a fejlődésre***

A vállalat és a menedzsment teljesítményének egyik leghatékonyabb méroszáma a cég egészének értéke, ám ez az érték a társaság könyveiből nehezen határozható meg. Egy nyilvános társaság számára azonban - hatékony tokepiac és kiegyensúlyozott piaci körülmények esetén - mindig ismert az a piaci érték, ami a részvények tozsdei árfolyama segítségével állapítható meg. Így a tozsdei lét egy olyan objektív értékelési és visszacsatolási forrást jelent, amely a társaságtól független, és mindenki által elfogadott. A hatékony tokepiac biztosítja azt is, hogy az árfolyam az összes rendelkezésre álló információt tükrözze. Ez az értékelési lehetőség nem csak a vezetés teljesítményének megítéléséhez, vagy a tulajdonosi érték meghatározásához fontos, de igen jó visszajelzési forrás, ezért hasznos következtetéseket vonhatunk le a segítségével. Bármit teszünk, annak hatása és a piaci szereplők véleménye rögtön látható a részvény árfolyamában.

### ***A menedzsment és a dolgozók ösztönzése***

A tozsdei bevezetés fontos elonyének tekinthető, hogy a nyilvánosan forgalomba hozott és tozsdére bevezetett részvények jó alapot biztosítanak egy olyan munkavállalói ösztönző rendszer kialakításához, melynek részét képezi az egyik leghatékonyabb motivációs eszköz: az alkalmazottak tulajdonosi érdekeltségének megteremtése. A dolgozói részvényvásárlási vagy menedzsment opciós programok érdekeltté teszik a munkavállalókat a társaság minél jobb jövőbeli teljesítményében, fokozzák elhivatottság-érzetüket és a kompenzációs csomagnak is vonzó részévé válhatnak. A tozsdei bevezetés által biztosított likviditás adja meg rendszerint annak lehetőségét, hogy a dolgozók rendelkezésére bocsátott értékpapírokat tulajdonosaik a későbbiekben magasabb és „valós” piaci áron, valamint elfogadható tranzakciós költségek mellett értékesíthessék.

A tozsdei lét mellett, hogy a munkaero motiváltságát növeli, hasznos segítség a vállalat belső marketingjében, illetve a vállalati tudat megteremtésében is. Az a tény, hogy a dolgozók egy sokak által ismert, és folyamatosan a köztudatban lévő vállalatnál dolgoznak, sőt esetleg tulajdonosai is annak, fokozza teljesítményüket és elkötelezettségüket. Ugyanakkor toborzó erőt is jelent, hiszen a társaság elonyös helyzetbe jut a munkaeropiacon is, így lehetősége van kvalifikáltabb munkaero kiválasztására.

### ***Kisbefektetők információszerzésének elosegítése***

Amennyiben egy társaság - akár dolgozói részvényvásárlási programnak, akár privatizációnak vagy egyéb indoknak köszönhetően - több kisebb tulajdonossal rendelkezik, szembesül azzal a problémával, hogy a tulajdonosok alapvető célja az információszerzés a részvényeikről. Egy nyilvános társaság sokkal elonyösebb helyzetbe kerül, ha jelen van a tozsdén, hiszen ennek segítségével gyorsabban tud kommunikálni befektetőivel.

### **Összegzésül**

Fenti szempontokat a Tozsde egy – a kibocsátók körében végzett - felmérés keretében is értékelte. A tozsdei cégek döntő része kiemelt jelentőséget tulajdonít a költséghatékony marketing-, a rugalmas és hatékony finanszírozási lehetőség és a pénzügyi befektetők bevonási lehetősége szempontjainak. Ezzel összefüggésben szintén meghatározó a menedzsmentkontroll fenntartásának lehetősége és a függetlenség megőrzése is.

Sokan azt gondolják, hogy a tozsdei jelenlét nyújtotta elonyökért - bármennyire imponálók legyenek is - túlzottan nagy árat kell fizetni. A nyilvános kibocsátás megszervezése, a bevezetési eljárás elokészítése, a nyilvánossággal együtt járó folyamatos tájékoztatási és jelentéskészítési kötelezettség, a befektetői kapcsolattartó kollégák alkalmazása, stb. túlzottan nagy anyagi terhet ró a társaságra. A tozsdei kibocsátók több, mint 90%-a esetében a fenti

költségek csekély, vagy elfogadható mértékűk, amelyeket messze kompenzálnak a tozsdei jelenlét elonyei. Az elmúlt időszakban a Tozsde mind a saját díjainak megállapításakor, szabályzatainak aktualizálásakor, mind a tozsdei nyilvános információszolgáltatás elektronikus rendszerének kiépítésekor kiemelt szempontnak tekintette, hogy a kibocsátók egyszerűen és olcsón felelhessenek meg a tozsdei követelményeknek, a befektetők ugyanakkor gyorsan és költséghatékony módon juthassanak hozzá az információkhoz. A tozsde emellett a jelenlegi és jövőbeni kibocsátókkal folyamatosan együttműködve regionális szinten kimagaslóan aktív marketingtevékenységet folytat.

Egy másik jellemző visszatartó erő a félelem a túlzott nyilvánosságtól. A tőkepiaci transzparencia a tozsdére lépést követően időnként megijeszti az új jegyzett cégeket. Fontos tudni, hogy egyrészt a nyilvános társasági státusz az, ami folyamatos és szünterd tájékoztatási kötelezettségekkel jár együtt. Ehhez képest a tozsdei szabályok általában csak a nemzetközi normáknak megfelelő előírásokkal egészülnek ki. A hazai tőkepiac nyitott, a befektetők többsége fejlett nyugati országokból érkezik. Ők a megszokott tájékoztatást, kommunikációt igénylik, de azt értékelik is. A tozsdei cégek egy-két év alatt, megszokva a nyilvános társaságként való működést, egyértelmű elonyként értékelik, hogy most már európai uniós vállalként felkészült és a külföldi partnerek által elfogadott piaci és befektetői kapcsolattartást valósítanak meg – ennek eszköze és nem pedig akadálya a nyilvánosság. Többek között ezért lehetséges, hogy a Budapesti Értéktőzsdén a 2005-ös évtől a tozsde „A” kategóriájának vállalataira már az úgynevezett Felelős Vállalatirányítási Alapelvek is érvényesek lesznek.